

## Fluxo financeiro e impulso de crédito

Os programas e medidas emergenciais de crédito tiveram função primordial para manter o funcionamento do canal de crédito e auxiliaram diversas famílias e empresas a enfrentar os efeitos econômicos da pandemia da Covid-19. Uma parte das medidas permitiu a postergação de pagamentos das operações de crédito, promovendo alívio temporário para os devedores. Os efeitos dessas postergações, entretanto, não foram captados pelos dados de concessão, indicador tradicional de fluxo de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) para o setor não financeiro. Este boxe analisa o fluxo de recursos entre o setor não financeiro e o SFN, a partir da definição de uma *proxy*<sup>1</sup> de pagamentos apurada com base na decomposição do saldo de crédito.

O saldo das operações de crédito varia em função das novas operações, das amortizações e de outros lançamentos. Conforme a fórmula abaixo<sup>2</sup>, pode-se dizer que o saldo ao final do mês  $t$  é formado pelo saldo do mês anterior, acrescido do valor das novas concessões, dos juros acruados no período e da atualização cambial dos contratos indexados à moeda estrangeira ( $f(\Delta C\grave{a}mbio_t)$ ), e deduzido dos pagamentos efetuados ( $Pgto_t$ ) e dos saldos baixados para prejuízo ( $bp_t$ )<sup>3</sup>.

$$\Delta Saldo_t = Concess\tilde{o}es_t + Juros_t + f(\Delta C\grave{a}mbio_t) - Pgto_t - bp_t$$

Reordenando os termos da equação anterior, evidenciam-se os pagamentos. Adicionalmente, extrai-se também o fluxo financeiro pela diferença entre as concessões e pagamentos. Esse fluxo é interpretado como o volume líquido de recursos transferido às famílias e às empresas pelo SFN<sup>4</sup>.

$$Pgto_t = Concess\tilde{o}es_t - \Delta Saldo_t + Juros_t + f(\Delta C\grave{a}mbio_t) - bp_t$$

$$Fluxo\ financeiro_t = Concess\tilde{o}es_t - Pgto_t$$

Com base nessa metodologia, observa-se um fluxo de recursos entre o SFN e os tomadores de crédito usualmente negativo, tendo em vista a remuneração dos serviços financeiros. A série de fluxo financeiro apurada a partir de janeiro de 2012 mostrou aumento do fluxo de recursos em direção ao SFN de 2014 a 2016, durante o ciclo recessivo da economia e em meio a um processo de desalavancagem (Gráfico 1), com retração nos valores de concessões e de pagamentos (Gráfico 2). A partir de 2017, com a flexibilização da política monetária e a recuperação da atividade econômica, observa-se mudança da tendência, com a redução

1/ As variáveis apresentadas neste boxe não são novas estatísticas de crédito, ou seja, informações construídas a partir de dados fornecidos diretamente pelas instituições financeiras. Tais variáveis são indicadores obtidos indiretamente a partir de informações de diferentes fontes e de hipóteses simplificadoras e foram construídas para o estudo em questão. Não há intenção de calcular essas séries de forma recorrente ou sistemática.

2/ Os dados das concessões e do estoque de crédito são atualizados pelas Estatísticas Monetárias e de Crédito; o saldo em moeda estrangeira, necessário para cálculo da atualização cambial, bem como os saldos baixados para prejuízos e informações para cálculo dos juros acruados são extraídos do Sistema de Informações de Crédito (SCR).

3/ A equação abaixo deve ser vista como uma aproximação válida na ausência de erros de medida em todas as variáveis.

4/ Não são considerados os recursos que o SFN transfere às famílias pela remuneração de seus ativos, mas apenas os recursos relacionados às operações de crédito.

do fluxo de recursos para o SFN. No início da pandemia, com a necessidade de financiamentos das empresas e os novos programas de crédito, o SFN fez aporte de recursos ao setor não financeiro ampliando as concessões e postergando pagamentos dos devedores, tornando o fluxo de recursos significativamente positivo<sup>5</sup>. Nesse contexto, as concessões se recuperaram paulatinamente, enquanto os pagamentos permaneceram em nível contraído<sup>6</sup>.

**Gráfico 1 – Fluxo financeiro**

Dados dessazonalizados

MM3M, R\$ bilhões do último mês



**Gráfico 2 – Concessões e pagamentos**

Dados dessazonalizados

R\$ bilhões do último mês



No segmento de pessoas físicas é possível observar características próprias da carteira e movimentos conjunturais. No crédito livre (Gráfico 3), a diferença entre os níveis de concessões e pagamentos reflete o valor maior de taxa de juros observado nessas operações. Durante a retração da economia em 2015 e 2016, essa diferença se ampliou, com o aumento da percepção de risco materializada no *spread* bancário. Posteriormente, o fluxo financeiro para o SFN diminuiu, com o fim da recessão e a mudança no ciclo da política monetária. No início da pandemia, houve expressiva contração de concessões, com redução principalmente nas operações de cartão de crédito à vista e financiamentos de veículos, sugerindo a formação de poupança circunstancial e precaucional por parte das famílias.<sup>7</sup> Nos últimos meses, tanto concessões quanto pagamentos já retornaram ao nível pré-pandemia. No crédito direcionado (Gráfico 5), é possível observar o ciclo de expansão do crédito imobiliário<sup>8</sup> entre 2011-2014, quando o volume de concessões foi significativamente maior do que o de pagamentos. Com a recessão de 2015-2016, houve desaceleração nas vendas de imóveis e nos financiamentos imobiliários. O mercado só mudou no segundo semestre de 2020, quando a queda na taxa básica de juros para o menor patamar da série impulsionou a contratação de novas operações. Pelo lado dos pagamentos, as postergações de parte das parcelas diminuíram momentaneamente o volume de amortizações observado no primeiro ano da pandemia.

As séries de concessões e pagamentos do crédito às pessoas jurídicas mostram que, no segmento livre (Gráfico 4), a desaceleração ocorreu a partir de 2013. Diante da pandemia, as empresas demandaram grande volume de crédito em março de 2020 – em especial nas modalidades relacionadas às exportações, no desconto de recebíveis e em capital de giro de curto prazo – assim como renegociaram parte dos contratos existentes, o que atenuou os pagamentos. As séries do crédito direcionado (Gráfico 6) mostram concessões e pagamentos

5/ O boxe “[Panorama do mercado de crédito](#)” do Relatório de Inflação de junho de 2020 analisa a evolução das novas operações de crédito no momento mais agudo da crise em 2020. O [Relatório de Economia Bancária de 2020](#) também discute o mercado de crédito durante o ano passado. Já o Relatório de Estabilidade Financeira de outubro de 2020 discute iniciativas tomadas na seção “[Atuação do BCB para assegurar a estabilidade financeira na crise sanitária](#)”. Por fim, o Relatório Integrado do Banco Central de 2020 também contém seção que traz mais informações sobre as medidas adotadas na seção “[Medidas de Combate aos Efeitos da Covid-19](#)”.

6/ É importante ressaltar que o comportamento similar das séries agregadas de concessões e pagamentos na maior parte da amostra tem forte contribuição dos gastos com cartão de crédito à vista, por se tratar de modalidade de crédito em que os gastos (concessões) e pagamentos são expressivos e ocorrem em curto período de tempo.

7/ Essa hipótese foi explorada no boxe “[Efeitos circunstancial e precaucional na redução do gasto durante a pandemia](#)”, publicado no Relatório de Inflação de dezembro de 2020.

8/ O crédito imobiliário é a principal linha de crédito do segmento direcionado a pessoas físicas, representando 70% do saldo da carteira em julho de 2021.

**Gráfico 3 – Concessões e pagamentos – PF Livre**  
Dados dessazonalizados



**Gráfico 4 – Concessões e pagamentos – PJ Livre**  
Dados dessazonalizados



**Gráfico 5 – Concessões e pagamentos – PF Direcionado**  
Dados dessazonalizados



**Gráfico 6 – Concessões e pagamentos – PJ Direcionado**  
Dados dessazonalizados



mais elevados entre 2012 e 2014. Mas, enquanto as concessões desaceleraram durante a recessão, os pagamentos permaneceram elevados, indicando que as empresas reduziram seu endividamento junto ao SFN<sup>9</sup>. Na pandemia, o volume de novos financiamentos cresceu no segundo semestre de 2020, impulsionado pelos programas emergenciais de crédito a micro, pequenas e médias empresas, e os pagamentos diminuiram, com as medidas de postergação das prestações.

Para continuar a análise, define-se o impulso de crédito como a variação do fluxo financeiro.<sup>10</sup> Como o fluxo financeiro resume o comportamento das obrigações assumidas pelos demais setores da economia junto ao SFN, o impulso de crédito indica se há maior ou menor disponibilidade de recursos para os agentes não financeiros em relação ao período anterior.

$$\text{Impulso de Crédito}_t \equiv \Delta \text{Fluxo Financeiro}_t$$

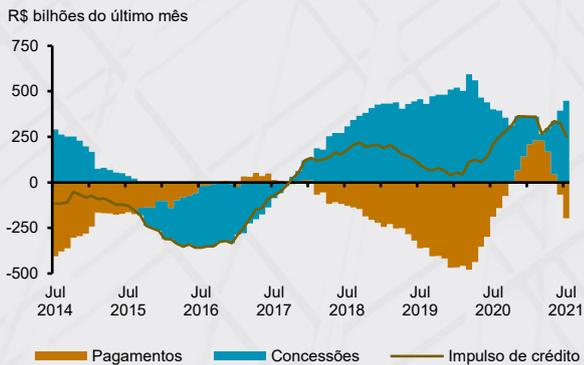
De forma análoga ao exercício anterior, o crescimento do impulso de crédito em 2020 mostra que parcela crescente de recursos líquidos do SFN foi destinada ao setor não financeiro durante a pandemia. Tanto o crescimento das concessões quanto a redução dos pagamentos contribuem para o impulso positivo em 12 meses (Gráfico 7).<sup>11</sup>

9/ Esse movimento é compatível com a análise feita no box “[Liquidações antecipadas de operações de crédito no Sistema Financeiro Nacional](#)”, publicado no Relatório de Inflação de dezembro de 2018.

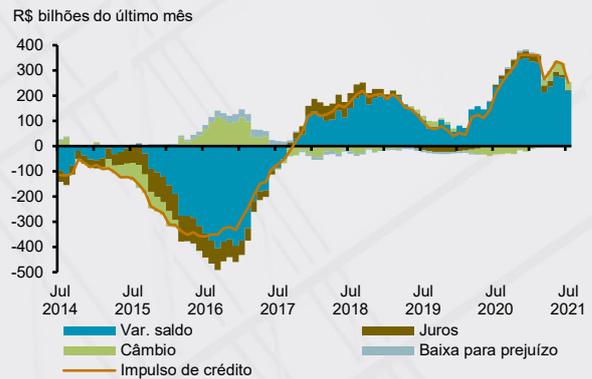
10/ Este indicador foi originalmente apresentado por *Biggs et al.* (2009) como a segunda diferença do estoque de crédito normalizada pelo PIB. O indicador apresentado no box diferencia-se por excluir da variação do saldo os efeitos não decorrentes dos fluxos de concessão e pagamento, ou seja, juros, variação cambial e baixas para prejuízo.

11/ Nos gráficos apresentados neste box, a expressão “Impulso de Crédito em X meses” se refere à diferença do fluxo financeiro acumulado nos X meses até o mês t, representada pela conta  $\sum_{j=t-X+1}^t \text{Fluxo Financeiro}_j - \sum_{j=t-2X+1}^{t-X} \text{Fluxo Financeiro}_j$ .

**Gráfico 7 – Decomposição do impulso de crédito em 12 meses**



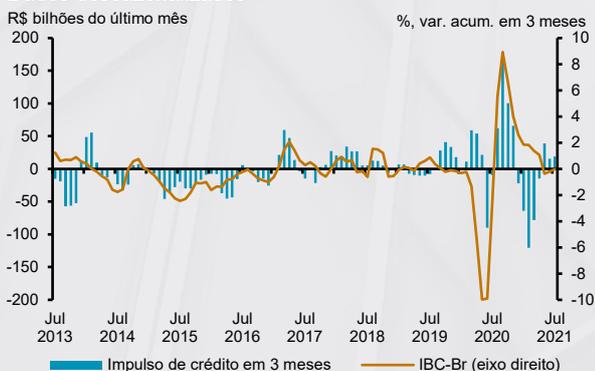
**Gráfico 8 – Decomposição do impulso de crédito em 12 meses**



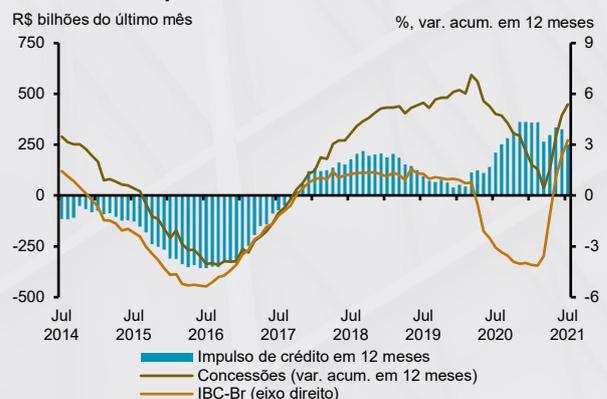
Ao decompor o impulso de crédito na variação do saldo de crédito, juros, câmbio e prejuízo, é possível identificar como essas variáveis impactam a sua evolução em determinados momentos do ciclo econômico. Embora a maior parte da variação do impulso seja explicada pela segunda diferença do saldo, as alterações nos demais componentes podem ser relevantes em momentos específicos (Gráfico 8). De 2014 a 2016, o aumento das taxas de juros contribuiu para uma queda mais forte do impulso. A valorização do real, em 2016 e início de 2017, reduziu o valor dos contratos indexados em moeda estrangeira, facilitando o processo de desalavancagem. Esses exemplos mostram que a variação do saldo pode, por vezes, subestimar ou superestimar o impacto do crédito na liquidez do setor não financeiro, sendo o fluxo financeiro e o impulso de crédito, da maneira construída aqui, medidas mais apropriadas para esse objetivo.

No tocante à relação entre crédito e atividade econômica<sup>12</sup>, observa-se que, na frequência trimestral, o impulso de crédito dessazonalizado e deflacionado pelo IPCA acompanha as oscilações da atividade econômica, medida pelo IBC-Br. Todavia, a correlação entre as variáveis não é tão expressiva (Gráfico 9).

**Gráfico 9 – Impulso de crédito vs. IBC-Br**  
Dados dessazonalizados



**Gráfico 10 – Impulso de crédito vs. IBC-Br**



Com dados em frequência mais baixa, usando indicadores acumulados em 12 meses deflacionados pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), tanto as concessões quanto o impulso de crédito apresentaram boa aderência com o Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br) durante o recuo da atividade observado em 2015 e 2016 (Gráfico 10). A partir de 2018 até a pandemia, entretanto, a recuperação econômica ocorreu de forma tímida, em linha com o indicador de impulso de crédito e contrastando com a evolução das concessões, que apresentaram crescimento expressivo. De março de 2020 até o fim desse mesmo ano, a história contada pelo indicador de concessões não parece dimensionar adequadamente a importância das medidas creditícias adotadas para enfrentamento da pandemia.

12/ Sob o ponto de vista de previsão de indicadores, testes de causalidade de Granger costumam apontar, para o Brasil, que os indicadores de atividade ajudam a prever os de crédito mais do que o contrário. Embora isso não seja diferente com o impulso de crédito, as correlações observadas envolvendo esse indicador ainda podem contribuir para a análise da conjuntura econômica.

Portanto, o impulso de crédito demonstrou aderência com a atividade semelhante às concessões na fase de contração do ciclo econômico de 2014 a 2016 e superior durante o período de recuperação, ao menos até fevereiro de 2020. Essa correlação positiva provavelmente reflete canais de causalidade tanto do crédito para a atividade econômica como no sentido oposto. A partir de março ocorreu uma mudança brusca de patamar do impulso de crédito, justamente em momento de contração da atividade econômica, caracterizando uma correlação negativa entre as variáveis. Em um primeiro momento esse fato pode ter sido um reflexo da considerável ação dos agentes econômicos sem restrições relevantes de acesso a crédito, em particular empresas de maior porte, que buscaram fontes de financiamento por motivos precaucionais diante da elevada incerteza trazida pela pandemia.<sup>13</sup> A partir de julho, os programas de crédito emergenciais, política de crédito de caráter fortemente anticíclico, contribuíram para o aumento do impulso do crédito e, conseqüentemente, para o funcionamento do canal de causalidade no sentido do crédito em direção à atividade econômica. Esse movimento desde março de 2020 contrasta com o verificado na crise anterior, quando houve um comportamento pró-cíclico das variáveis de crédito.

## Referências

Biggs, M., Mayer, T., & Pick, A. (2009). *Credit and economic recovery* (Vol. 218). DNB Working Paper.

---

13/ Ver o boxe “Panorama do mercado de crédito” do Relatório de Inflação de junho de 2020 e o Relatório de Economia Bancária de 2020.