

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PAMPA  
CAMPUS SANTANA DO LIVRAMENTO  
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**CRÉDITO E TAXA DE JUROS: ANÁLISE SOBRE OS EFEITOS NO SETOR  
HABITACIONAL BRASILEIRO NO PERÍODO DE 2010-2019**

**PRISCILA CARDOSO RAMOS**

**TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO**

**Santana do Livramento  
2021**

**PRISCILA CARDOSO RAMOS**

**CRÉDITO, TAXA DE JUROS: ANÁLISE SOBRE OS EFEITOS NO SETOR  
HABITACIONAL BRASILEIRO NO PERÍODO DE 2010-2019**

Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado como requisito para  
obtenção do título de Bacharel em  
Ciências Econômicas pela Universidade  
Federal do Pampa - UNIPAMPA.

Orientador: Dra. Ana Luísa de Souza  
Soares

**Santana do Livramento  
2021**

Ficha catalográfica elaborada automaticamente com os dados fornecidos  
pelo(a) autor(a) através do Módulo de Biblioteca do  
Sistema GURI (Gestão Unificada de Recursos Institucionais) .

R175c Ramos, Priscila Cardoso

CRÉDITO E TAXA DE JUROS: ANÁLISE SOBRE OS EFEITOS NO SETOR  
HABITACIONAL BRASILEIRO NO PERÍODO DE 2010-2019 / Priscila  
Cardoso Ramos.

55 p.

Trabalho de Conclusão de Curso(Graduação)-- Universidade  
Federal do Pampa, CIÊNCIAS ECONÔMICAS, 2021.

"Orientação: Dra. Ana Luísa de Souza Soares".

1. Crédito.. 2. Juros.. 3. Ciclos econômicos.. 4. Mercado  
imobiliário.. I. Título.

**PRISCILA CARDOSO RAMOS**

**CRÉDITO, TAXA DE JUROS: ANÁLISE SOBRE OS EFEITOS NO SETOR  
HABITACIONAL BRASILEIRO NO PERÍODO DE 2010-2019**

Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado como requisito para  
obtenção do título de Bacharel em  
Ciências Econômicas pela Universidade  
Federal do Pampa - UNIPAMPA.

Área de concentração: Ciências  
Econômicas

Trabalho de Conclusão de Curso defendido e aprovado em: 27 de setembro de 2021.

Banca Examinadora:

---

Prof. Dra. Ana Luísa de Souza Soares  
Orientadora  
UNIPAMPA

---

Prof. Dr. André da Silva Redivo  
UNIPAMPA

---

Prof. Dr. Felipe Gomes Madruga  
UNIPAMPA

## **AGRADECIMENTOS**

Gostaria de agradecer a todo grupo docente do curso de ciências econômicas, o qual me forneceu instrumental suficiente para o meu desenvolvimento intelectual ao longo desses anos. Agradecimento mais do que especial a minha orientadora Ana Luísa que aceitou me acompanhar nessa etapa final e por ser uma professora admirável que possui a capacidade de instigar uma curiosidade imensa dentro da sala de aula.

A minha família por sempre insistir na importância do estudo ao longo da vida e repetir isso a mim incansável vezes, por terem apoiado as minhas escolhas, pelo esforço para que eu tivesse tido a oportunidade de aprofundar meu ensino educacional e por estarem presentes de forma ativa nesse processo. Sobretudo a minha mãe Helena e ao meu namorado Enrique os quais acompanharam de perto as frustrações e o entusiasmo contido durante todas as etapas da graduação, fornecendo apoio nos momentos mais desafiadores.

Aos colegas e amigos, pelos momentos de desconpressão, paciência e conversas profundas que também auxiliam no aprofundamento do conhecimento. Guardarei as lembranças desses anos com muito carinho.

*“Entendo a economia como um sistema formado por pessoas, e mesmo a disciplina, como uma construção social. É um sistema orgânico, em que os diversos atores econômicos, sejam empresas, governos, consumidores, famílias, investidores, estão entrelaçados. Justo por isso não é de forma alguma estático, e sim dinâmico.”*

*- Monica Baumgarten de Bolle*

## RESUMO

O mercado imobiliário é um dos segmentos de forte relevância para a economia de um país, devido a sua cadeia de produção envolver diferentes segmentos no processo de construção, promovendo empregos diretos e indiretos e movimentando altos investimentos financeiros em suas transações. O presente estudo objetiva analisar como as medidas anticíclicas adotadas a partir de 2010 influenciaram o desenvolvimento da atividade imobiliária no Brasil, de modo a interpretar o ciclo econômico recessivo do período de 2010 a 2019. Para isso, a pesquisa baseia-se na teoria austríaca dos ciclos econômicos, que adere ao método lógico dedutivo como base para análise. O método utilizado pelos austríacos mostra que não há um equilíbrio estático, mas sim um processo de mercado que evolui no tempo, envolvendo alterações do conhecimento dos agentes.

**Palavras-chave:** Crédito. Juros. Ciclos econômicos. Mercado imobiliário.

## **ABSTRACT**

The real estate market is one of the segments of strong relevance to a country's economy, due to its production chain involving different segments in the construction process, promoting direct and indirect jobs and moving high financial investments in its transactions. This study aims to analyze how the countercyclical measures adopted from 2010 influenced the development of real estate activity in Brazil, in order to interpret the recessionary economic cycle from 2010 to 2019. For this, the research is based on the Austrian theory of economic cycles, which adheres to the logical deductive method as a basis for analysis. The method used by the Austrians shows that there is no static equilibrium, but a market process that evolves over time, involving changes in agents' knowledge.

**Keywords:** Credit. Fees. Economic cycles. Real estate market.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Inflação acumulada 2010-2019 (%).....	32
Gráfico 2 - Produto interno bruto taxa de variação real 2010-2019.....	34
Gráfico 3 - Taxa de juros SELIC (%) a.a%.....	35
Gráfico 4 - Crédito direcionado a habitação a taxas reguladas.....	44

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Taxa de juros de mercado e taxa de juros reguladas, para crédito direcionado a pessoa física ao setor imobiliário. Média do período, entre 2011 e 2016.....	43
--	----

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Elos da cadeia produtiva.....	39
--	----

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Triângulo de Hayek.....	22
Figura 2 - Alargamento da estrutura de produção.....	24
Figura 3 - Destruição produtiva.....	27

## SUMARIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>13</b>
1.1 Objetivos.....	15
1.1.1 OBJETIVO GERAL.....	15
1.1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	15
1.2 Justificativa.....	15
1.3 Metodologia.....	16
<b>2 OS FUNDAMENTOS DA ESCOLA AUSTRÍACA PARA A INTERPRETAÇÃO DE CICLOS ECONÔMICOS.....</b>	<b>18</b>
2.1 Aspectos Introdutórios À Teoria Austríaca.....	18
2.2 O Sistema de Preços como Coordenador das Decisões Econômicas.....	19
2.3 A Teoria dos Ciclos: Exposição pelo Triângulo de Hayek.....	21
2.3.1 A fase expansiva.....	24
2.3.2 A fase recessiva.....	26
<b>3 A NOVA DÉCADA PERDIDA: UM CENÁRIO INTRODUTÓRIO.....</b>	<b>29</b>
3.1 2008: A Crise Financeira Internacional.....	29
3.2 A substituição do crédito privado pelo público no Brasil.....	29
3.3 O Efeito Dilma.....	31
3.4 O Mecanismo de Expansão Monetária por Via Fiscal.....	34
<b>4 MERCADO IMOBILIÁRIO: A COMPLEXIDADE DA CADEIA PRODUTIVA DE IMÓVEIS.....</b>	<b>37</b>
4.1 Cadeia Produtiva e Efeito Multiplicador.....	38
4.2 A Importância e a Dependência do Crédito.....	40
<b>5 O CICLO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO DE 2010 A 2019.....</b>	<b>42</b>
5.1 A Transição na Oferta de Crédito.....	42
5.2 Dilemas e Escolhas.....	46
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>49</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>51</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O debate acerca das medidas de expansão de crédito público ao mercado imobiliário ganhou evidência em 2008, quando o mundo entrou em pânico após o estouro de uma das crises financeiras mais severas do capitalismo. No dia 15 de setembro, o Lehman Brothers, um banco de investimento norte-americano, declarou sua falência, desencadeando uma crise sistêmica que começou no mercado de hipotecas de alto risco (subprimes<sup>1</sup>) nos Estados Unidos. Tal fato chamou a atenção diretamente à credibilidade do mercado financeiro (MACHADO; CERETTA; VIEIRA, 2014).

Por consequência da crise, o cenário internacional inverteu-se, ocasionando uma desaceleração econômica em um primeiro momento, seguido de estagnação da economia mundial, fazendo com que as nações refletissem sobre qual direção tomar para mitigar os efeitos desse novo cenário. No Brasil, uma das medidas anticíclicas adotadas - na tentativa de diminuir os efeitos da restrição externa - foi a expansão de linhas de crédito pelas instituições públicas, a qual até então era liderada pelos bancos privados (MENDONÇA; SACHSIDA, 2012).

De acordo com Barros, Silva e Oliveira (2018), pode-se especificar crédito em duas categorias: crédito livre e direcionado. A categoria de crédito livre é caracterizada por empréstimos não atrelados a condições ou setores específicos, enquanto o crédito direcionado está sujeito ao direcionamento através de políticas públicas. No Brasil, um dos segmentos em que o governo participa de forma ativa é o mercado imobiliário, sendo o principal agente de fomento por meio do direcionamento de crédito.

O setor imobiliário é um dos segmentos de forte relevância para a economia de um país, uma vez que a sua cadeia de produção envolve diferentes segmentos no processo de construção, promovendo empregos diretos e indiretos e movimentando altos investimentos financeiros em suas transações. A compra de um imóvel está relacionada a um dos anseios básicos da sociedade que busca encontrar um lugar seguro e que seja compatível com o seu orçamento (LIMA, 2017).

Ao analisar o mercado de crédito imobiliário brasileiro, observam-se dois segmentos: o Sistema Financeiro de Habitação (SFH) e o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI). O SFH concentra-se unicamente na habitação, sendo um

instrumento de política pública. Suas fontes de financiamento são o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e os recursos da caderneta de poupança. Já o SFI, tem como principal fonte de origem de recursos a securitização dos créditos pela emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), Cédulas de Crédito Imobiliário (CCIs), Letras de Crédito Imobiliário (LCIs) e Letras Hipotecárias (LHs) (JARDIM; LORRANY, 2020).

Segundo Mendonça (2013), é possível observar que o mercado imobiliário brasileiro teve uma grande expansão na última década, e dentre os fatores que podem ter influenciado esse comportamento está a queda na taxa de juros, o crédito direcionado ao setor e o fomento de obras públicas.

É fato que a taxa de juros é uma das variáveis que possui maior impacto no setor imobiliário, uma vez que sua queda diminui significativamente o custo do financiamento; tal circunstância tem bastante relevância nesse mercado, no qual a maior parte das transações é de longo prazo (MACHADO; CERETTA; VIEIRA, 2014). Entre os anos de 2010 e 2016, a SELIC apresentou uma forte variação, passando de 8,75% no início de 2010 (durante segundo governo Lula), chegando até 14,25% em 2016 (no governo Dilma). Nos anos de 2017 a 2019, a SELIC vem diminuindo gradativamente, chegando a um nível bem abaixo do que já foi visto no Brasil, alcançando 2% no final de 2020 (BCB, 2021).

De acordo com o Banco Central, a taxa de juros regulada das operações de crédito com recursos direcionados de pessoas físicas para financiamento imobiliário, variou de 9,07% a.a. em 2011 para 8,50% a.a. em 2016. O Banco Central (BC) utiliza a Selic como instrumento de política monetária para controlar a inflação. Ela influencia todas as taxas de juros do país, como as taxas de juros dos empréstimos, dos financiamentos e das aplicações financeiras (BC, 2020). É importante destacar que o custo do empréstimo cobrado do consumidor final não é apenas composto pela SELIC. Há outros custos envolvidos, com o risco de inadimplência, despesas administrativas, entre outros. (LOPES, 2014).

Diante do exposto, pode-se considerar que o sistema brasileiro de poupança e empréstimos (SBPE), - cujos principais recursos advêm da caderneta de poupança - é um tradicional ativo de reserva de valor das famílias brasileiras, assim como um dos principais mecanismos que geram recursos para serem operacionalizados na concessão de crédito direcionado ao setor habitacional (JARDIM; LORRANY, 2020). Dessa forma, o financiamento habitacional enquadrado como investimento de longo

prazo leva à observação do comportamento das taxas de juros de longo prazo na tomada de decisão.

Considerando que as medidas anticíclicas adotadas no Brasil a partir de 2010 envolvia, entre outros, o mecanismo de expansão monetária via a concessão de crédito, que a atividade imobiliária enquanto investimento de longo prazo precisa ser financiada, seria possível ao longo dos anos de 2010 a 2019, a partir da análise do setor imobiliário, interpretar o ciclo econômico recessivo?

## 1.1 Objetivos

### 1.1.1 OBJETIVO GERAL

Analisar como as medidas anticíclicas adotadas a partir de 2010 influenciaram o desenvolvimento da atividade imobiliária no Brasil, de modo a interpretar o ciclo econômico recessivo do período de 2010 a 2019.

### 1.1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Apresentar a formação de ciclos econômicos a partir da escola austríaca;
- Descrever a partir de variáveis macroeconômicas, selecionadas, o comportamento de fase cíclica da economia brasileira após 2008;
- Identificar os elos produtivos do que aqui se chama mercado imobiliário;
- Interpretar o ciclo econômico a partir do setor imobiliário brasileiro entre 2010 e 2019.

## 1.2 Justificativa

A discussão sobre medidas de expansão de crédito público ao mercado imobiliário destacou-se após a crise financeira global de 2008 apontar seus primeiros sinais em 2007, com o estopim da crise dos *subprimes*, que se tratava de empréstimos imobiliários atribuídos a pessoas com perfil de risco alto, ou seja, da qual há probabilidade altamente relevante de haver um calote.

Quando as sequelas da crise internacional de 2008 chegaram ao Brasil, foram adotados novos rumos para política econômica. No dia 1º de janeiro de 2011, Dilma

Rousseff<sup>1</sup> chegou à presidência do Brasil sob os passos do seu antecessor, confortada pelo crescimento que a economia brasileira apresentou em 2010. Porém, em um cenário adverso, Dilma começou o seu governo tendo que enfrentar os problemas gerados não só pelo cenário internacional, mas também os resultados das políticas implantadas anteriormente: aumento desmedido dos gastos do governo e a expansão do crédito público.

Esta pesquisa torna-se importante pelo fato de permitir a análise de como o setor imobiliário reagiu às oscilações da taxa de juros e a expansão do crédito direcionado, tendo em vista que o setor é um dos mais relevantes indicadores da economia de um país, tanto pelo número de empregos que gera, quanto à sua cadeia produtiva extensa. A análise se fez sob um período de forte instabilidade política e econômica, possibilitando uma melhor compreensão das consequências das medidas adotadas sobre o setor imobiliário.

Levando em consideração o olhar de uma economia não linear e turbulenta, estas páginas reconhecem as limitações que a ciência econômica possui, mas, especialmente, contribui para a reflexão de como a relação entre poupadores, políticos, investidores, consumidores, produtores e recomendações de política econômica afetam o setor real da economia.

### **1.3 Metodologia**

Partindo do entendimento de que método é o caminho para compreender determinado fim e que o propósito da ciência é a busca do conhecimento, entende-se que para produzir um estudo teórico é necessário demonstrar o conjunto de procedimentos percorridos para chegar a um determinado objetivo (PRODANOV, 2013).

O presente estudo baseia-se na teoria austríaca dos ciclos econômicos, que adere ao método lógico dedutivo como base para análise. O método utilizado pelos austríacos mostra que não há um equilíbrio estático, mas sim um processo de mercado que evolui no tempo envolvendo alterações do conhecimento dos agentes (BARBIERI, 2001).

---

1 Presidente: Dilma Vana Rousseff – Partido dos Trabalhadores (PT); Vice-Presidente: Michel Miguel Elias Temer Lulia – Partido do Movimento Democrático Brasileiro (PMDB).

Os austríacos buscam o entendimento para os acontecimentos econômicos na ação dos indivíduos, originando-se da percepção de que a ação humana é fundamentada em planos individuais, a qual também envolve o conhecimento em geral dos agentes econômicos, como conjecturas empresariais e suas expectativas (BARBIERI, 2001).

A metodologia econômica utilizada na construção deste estudo se deu através da teoria austríaca dos ciclos econômico (TACE), e pelo seu método procurou-se interpretar a formação do ciclo recessivo, entre os anos de 2010-2019, a partir do setor imobiliário. Todas as fontes utilizadas são bibliográficas.

Para a descrição do ciclo recessivo utilizou-se as variáveis macroeconômicas: expansão monetária via crédito, taxa de juros SELIC e TJLP, PIB. O uso dessas variáveis se justifica por elas serem determinantes na interpretação dos ciclos pelos austríacos, a mais especificamente pelo Triângulo de Hayek.

Para compreensão sobre o comportamento dos juros na expansão da oferta de crédito direcionado ao setor imobiliário e conseqüentemente do ciclo, foram adotados o método descritivo e a técnica de pesquisa bibliográfica e documental, com os indicadores macroeconômicos serem dados secundários – obtidos de fontes bibliográficas. O método descritivo, que segundo Gil (2008, p. 28) “tem como objetivo primordial a descrição de características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis”, por meio da técnica de pesquisa bibliográfica.

## **2 OS FUNDAMENTOS DA ESCOLA AUSTRÍACA PARA A INTERPRETAÇÃO DE CICLOS ECONÔMICOS**

Nesta seção serão apresentados os elementos que compõem os fundamentos da teoria austríaca dos ciclos econômicos considerados relevante para análise do problema proposto.

### **2.1 Aspectos Introdutórios À Teoria Austríaca**

A escola austríaca parte do entendimento de que a economia deve ser analisada através de razões lógicas dedutivas, possuindo como ponto central da análise, o indivíduo. A ciência que estuda o homem entende que estes expressam seus valores subjetivos, ou seja, alterando constantemente sua compreensão de meios e fins devido às diferentes informações existentes e difundidas no mercado, o que direciona suas ações ao longo do tempo na busca para atingir diferentes objetivos (HARRIS, 2013).

O subjetivismo considera que a ação humana se estabelece sempre sob condições de incerteza genuína e não mensurável (IORIO, 2011). A praxeologia é a ciência que busca estudar a ação humana devido ao fato de que indivíduos agem e usam meios escassos para alcançar objetivos distintos, o que pode ser um elemento importante, caracterizando assim a essência humana (MULTIFACE, 2007).

É importante destacar que a Escola Austríaca não crê em previsões fundamentadas matematicamente, mas considera previsões de tendências genéricas e qualitativas, sobretudo, com a função de identificar desajustes causados por intervenções institucionais praticadas sobre o mercado (HARRIS, 2013).

Sob o entendimento de que o processo de mercado é dinâmico de descoberta, coordenação e descoordenação social, os empresários buscam prever os movimentos na demanda e na oferta para seus produtos (HARRIS, 2013). Os mais bem-sucedidos são justamente aqueles que da melhor maneira são capazes de adiantar-se às condições futuras nos seus respectivos ramos de atuação. Entretanto, há de se observar que as previsões não serão perfeitas, devido ao fato de o conhecimento dos agentes ser imperfeito, incompleto e disperso, pois, em caso contrário, não existiriam lucros e perdas nos negócios (MENDONÇA; SACHSIDA, 2012).

## 2.2 O Sistema de Preços como Coordenador das Decisões Econômicas

A teoria dos ciclos econômicos austríaca resulta da associação das teorias dos preços, da moeda, do capital e do processo de mercado, tendo como ponto central o fato de que os ciclos econômicos são provocados por fatores monetários, mas formados por fatores reais (HARRIS, 2013).

O sistema de preços tem como função transmitir sinais para que os diferentes participantes do processo de mercado possam coordenar seus planos no decorrer do tempo, sendo esse o único meio de descoberta das informações que são importantes. Os preços não dependem dos custos; na verdade, eles respondem à ação humana de demandantes e ofertantes, podendo estar acima ou abaixo dos custos, gerando, assim, lucros ou prejuízos aos empresários (IORIO, 2011).

Como os mercados são dinâmicos, ainda que o sistema de preços seja um importante canal de transmissão de informação, os agentes econômicos agem de forma descentralizada, e nenhum deles possui informações perfeitas, visto que informações subjetivas são constantemente criadas. Portanto, uma vez que nenhum agente detém a totalidade de conhecimentos para a tomada de decisões, haverá imperfeições nos mercados e o estado de equilíbrio nunca será alcançado, embora os mercados tendam para ele (HARRIS, 2013).

Essa concepção é muito presente na obra de Hayek, que entende que os ciclos econômicos não se desenvolvem através da utilização de um sistema estático, em que os agentes realizam suas transações com base em informações perfeitas, mas sim que, com o foco em mercados e economias como um sistema em movimento, observa-se que em todas as flutuações da atividade econômica estão presentes problemas de informações em nível agregado (ROSENDE; JURGENSEN, 1993).

Sendo assim, da mesma forma que os filósofos se perguntam sobre o que os indivíduos são capazes de saber sobre o mundo, o economista investiga como os agentes econômicos obtêm conhecimento sobre os mercados. Dada a realidade, na qual o conhecimento humano contém um inevitável componente de indeterminação e imprevisibilidade, visto que, a capacidade da mente humana impossibilita a compreensão integral da complexidade dos fenômenos sociais e econômicos, constata-se que o processo de mercado nasce do fato de que o conhecimento humano é imperfeito. (IORIO, 2011).

Dada a dispersão dos conhecimentos e a dinâmica dos mercados, os empresários que atuam em diferentes estágios de produção decidem sob a condição de incerteza, porém, são orientados pelo sistema de preços. Simultaneamente, as decisões desses agentes econômicos resultarão em alocações particulares de recursos, baseadas em suas próprias expectativas ao longo do tempo. Dessa forma, através da consolidação do tempo e do dinheiro, surgirá a estrutura de capital (HARRIS, 2013).

A estrutura de capital possui estágios de produção com características de heterogeneidade e complementariedade. Ou seja, os investimentos ocorrem em uma estrutura de produção integrada. Nesse processo de coordenação intertemporal, a relação dos preços dos bens presentes relativamente aos bens futuros é fundamental para compreensão da distribuição da estrutura do capital. Segundo os austríacos, quando o dinheiro novo entra na economia ocorre um gasto, inicialmente, em bens e serviços específicos, logo, a demanda por esses produtos aumenta em relação à demanda dos demais, elevando os seus preços relativamente aos demais preços. Percebe-se que o aumento na quantidade de dinheiro tem efeitos reais na economia, e esses efeitos agem sobre os preços relativos dos bens, influenciando na alocação de recursos na estrutura de produção entre bens de capital e bens de consumo (IORIO, 2001).

Segundo Soto (1980), os bens de capital na percepção da escola austríaca são objetos físicos que vão sendo conduzidos para fins específicos pelos indivíduos. Para os austríacos, a taxa de juros é o sinalizador das decisões entre os ativos presentes em relação ao futuro, sendo esta taxa o mecanismo de transmissão de informação. É através do movimento desse preço relativo que se materializam as mudanças nos padrões de gastos e de produção. O sistema capitalista possui características importantes, e nele os fatores originais (terra, trabalho) são dedicados à obtenção de bens de consumo no futuro. Ao aumentar o processo de produção, é possível obter uma quantidade maior de bens de consumo, criando uma mudança no processo de produção de mais curto para mais longo prazo.

Essa mudança na alocação de recursos dentro do processo de produção ocorre quando há uma queda no consumo imediato devido ao aumento de poupança. Tal fato eleva a quantidade de recursos disponíveis para empréstimos e a criação de crédito sustentável, possibilitando um cenário favorável para investimentos que devem ser realizados em uma estrutura de produção interligada,

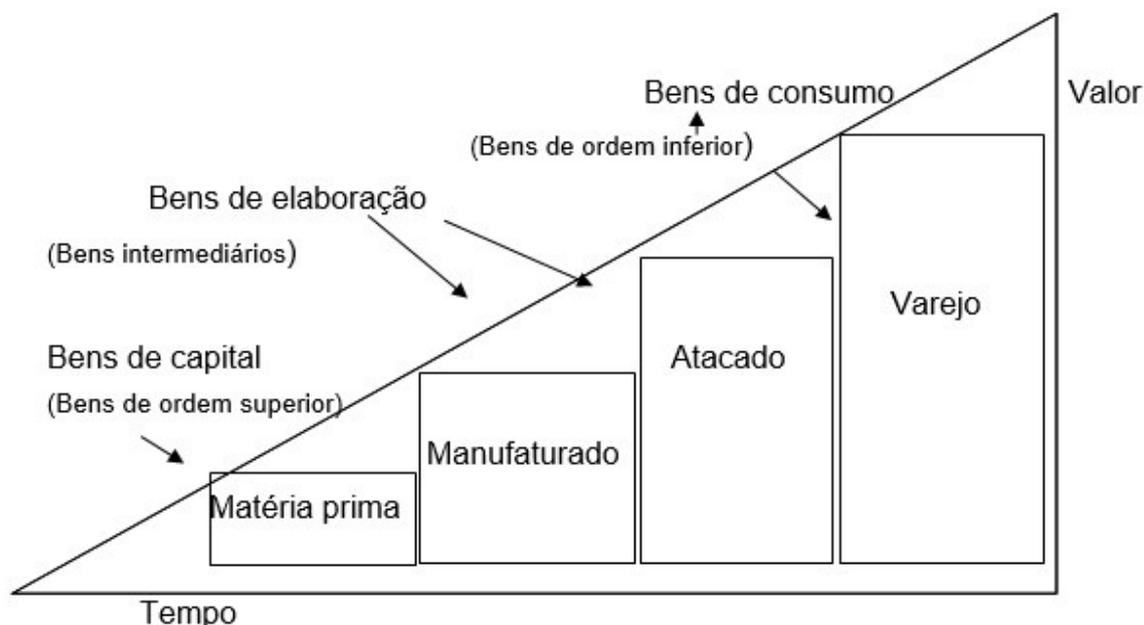
isto é, em uma série dependente e interligada de investimentos complementares mais aprofundada, que no futuro poderão vir a baratear o bem final (ROSENDE; JURGENSEN, 1993)

### **2.3 A Teoria dos Ciclos: Exposição pelo Triângulo de Hayek**

O modelo de representação da estrutura do capital conhecido como triângulo de Hayek, é utilizado para o entendimento da relação entre os bens de consumo finais e a estrutura de produção no decorrer do tempo, observando suas etapas anteriores. (HARRIS, 2013). E nele, ou através dele, se observa o desenrolar das fases cíclicas quando se cria artificialmente a moeda.

Uma questão importante para a teoria dos ciclos é a observação da relação mútua entre os planos dos poupadores e investidores e os planos dos consumidores e produtores. O instrumental utilizado por Hayek parte da razão de que a estrutura da economia tem duas dimensões – valor e tempo, e de que é possível utilizar triângulos e retângulos para representá-la. Os triângulos representam a estrutura de produção da economia com seus variados estágios, e os retângulos os setores que são originados em cada um dos estágios (IORIO, 2011).

**Figura 1 - Triângulo de Hayek**



Fonte: Da Autora, elaborado com base em Iorio (2011).

Uma estrutura de produção simples (Figura 1), com apenas quatro setores, quais sejam: o da matéria prima (bem de 4ª ordem), manufaturado (bem 3ª ordem), atacado (bem 2ª ordem) e varejo (bem de 1ª ordem) (IORIO, 2011). Os estágios (retângulos) representam os processos de produção, os quais são inter-relacionados, desde os bens de mais elevada ordem até aqueles mais perto do consumo final, existindo entre eles uma combinação, em que os bens de capital mais heterogêneos (que são produzidos com os fatores originais: terra e trabalho) são utilizados para dar início aos bens de capital mais elaborados, e depois da necessária espera iniciam os bens de consumo (SOTO, 1980). Ou seja, o triângulo parte da ideia concebida por Menger e depois desenvolvida por Bohm-Bawerk de que os bens de capital são heterogêneos, e complementam-se em diferentes graus de forma intertemporal ao longo dos estágios da estrutura de produção, desde os bens de consumo final (bens de ordem inferior) até os bens de capital (bens de ordem superior) (IORIO, 2011).

A situação de crescimento econômico sustentável se caracteriza pela taxa básica de juros ser a representação da “taxa natural de juros”, a qual surge da relação existente entre agentes superavitários e deficitários, e concentrando-se no fato de que a alocação intertemporal é motivada principalmente por variações nos

preços relativos dentro da estrutura de capital, e não somente no nível de preços. Desta forma, entende-se o porquê de a moeda não ser neutra (HARRIS, 2013).

A taxa de juros é o preço relativo básico sobre o qual se estrutura a análise, numa relação entre preços relativos e esperados de uma cesta de bens. Assim, uma queda na taxa de juros afeta as decisões dos empresários sobre a forma e o volume de seus investimentos, promovendo a formação de bens de capital. Isso se deve ao fato de que os empresários interpretam a queda na taxa de juros como um sinal de que os consumidores estão economizando mais porque preferem consumir no futuro (ROSENDE; JURGENSEN, 1993).

Segundo a Escola Austríaca, em um contexto sem interferência de qualquer ordem, a elevação do crédito bancário deriva de uma diminuição da preferência temporal, causando um aumento na relação entre poupança e consumo. Esse fato tem como resultado a ampliação de recursos para empréstimos no setor bancário (MENDONÇA; SACHSIDA, 2012). Ou seja, a poupança não só causará uma reestruturação da produção em função dos custos empresariais mais baixos e consequências das taxas de juros menores, mas também sinalizará que futuramente haverá um novo padrão social de consumo que deverá ser atendido com alterações na estrutura de produção (HARRIS, 2013).

Portanto, uma situação em que há uma queda na taxa de juros devido a um aumento na poupança, estaria sendo refletida de forma verdadeira às preferências temporais dos agentes, e o crescimento seria gerado por meio do aumento do crédito saudável, pois em uma situação com menos gastos, os recursos que antes eram direcionados para o consumo passam a ser conduzidos para criação de novos bens de capital e uma nova estrutura de capital mais aprofundada tem origem, sem pressão sobre o nível de preços (MENDONZA; SACHISDA, 2012).

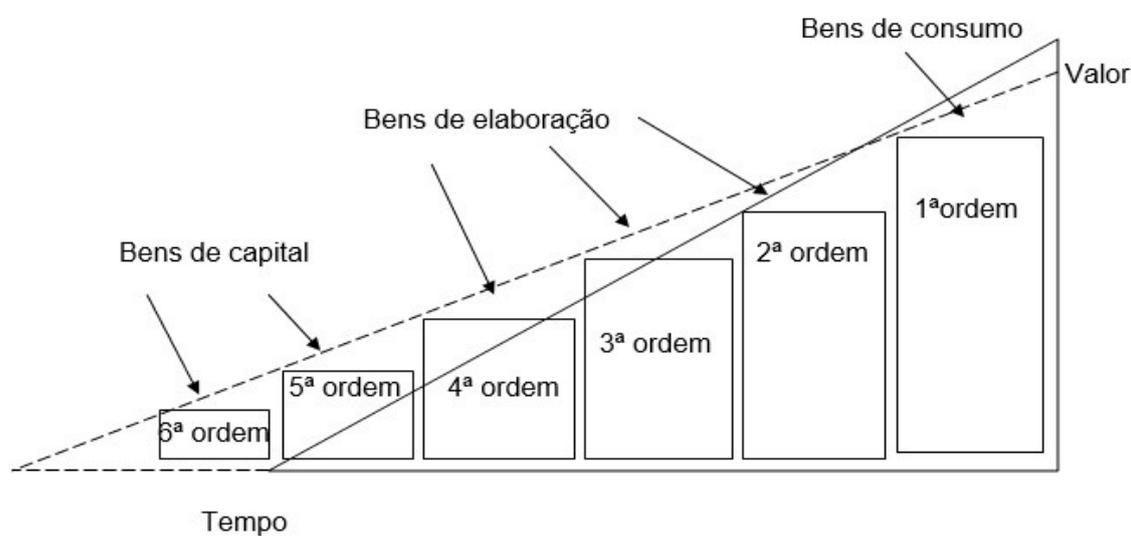
Em situações em que ocorre o aumento da oferta de moeda não lastreado em poupança, e que, embora sendo um fato monetário, se manifesta no setor real da economia, na estrutura do capital, o resultado observado será por um largo período o crescimento econômico (expansão), seguido de uma profunda contração econômica (depressão) (IORIO, 2011). Ou seja, a teoria dos ciclos austríaca avalia que o erro cometido pelos indivíduos, na avaliação dos sinais dos preços, tem uma importante incidência sobre a trajetória de variáveis reais. Quando a taxa de juros baixa de maneira artificial sem possuir lastro, acaba gerando distorções no mercado e, como já mencionado, os processos mais indiretos de produção tornam-se mais

atrativos. Os austríacos definem esse movimento como o aprofundamento do capital, para sinalizar que a base produtiva se alarga com a criação de novos estágios de produção mais afastados dos estágios de bem de consumo final ou bem de primeira ordem (HARRIS, 2013). Na sequência, portanto, apresentam-se as fases do ciclo.

### 2.3.1 A fase expansiva

Em uma fase expansiva natural, uma queda na taxa de juros gera um estímulo para investimentos mais longos, e a estrutura de produção aumenta o número de estágios que a compõem, havendo um maior investimento em bens de capital de ordem mais elevada em detrimento de bens de mais baixa ordem (bens de consumo) (IORIO, 2011).

**Figura 2 - Alargamento da estrutura de produção**



Fonte: Da Autora, elaborado com base em Iorio (2011).

A diminuição na preferência temporal viabiliza a liberalização de fatores de produção. O aumento da poupança reflete menos gastos e mais liberação de recursos para aumentar o crédito bancário. No que se refere ao setor real, o

aumento da poupança significa menos utilização de fatores produtivos, que poderão ser usados para novos investimentos por força da queda da taxa de juros, sem pressão sobre o nível de preços (MENDONÇA; SACHSIDA, 2012).

Nesse cenário, haverá deslocamento da força de trabalho para os setores de bens de capital devido ao aumento dos salários reais, pois o aumento da poupança causará a queda dos lucros nos setores que produzem bens de consumo, e uma elevação da demanda nos setores de bens de capital. (HARRIS, 2013).

Com os juros reduzidos artificialmente, por expansão monetária, alguns processos produtivos tornam-se “aparentemente” rentáveis, em especial os mais afastados dos bens de consumo (bens de ordens inferiores) e mais próximos dos bens de capital (bens de ordens superiores). Em uma situação anômala, esse alargamento da estrutura produtiva, causado por uma queda artificial da taxa de juros, acontece sem que haja uma mudança nas preferências temporais relacionadas ao consumo e a poupança (SOTO, 1980).

Com o passar do tempo, nesta situação, o aumento das rendas nos estágios que haviam demonstrado serem mais lucrativos, causará um aumento no consumo mais direto, pois, nesse caso, como não houve nenhum aumento na proporção a poupar, ou seja, não ocorreu diferença na preferência temporal a poupar, e sim uma mudança na alocação de recursos devido a um estímulo artificial, a relação entre o consumo-poupança se amplia, revelando um desequilíbrio. O que ocorre é que, como não há fatores de produção livres para cobrir a alta demanda no setor de bens de consumo, os empresários passam a reconsiderar seus investimentos, o que demonstra que o aquecimento da economia se sustenta apenas no curto prazo (IORIO, 2011).

Diferentemente dos economistas monetaristas e keynesianos - os quais ignoram a influência dos preços e a estrutura de produção em suas análises -, os austríacos trabalham com a percepção de que, quando cria-se determinada quantidade de dinheiro, este entra na economia de maneira desigual, pois se gasta prioritariamente em determinados bens e serviços, e apenas depois, lentamente, vai-se ampliando seus efeitos para outros setores da estrutura produtiva (SOTO, 1980).

Dessa forma, compreende-se que o conceito da neutralidade da moeda é falho, pois não identifica que os fatores monetários impactam não somente o volume de produção, mas também a sua direção (IORIO, 2011). O efeito da chegada do novo dinheiro conduz os empresários para a criação de novos negócios, ampliando-

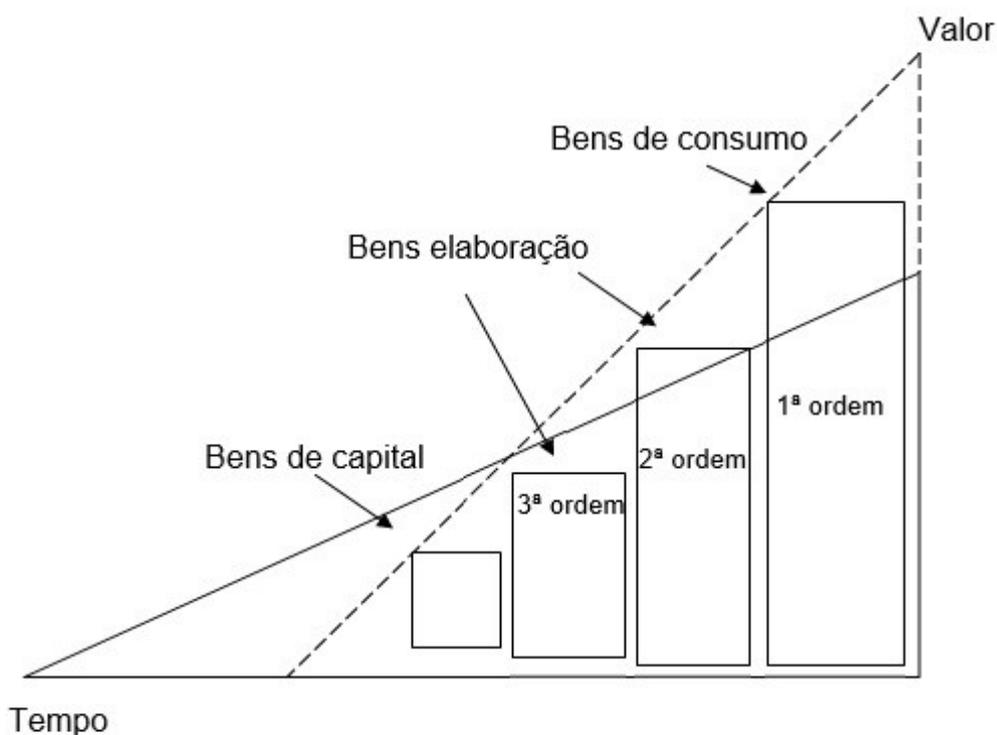
se as instalações já existentes. Portanto, determinados preços serão afetados primeiro, e, como consequência, altera-se a alocação de recursos (SOTO, 1980).

### 2.3.2 A fase recessiva

A partir do momento em que a fase expansiva começar a sinalizar seu esgotamento, devido ao provável aumento da taxa de juros para níveis acima dos seus níveis de equilíbrio de longo prazo, e conseqüentemente revelando a escassez de capital circulante após um intenso montante ter sido direcionado aos estágios de produção mais afastados dos bens de consumo final, os investidores começam a realocar o recurso, pois os retornos nos processos de produção indiretos diminuem em geral. Dessa forma, passando a ter uma disputa em favor dos processos de produção mais diretos, o que causará um estreitamento na base produtiva, notando-se, portanto, que a variação na taxa de juros afeta de forma desigual a estrutura de produção (Figura 3) (IORIO, 2011).

Reconhecendo-se que quanto maior a quantidade de moeda em circulação, menor será o seu valor e que esse não é um acontecimento imediato, mas sim um processo gradativo, subentende-se que aquele que fizer contato com o dinheiro no período inicial de inserção de moeda na economia passará a usá-lo com um valor maior. Entretanto, conforme esse processo se expande pela sociedade, a moeda corrente se desvalorizará e, com isso, os últimos a recebê-lo serão os que menos poderão usufruir do mesmo. Assim, ao mesmo tempo em que há uma expansão de crédito desigual que contribui para menores taxas de juros, há também um aumento da inflação. Conforme o tempo demonstra os erros cometidos, os mercados desfarão a má alocação. Eleva-se a taxa de juros, o que reflete a escassez de capital. É possível observar que há um problema temporal no processo como um todo, o que não aconteceria numa situação sem estímulos monetários (HARRIS, 2013).

**Figura 3 - Destruição produtiva**



Fonte: Da Autora, elaborado com base em Iorio (2011).

A inflação observada a longo prazo é considerada um fenômeno monetário, pois a alocação intertemporal é influenciada especialmente por variações nos preços relativos, modificando os sinais emitidos pelos preços ao longo da estrutura de capital (HARRIS, 2013). Ocorre que, a partir do momento que as rendas nos setores de bens de capital crescem, a demanda por bens de consumo aumenta, fazendo com que os preços desses bens, aumentem em comparativo aos preços dos bens de capital. Com isso, caem os retornos nos estágios de bens capital, ao mesmo tempo em que sobem os retornos nos estágios de bens de consumo final (IORIO, 2011).

Após a percepção de que houve equívoco quanto à viabilidade econômica dos novos projetos (e a revisão dos planos dos investidores), projetos que antes pareciam viáveis serão abandonados, ocorrendo, portanto, um aumento nas atividades mais próximas ao consumo final, gerando pressão sobre o consumo e a disputa pelos fatores de produção. Como consequência, poderá se observar aumento no desemprego, aumento dos estoques, diminuição dos lucros e queda nas rendas nos estágios mais intensivos em capital, estes que anteriormente haviam se

expandindo, resultados decorrentes da má alocação de recursos criada através de expansão monetária (MENDONÇA; SACHSIDA, 2012).

Os investimentos que foram direcionados para o ponto mais afastado da estrutura de produção, passam a ser conduzidos para os estágios mais próximos ao consumo final, provocando uma mudança na alocação de recursos, e assim revelando a descoordenação entre os planos de poupança e investimento do setor privado. É possível observar que a política monetária afeta os preços relativos de maneira desigual alternando a estrutura temporal da estrutura de produção (IORIO, 2011).

Portanto, depois que a distorção no processo produtivo se estabelecer frequentemente após o estímulo creditício vindo do Banco Central, torna-se inviável o mesmo a correção de forma simples. As duas alternativas do Banco Central tornam-se: dar sequência com a política expansionista, ou colocar em prática uma política contracionista: a primeira gerará inflação, e a segunda falências. A correção, apesar de amarga precisa ser encarada, pois quanto maior for a expansão de crédito sem lastro, maior também será a depressão econômica. Entretanto, a correção enfrenta dificuldades: políticos e divergências técnicas entre economistas (HARRIS, 2013).

### **3 A NOVA DÉCADA PERDIDA: UM CENÁRIO INTRODUTÓRIO**

Crises jogam ao mesmo tempo com as circunstâncias e o conhecimento. Situações de crises muitas vezes pedem respostas rápidas e capacidade de enxergar de uma forma mais ampla o que está acontecendo, sendo uma troca entre circunstâncias e conhecimento. Na esteira da turbulência financeira global de 2008, os bancos públicos passaram a ser cada vez mais usados como instrumento de política anticíclica para evitar os efeitos recessivos. Este capítulo apresenta uma contextualização a partir de variáveis macroeconômicas, selecionadas do que ocorreu na economia brasileira durante o governo Dilma.

#### **3.1 2008: A Crise Financeira Internacional**

A crise financeira de 2008 iniciou com o estouro da bolha imobiliária norte-americana e transcendeu para o sistema bancário, tornando-se sistêmica devido à alta exposição e fragilidade dos bancos internacionais à economia dos EUA, epicentro da crise, e a integração dos sistemas financeiros internacionais. A quebra do banco de investimento Lehman Brothers revelou os problemas de má alocação dos ativos causando incertezas sobre os bancos americanos e europeus e gerando a implosão do sistema financeiro internacional (BACHA, 2016).

Com o aumento da aversão ao risco, as linhas de crédito diminuíram consideravelmente, e, com os bancos e financeiras emprestando menos, logo os efeitos começaram a ser sentidos na economia real pelo mundo. No Brasil, observou-se a dinâmica de políticas econômicas expansionistas, sobretudo com destaque para a expansão de crédito a qual foi sustentada predominantemente pelos bancos públicos, visando manter a atividade econômica, de forma a reverter o cenário de instabilidade sentida como uma “marolinha” em 2009, mas com a estabilidade se reestabelecendo devido aos efeitos cumulativos do ciclo das commodities (FOLESCU, 2010).

#### **3.2 A substituição do crédito privado pelo público no Brasil**

Os efeitos da crise internacional começaram a ser sentidos no Brasil em setembro de 2008 de maneira mais intensiva, por meio da alteração nos fluxos de

capitais estrangeiros e pela contração do mercado de crédito, ocasionando a desaceleração no investimento e no consumo (FRIOLIM, 2017). O governo brasileiro propôs políticas anticíclicas para fomentar a economia e recuperar o crescimento, políticas essas que foram marcadas pelo expansionismo fiscal e monetário. Dentre elas, o instrumento utilizado no Brasil que mais chamou a atenção foi o uso da expansão das carteiras dos Bancos Públicos através dos créditos direcionados aos setores agrícola e habitacional, assim como a atribuição de maior importância ao BNDES (BOLLE, 2015).

Na literatura, há amplo debate relacionado aos efeitos do direcionamento de crédito sobre a alocação de recursos e taxas de juros praticadas no sistema financeiro. Um dos pontos questionados é se as taxas subsidiadas desta modalidade pressionam a taxa livre de mercado para cima. Isso aconteceria porque os bancos privados se veriam prejudicados e repassariam os prejuízos para o crédito livre. Assim, a imposição de condições restritivas no mercado de crédito pode ocasionar custos fiscais ocultos, criando distorções no mercado de crédito (BARROS, 2018).

Os empréstimos com recursos direcionados elevaram-se 28,3% em 2010, somando um total de R\$589,8 bilhões em dezembro, ante elevações anuais de 29,1% em 2009 e de 29,4% em 2008, destacando-se o impacto do crescimento de 26,4% das operações do BNDES, que totalizaram R\$357,8 bilhões, o correspondente a 60,7% destes empréstimos. As operações de crédito habitacional com recursos da poupança e do FGTS e de crédito rural obtiveram elevações anuais de 50,4% e 10,3%, respectivamente (BCB, 2010). Em 2009, ano em que o Brasil teve queda no PIB, também se iniciou uma gradativa redução na taxa básica de juros (SELIC), isto é, uma injeção monetária no sistema, ou um aumento da liquidez, ou a expansão creditícia, que visou estimular a demanda por bens e serviços, e a retomada do crescimento do produto interno (SEGALA, 2017).

A taxa básica de juros em março 2010 registrava, até então, seu menor patamar, na casa de 8,75%, enquanto a economia brasileira marcava um crescimento anual de 7,5%, resultado bastante expressivo quando se considera um cenário de forte instabilidade internacional. No entanto, em meados de 2010, esse estímulo levou à aceleração da inflação, e o COPOM voltou a aumentar as taxas de juros até meados de 2011. Vale destacar que as políticas anticíclicas aplicadas pelo governo foram favorecidas por um arranjo construído anteriormente. Desde 1999, a política macroeconômica brasileira foi pautada pelo chamado “tripé

macroeconômico” que consiste em estabelecer metas de inflação, câmbio flutuante e superávit primário, muito presente nos primeiros anos do governo Lula (CASTRO, 2014).

### **3.3 O Efeito Dilma**

Empenhado em eleger sua sucessora, o presidente Lula deixou-lhe um problema de estabilização. A inflação aumentou de 4,3% em 2009 para 5,9% em 2010 e o crescimento, que marcava 7,5% em 2010, precisava ser desacelerado (GIAMBIAGI, 2011). A acentuada elevação da inflação vinha não apenas de problemas no cenário internacional, mas também das políticas de expansão desenfreada do crédito público e gastos do governo.

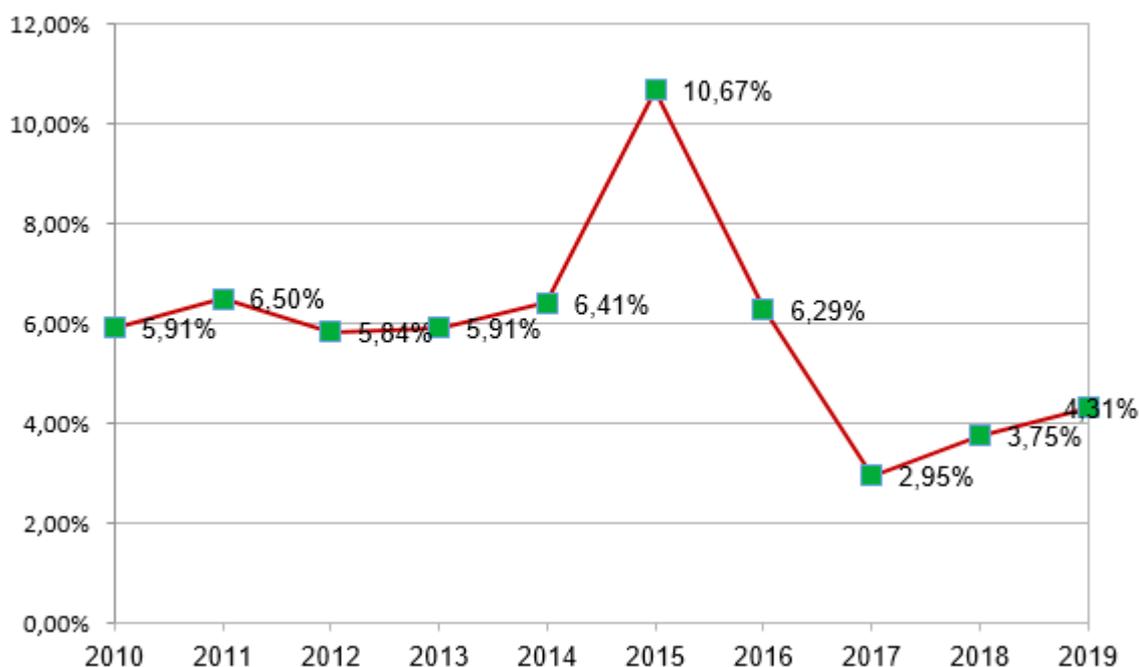
Em uma economia aquecida, a autoridade monetária reduz as injeções de moeda no sistema, o que eleva a taxa de juros, e reduz a demanda por bens e serviços. O principal resultado desta política é a queda da taxa de inflação para próximo a meta. Em outras palavras, a política de metas de inflação permite o crescimento do produto com estabilidade de preços (SEGALA, 2017).

No Brasil, é o Conselho Monetário Nacional (CMN) que define um alvo para o IPCA (o índice oficial de inflação no Brasil), com intervalos de tolerância para essa meta central, balizando as decisões de política monetária do Banco Central. Assim, o Comitê de Política Monetária toma decisões acerca de injeções e contrações de moeda no sistema bancário, que leva a aumentos e reduções da Taxa Selic (a taxa básica de juros brasileira), gerando um certo resultado de inflação (SEGALA, 2017).

Nesse contexto, Dilma assumiu o comando o governo em 2011 tendo que enfrentar um cenário pouco favorável; a exemplo, na Europa ainda buscava-se direções para aliviar as sequelas geradas em 2008. A presidente eleita e sua equipe econômica escolheram aprofundar o modelo do seu antecessor e continuar insistindo em políticas de expansão da demanda e nas possibilidades de afrouxamento fiscal, que, por sua vez, alcançaram bons resultados no governo Lula durante o estopim da crise de 2008, causando a ilusão de que tais práticas anticíclicas de fomento à demanda deveriam perdurar nos anos seguintes (BOLLE, 2016). Entretanto, em 2011, a economia brasileira registrou crescimento de apenas 3,97% no PIB ante 7,5% em 2010 e a variação do IPCA atingiu 6,50% ante 5,91% no ano anterior, o que demonstrava um crescente distanciamento da meta

inflacionária de 4, 50% e um crescimento econômico inferior às projeções de 4% do Banco Central (BCB, 2011)

**Gráfico 1 - Inflação acumulada 2010-2019 (%)**



Fonte: IBGE – IPCA índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo.

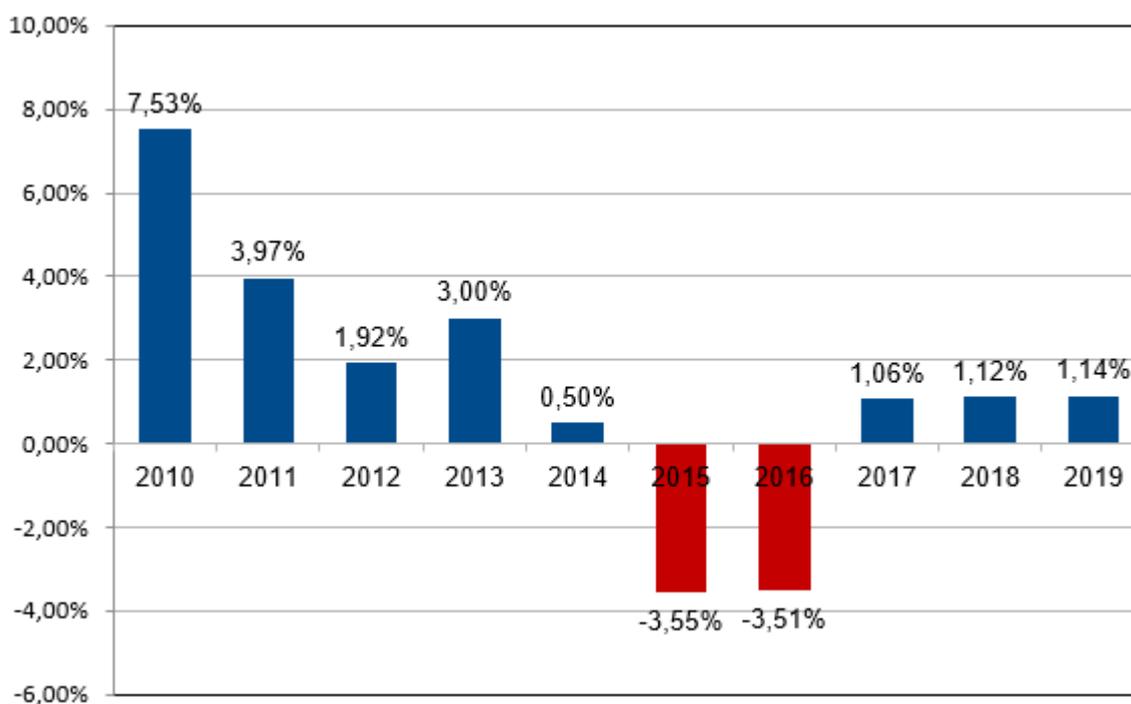
Através do gráfico 1 é possível observar que a inflação manteve-se acima da meta durante todo o governo Dilma, demonstrando forte aceleração a partir de 2014. Entre as alternativas adotadas pelo governo Dilma para tentar combater a elevação de preços, destaca-se as medidas de contenção do reajuste dos bens e serviços de preços administrados, como energia elétrica e combustíveis (CASTRO, 2014). Durante os primeiros anos de Dilma, o governo mostrava-se comprometido em diminuir os juros e tornar o crédito mais acessível, para assim fomentar o consumo e os investimentos, o que em sua percepção se converteria na manutenção de um longo ciclo de crescimento. Entretanto, a continuidade dos instrumentos utilizados para mitigar os efeitos de 2008, ou seja, um modelo de crescimento ancorado no fomento do crédito e do consumo ia na contramão da realidade que o país vivenciava. O crescimento da produtividade era desproporcionalmente menor ao aumento do salário real. O país também vivia um período de déficits em Conta-Corrente e a inflação aproximava-se do limite tolerável de 6, 5% a.a. (BOLLE, 2016).

Visando alcançar os objetivos de crescimento no que se refere à política fiscal, foi implementada a desoneração de setores estratégicos; como por exemplo o automobilístico e a linha branca. Essas desonerações tinham como objetivo estimular a demanda desses setores já que eles possuem encadeamentos importantes que proporcionam efeitos multiplicadores, o que, por sua vez, auxiliam na promoção do crescimento econômico do país (CASTRO, 2014). Basicamente, a política econômica no governo Dilma consistia em expansão do crédito, maior tolerância à inflação, uma política fiscal mais frouxa e uma maior presença do Estado na economia; o que seria chamado de Nova Matriz Macroeconômica (IBRE, 2013).

Passado o período mais agudo da crise de 2008 os bancos privados voltaram a expandir o crédito, porém a taxas de crescimento cada vez menores, enquanto para os bancos públicos as taxas se aceleraram cada vez mais. E é em 2013 que o panorama muda: os bancos públicos passam a liderar a expansão do crédito, com taxas de crescimento elevadas, distanciando-se cada vez mais dos bancos privados, que ainda que tenham mantido a expansão creditícia, tiveram suas taxas de crescimento reduzidas. Somente em 2016 houve uma mudança na trajetória: a redução do crédito foi feita por todas as instituições financeiras, públicas e privadas (SEGALA, 2017)

O crédito direcionado aumentou com a Nova Matriz Econômica, a qual tinha como um de seus objetivos fortalecer os chamados “campeões nacionais”, que se tratavam de grandes empresas nacionais que, para crescer, demandavam crédito, e o BNDES as financiava a juros subsidiados, ou seja, abaixo da taxa Selic. Na percepção do governo, essas empresas contribuíam positivamente para colocar o país novamente em uma trajetória de forte crescimento (SEGALA, 2017).

Porém, em 2014, o ano que marcou a reeleição de Dilma encerrou com quadro complexo, com a estagnação da atividade econômica, e com o PIB crescendo 0,1% que se combinava com a persistência de pressões inflacionárias muito acima da meta, com aumento do déficit externo e com a piora das contas públicas (IPEA, 2014).

**Gráfico 2 - Produto interno bruto taxa de variação real 2010-2019**

Fonte: IBGE (2020)

Em 2014, começou a ser revelado a relação conflituosa entre a política monetária e a política fiscal. O governo defendia até então que política fiscal deveria ser utilizada para auxiliar a atividade sempre que fosse necessário. Mesmo com toda a atenção voltada para a manutenção do crescimento os resultados referente ao período de 2010-2019 foram críticos. Como demonstram os gráfico 1 e 2 além da elevada inflação o PIB sofreu com grandes oscilações sendo fortemente impactado por uma crise fiscal, que levou o país a recessão entre 2014 e 2016. (FERREIRA; CARDOSO, 2016).

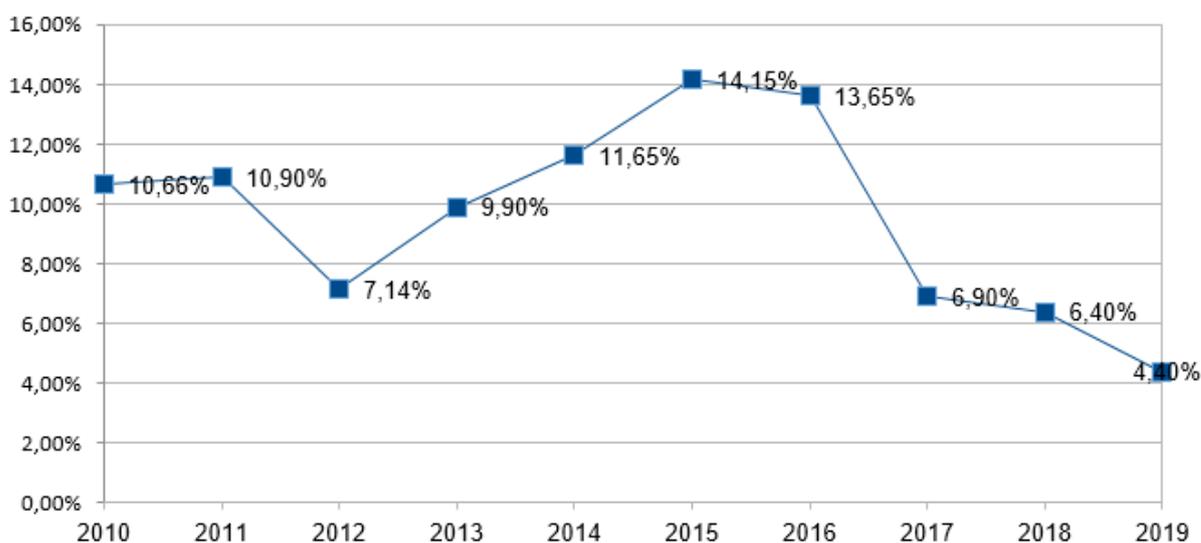
### 3.4 O Mecanismo de Expansão Monetária por Via Fiscal

O afrouxamento quantitativo brasileiro ocorreu através de sucessivas capitalizações do BNDES pelo Tesouro Nacional a custos subsidiados, o que repercutiu sobre a potência da taxa SELIC como instrumento de política monetária. O uso do BNDES, da Caixa Econômica Federal e do Banco do Brasil como

instrumento de provisão de financiamento para turbinar gastos obstruía a tarefa do Banco Central de manter a estabilidade dos preços (BOLLE, 2015).

O Tesouro Nacional e o BNDES criaram uma série de pressões orçamentárias. Do lado da política monetária havia o BNDES expandindo o crédito, e, em contrapartida o Banco Central tentando manter a estabilidade de preços através da SELIC. Logo, ao mesmo tempo em que o BNDES está trabalhando com taxas subsidiadas ele faz com que parte dos mercados de crédito não respondam à taxa de juros SELIC. Dessa forma, o BC precisará elevar ainda mais a taxa de juros para manter os preços sob controle como é possível observar no gráfico 3 esse movimento ocorreu, a SELIC apresentou forte tendência de alta a partir de 2012, e isso prejudica a produtividade, o investimento e o crescimento econômico causando distorções microeconômicas (BOLLE, 2015).

**Gráfico 3 - Taxa de juros SELIC (%) a.a%**



Fonte: COPOM (2020).

Quando o preço do crédito de longo prazo não condiz com a realidade do mercado por imposição do governo haverá distorções entre a oferta e a demanda. Por exemplo, se as taxas predeterminadas não compensam as instituições financeiras pelo risco de emprestar no longo prazo, essas instituições não deverão oferecer esse tipo de crédito. Quem o fará serão os bancos públicos, por determinação do governo. Isso gera um problema de “seleção adversa”, pois, a

medida em que o governo empresta em termos subsidiados, ele captará os melhores tomadores de empréstimo no sistema (BOLLE, 2016).

Folescu (2010) destaca que o problema do crédito público é que este demonstra pouca sensibilidade às mudanças na taxa de juros. Ou seja, a oferta de crédito passa a ficar menos sujeita às variações na Selic dada pela autoridade monetária do que aos desejos políticos do governo.

No caso do BNDES, visto que seus empréstimos são concedidos a taxas subsidiadas, o custo do financiamento fornecido pela instituição não aumenta quando o banco central sobe as taxas de juros. Esse movimento, como já mencionado prejudica a atuação da autoridade monetária. O resultado disso é inflação mais alta, taxas de juros do crédito privado mais elevadas aumentando a diferença entre as praticadas pela organização e pelo setor privado. Quando o governo concede subsídios creditícios e isenções tributárias a setores “escolhidos” sem critério claramente definido, as empresas não agraciadas enfrentam a luta pela sobrevivência (FERREIRA; CARDOSO, 2016). A questão está no Estado direcionar esse recurso, optando por seguimentos específicos em detrimento de outros, pois, fica a análise de qual competência ele tem frente ao mercado para tomar tal decisão.

O crédito é um dos pilares de uma economia de mercado. É ele que permite que empreendedores se financiem para implantarem suas ideias, e que consumidores possam comprar seus bens de consumo, sejam eles duráveis ou não. É através dos sistemas bancário e financeiro que os indivíduos que poupam (a oferta de crédito) se conectam aos indivíduos que necessitam de financiamento (a demanda por crédito) (SEGALA, 2017).

Ao modificar as relações de troca artificialmente, altera-se o sistema de preços de um mercado livre. Os sinais emitidos por esse sistema serão, inevitavelmente, mal interpretados. Devido à falta de uniformidade com que os preços se alteram, os empresários encontrarão dificuldades de efetuar seu planejamento e seus investimentos, pois não conseguirão mensurar corretamente as demandas de seus consumidores. Torna-se difícil para os empreendedores distinguir aquilo que é duradouro daquilo que é transitório (SEGALA, 2017).

O propósito do governo com o direcionamento da oferta de crédito era fomentar setores fundamentais para a economia, como o setor industrial através essencialmente do BNDES, o setor rural utilizando o Banco do Brasil e o setor habitacional com maior participação via Caixa Econômica Federal. (FRIOLIM, 2017)

A partir da descrição feita, é possível observar que, apesar das medidas expansionistas terem tido êxito logo após 2008, essas foram estendidas para além da capacidade de absorção da economia, o que gerou o desencadeamento do ciclo econômico devido a uma expansão intensa do crédito público à taxa subsidiada a setores escolhidos pelo governo, o qual tinha como principal objetivo a manutenção do crescimento econômico, mas que ocasionou uma quebra da confiança diante de um governo que fez gastos de forma imprudente. O capítulo seguinte busca identificar elos produtivos do mercado imobiliário um dos setores beneficiados pelas políticas expansionistas do período o qual o governo brasileiro participa ativamente como agente de fomento.

#### **4 MERCADO IMOBILIÁRIO: A COMPLEXIDADE DA CADEIA PRODUTIVA DE IMÓVEIS**

Os imóveis são bens duráveis e heterogêneos, visto que cada imóvel possui uma quantidade de características distintas. A longa cadeia produtiva e o tempo elevado de produção dos imóveis são características relevantes quando comparados aos demais bens consumidos pelas famílias, como, por exemplo, automóveis (MARQUES, 2015). O bem habitação é de difícil definição, pois os elementos que o compõe não são claramente definidos.

Segundo Mendonça (2013), no Brasil o governo participa ativamente do mercado imobiliário através do crédito direcionado, tendo a Caixa Econômica Federal como principal instituição de fomento do setor. O ciclo de expansão do mercado imobiliário teve alternância de dois regimes distintos. O primeiro, que abrange 2005 até início de 2009, foi marcado por fatores pró-mercado resultantes de alterações na legislação, crescimento da economia e aumento da renda real. A partir de 2009 quando os impactos da queda da atividade econômica no mundo começaram a surtir efeito no país, a situação se altera e a expansão monetária via crédito para as empresas e as famílias passa ser motivada por medidas adotadas pelo governo federal. O cenário desse momento, durante o período de políticas anticíclicas, é caracterizado pelos bancos públicos financiando as atividades privadas, gerando um estímulo no alargamento do sistema produtivo.

#### 4.1 Cadeia Produtiva e Efeito Multiplicador

O mercado imobiliário possui uma cadeia produtiva que se inicia no planejamento urbano e nas leis de edificações e chega à execução e à comercialização, sendo, ao mesmo tempo, um estimulador de emprego e crescimento econômico. A compreensão da cadeia do mercado imobiliário permite o conhecimento da relevância do setor para a economia. A definição de cadeia produtiva está associada aos vários estágios pelos quais as matérias primas movem-se, e assim vão sendo produzidas em bens e serviços que serão comercializados junto ao público, e, por esta, transitam fluxos financeiros, físicos e de conhecimento, que vão desde a matéria-prima até o produto finalizado. (FIEMG, 2013).

O mercado imobiliário se diferencia pela complexidade e características dos seus produtos. Como exemplo, é possível abordar os produtos da indústria da construção civil que compõem um elo importante dessa cadeia e se caracterizam tanto pela duração quanto pelo volume de recursos alocados. (ARAUJO, 2015).

Em razão da elevada participação no valor da produção e dos empregos gerados, a indústria da construção civil é o elo central da cadeia produtiva do setor imobiliário: é bastante heterogênea e seus produtos e serviços são bastante diversificados, assim como a forma de produção, que não resulta apenas da atividade de empresas formais, organizadas e estabelecidas legalmente no mercado, mas também da atividade de profissionais autônomos e de empresas informais. (FIEMG, 2013).

O mercado imobiliário, segundo a Associação Brasileira da Indústria de Materiais de Construção, é composto por quatro grandes elos: começando pela extração, que se interliga com a indústria de materiais da construção civil, seguido de comércio e serviços (ARAUJO, 2015).

**Quadro 1 - Elos da cadeia produtiva**

<b>Extração</b>	Madeira; minerais não-metálicos; minerais metálicos;
<b>Indústria de materiais de construção</b>	Não-orgânico; Químico e petroquímico; Metais não ferrosos; Siderurgia do aço; Máquinas e equipamentos;
<b>Comércio e serviços</b>	Comércio atacadista e varejista de materiais de construção; aluguel de máquinas e equipamentos; Arquitetura; Engenharia; serviços bancários; serviços de mão de obra; financiamento da produção; financiamento da comercialização;
<b>Construção</b>	Construtoras, incorporadoras

Fonte: Da Autora, com base no Construpusiness (2016).

O seguimento de materiais de construção apresenta as principais cadeias de insumos do setor, como por exemplo: areia, cal, gesso, brita, cimento, vidros, argila, madeira, cerâmicos, tintas, etc. Esse segmento possui maiores heterogeneidades, tanto em níveis produtivos quanto tecnológicos (HAGA, 2008). Nota-se que, para elaboração desses produtos industriais, utilizam matérias-primas de outras indústrias, tais como a indústria da mineração.

Parte dos materiais de construção é dirigida aos sistemas industrializados, enquanto outra parcela é direcionada ao comércio atacadista e varejista, responsável por encaminhar os materiais à construção imobiliária e à construção pesada de infraestrutura, conforme suas demandas. A construção civil se complementa aos setores de serviços imobiliários e de manutenção e reformas. O setor de serviços imobiliários comercializa as casas e os edifícios produzidos, já o setor de manutenção e reformas é responsável por ampliar o ciclo de vida das edificações (CONSTRUBUSINESS, 2016).

Logo, a Construção tem como produto final o bem que foi edificado ou é sujeito à reforma ou manutenção. São residências unifamiliares, prédios, escolas, hospitais, indústrias, estradas, pontes, saneamento, etc., todos estes produtos originados pela atividade do setor imobiliário, os quais configuram a etapa final de um processo que movimentou um conjunto complexo de atividades econômicas (FIEMG, 2013).

É também de suma importância atentar-se que devido à extensa cadeia produtiva, para que os negócios se desenvolvam de maneira eficiente, como por exemplo, as decisões referentes ao local da construção ou empreendimento, bem como tipo, quantidade e qualidade dos materiais que serão utilizados, o cuidado para com o bem-estar dos usuários são variáveis que devem ser mapeadas e validadas antes de se colocar em movimento qualquer outro elo da cadeia. Para esse trabalho multidisciplinar, é necessário a complementariedade de conhecimentos técnicos de engenheiros, arquitetos, economistas, geólogos, entre outros profissionais, que devem buscar, em conjunto, a garantia de que qualquer iniciativa gerada ocorra com o menor desperdício e com o maior benefício possível (CONSTRUBUSINESS, 2016).

A produção da cadeia da construção também se relaciona com as atividades da indústria de máquinas e equipamentos, uma vez que todas as etapas produtivas utilizam bens de capital para produzir seus produtos. Permeando a cadeia em seus diferentes elos, há também um conjunto grande de empresas prestadoras de serviços, como por exemplo, escritórios de advocacia, contabilidade, propaganda e marketing, serviços logísticos, serviços financeiros (seguros e financiamentos) e serviços de apoio à atividade econômica, de segurança, alimentação, tecnologia de informação, etc. (CONSTRUBUSINESS, 2016).

## **4.2 A Importância e a Dependência do Crédito**

Percebe-se que o mercado imobiliário, como um todo, movimenta uma expressiva cadeia industrial e, percorrendo a cadeia nas suas diferentes etapas, há necessidade de mão de obra em vários níveis, e também de serviços técnicos especializados, sendo esse setor um potencial gerador de empregos e indutor de crescimento econômico. No Brasil, o governo participa ativamente do mercado imobiliário através do crédito direcionado, tendo a Caixa Econômica Federal como principal instituição de fomento do setor. Porém, a partir de 2010, nota-se uma intensificação na expansão de crédito, a qual é motivada por ações de medidas anticíclicas (MENDONÇA, 2013)

Após o estouro da crise de 2008, o mercado imobiliário foi visto como um dos setores essenciais para sustentar e impulsionar a trajetória de crescimento econômico no Brasil. O seu processo produtivo extenso e a rápida absorção de mão

de obra de baixa qualificação desse mercado, está relacionado principalmente no elo relacionado a construção civil (SHIMBO, 2010). Ocorre que partir de 2011 os estímulos creditícios começaram a apresentar resultados pouco satisfatórios impactando gradativamente a atividade econômica. A expansão do crédito intenso; a produção de bens de capital, em conjunto com os bens de consumo. Há nesse período uma elevação da renda dos brasileiros, que traz consequências a expansão do consumo, pressionando a estrutura de produção.

A expansão de crédito se deu em diversas frentes como o programa de incentivo à habitação, o Minha Casa Minha Vida, através da Caixa Federal; o incentivo a indústria, através do BNDES financiando investimentos de longo prazo, como já mencionado; e o incentivo à agricultura, através do Banco do Brasil. A semelhança desses programas, é que os bancos públicos foram usados para realizar a política econômica, expandindo o crédito e aumentando a oferta monetária no Brasil, com taxas de juros abaixo das praticadas pelo mercado privado (FRIOLIM, 2017).

O crédito público que vinha em trajetória crescente desde o segundo governo Lula se intensificou no primeiro governo Dilma. Entretanto a expansão levou a uma disputa de investimento em bens de capital e bens de consumo, de forma que a produção de ambos se manteve relativamente constante, causando movimento oposto entre poupança e investimento e também uma maior mobilidade da força de trabalho a qual desloca-se em busca de maiores retornos. No mercado imobiliário as baixas as taxas de juros, elevação do emprego e da renda, assim como a implementação do programa Minha Casa Minha Vida contribuíram para o aumento da demanda das famílias por esse bem. Diversos investimentos foram iniciados, e em especial investimentos no setor de construção civil impulsionado pela onda crescente de incentivos financeiros (SEGALA, 2017).

Esses movimentos fizeram com que investimentos antes considerados pouco lucrativos passassem a ser interessantes, do ponto de vista do investidor. Novos empreendimentos são lançados, e para que isso ocorra, investimentos em máquinas e bens de capital terão que ser feitos, acirrando a disputa pelo crédito, tencionando a capacidade de produção da economia, alongando a estrutura de produção (SEGALA, 2017).

Ao observar a cadeia produtiva do mercado imobiliário, identifica-se o alto dinamismo do setor para a economia, devido a sua capacidade de geração de

emprego e renda e sua cadeia produtiva possuem um longo processo de maturação, o qual exige que os investimentos no setor sejam bem planejados, para que então possam tornar-se sustentáveis a longo prazo. Portanto, torna-se relevante o entendimento do alinhamento do ciclo do mercado com o cenário econômico que será abordado no próximo capítulo.

## **5 O CICLO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO DE 2010 A 2019**

A economia é um sistema dinâmico, onde diversos atores econômicos, sejam empresas, consumidores, famílias, governos, investidores, estão entrelaçados. A alteração da sua direção pode ocorrer por fatores inesperados que muitas vezes desafiam o entendimento habitual sobre política econômica, ou por imprudência governamental.

### **5.1 A Transição na Oferta de Crédito**

Há alguns mecanismos de transmissão de política monetária, e um deles é via canal de crédito, no qual a política monetária expansionista diminui os custos do crédito e eleva o número de empréstimos realizados aos agentes econômicos. Ao longo do ano de 2009, sob o argumento de políticas anticíclicas, os bancos federais reduziram suas taxas de juros, elevando a concessão de crédito (FOLESCU, 2010).

Um dos setores que obteve forte expansão de crédito foi o mercado imobiliário, pois a demanda por financiamento habitacional aumentou consideravelmente no começo da segunda década do século XXI. Boa parte dessa demanda foi fomentada pela diminuição da taxa básica de juros, promovendo o acesso de muitos brasileiros às linhas de financiamento, havendo forte incentivo tanto para aquisição quanto para construção de imóveis e obras grandes de infraestrutura (GONDIM, 2013).

Tabela 1 - Taxa de juros de mercado e taxa de juros reguladas, para crédito direcionado a pessoa física ao setor imobiliário. Média do período, entre 2011 e 2016.

Ano	Taxa de mercado média Financiamento Imobiliário	Taxa média regulada Financiamento Habitacional
2011	18, 72%	9, 07%
2012	14, 32%	7, 53%
2013	12, 67%	7, 31%
2014	14, 20%	8, 50%
2015	14, 12%	9, 42%
2016	15, 40%	10, 12%

Fonte: Da autora, com base em Segala (2017.)

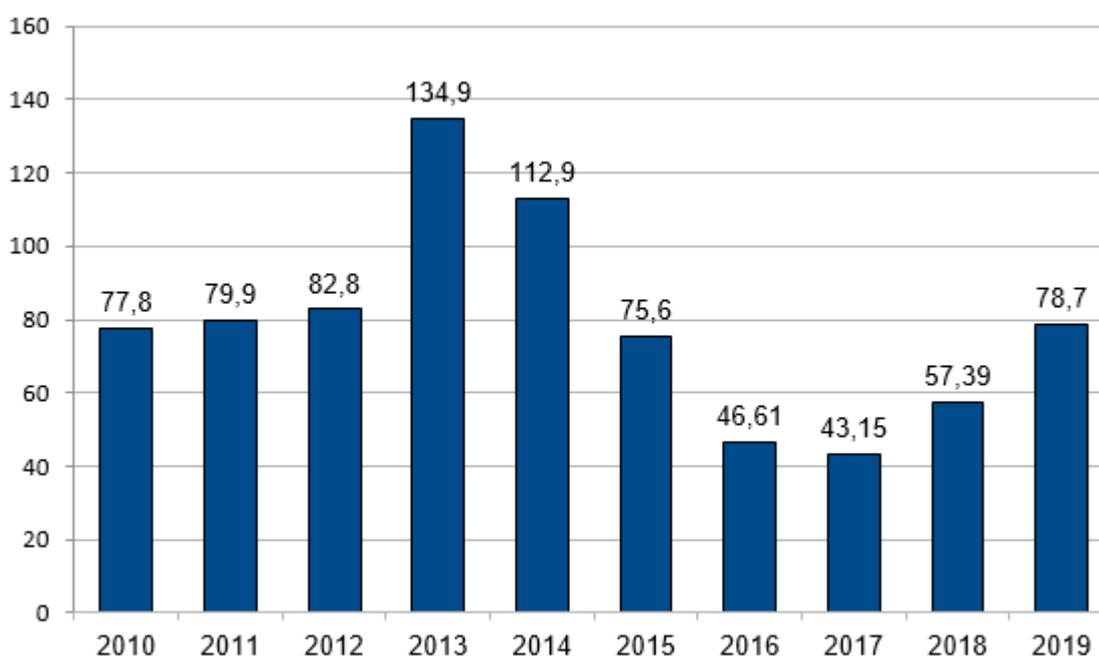
As operações de crédito com recursos direcionados são regulamentadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) ou vinculadas a recursos orçamentários, e destina, basicamente, a produção e ao investimento de médio e longo prazo. As taxas de juros dessa modalidade para o segmento imobiliário se estabelece através das taxas de mercado pelo sistema SFI, e habitacional através das taxas reguladas pelo sistema SFH (BCB, 2010). Uma particularidade no mercado de crédito brasileiro diz respeito a taxa de juros de longo prazo (TJLP), que no Brasil é determinada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e não pelo mercado, podendo ocasionar empréstimos de natureza duvidosa devido a segmentação causada por subsídios e taxas impostas que não atendem aos princípios básicos da alocação de recursos (BOLLE, 2015).

Como a SELIC é a taxa referencial da economia, os seus movimentos influenciam as demais taxas praticadas pelo mercado. Entre 2011 e 2012 a SELIC reduziu de 10, 90% para 7,14%, o que direcionou um aumento das expectativas dos investidores para alguns ativos, e, entre eles, investimentos no mercado imobiliário (SHIMBO, 2010). Taxas de juros baixas possuem o benefício de atrair os investidores e empreendedores para a economia real. Em um cenário de “normalidade”, as taxas de juros baixas tendem a elevar os investimentos em setores que demandem um tempo maior de maturação, como por exemplo a construção civil; entre outros, o crédito também se torna mais barato para a pessoa física, facilitando o acesso ao mercado de bens com valores mais elevados.

O movimento de queda da SELIC se desfez rapidamente, voltando a apresentar uma forte tendência de alta, alcançando 14,25% em 2015. Parte do movimento visualizado a partir de 2013 se deu pela necessidade de reduzir as pressões inflacionárias ocasionadas pelos estímulos realizados para conter os avanços da crise internacional (BCB, 2015).

Entretanto, o governo continuou a realizar expansões monetárias via canal de crédito. A evolução do crédito em habitação durante os anos de 2010 – 2015 foi bastante intensa, passando de R\$ 77,8 bilhões em 2010 para R\$ 134,9 bilhões em 2013, ano que atingiu o pico de elevação, podendo ser um dos fatores que contribuiu à manutenção do emprego e da renda. O processo de expansão do crédito coincidiu com a aceleração do consumo das famílias que vinha sendo ampliado por políticas de inclusão financeira adotadas pelo governo, favorecendo o acesso da população de baixa renda ao sistema bancário, o que elevou consideravelmente o número de pessoas aptas a consumir (FRIOLIM, 2017).

#### Gráfico 4 - Crédito direcionado a habitação a taxas reguladas



Fonte: ABECIP (2015). Valores em bilhões.

O volume de concessão de crédito habitacional com recursos da poupança tem trajetória de crescimento que se acentua a partir de 2008 e segue até 2013,

bastante influenciado por modificações na legislação e programas de incentivo para fomento desta modalidade de crédito direcionado conforme gráfico. A queda no nível de concessões se inicia a partir de 2013 e se acentua durante 2015 e 2016, se estabilizando em 2017 (BANDEIRA, 2020). A redução do crédito ocorreu devido ao esgotamento das políticas econômicas aplicadas no começo da década e que perduraram de forma excessiva causando desordenamento na economia, refletindo negativamente sob os níveis de preços, o índice de inflação registrado em 2015 chegou a 10,67% a.a.

É possível notar uma possível divergência na política monetária: o Banco Central mantém a taxa de juros básica da economia em valores considerados altos, ao mesmo tempo em que o crédito é expandido, principalmente por bancos públicos, que praticam taxas de juros abaixo da definida pelo Banco Central, que trariam aperto monetários e diminuiriam a inflação. Assim, a oferta monetária é expandida, mantendo a inflação de preços (SEGALA, 2017).

Apesar dos primeiros sinais de recessão, que começaram a se tornar visíveis no ano de 2014 com o PIB registrando crescimento de 0,50% a.a., a atividade imobiliária manteve-se em níveis relativamente estáveis, principalmente por conta da expansão do crédito, que apesar de ter diminuído em relação a 2013 continuava em níveis elevado. Esses parâmetros voltaram a ser alterados em março de 2016, já num ambiente de aguda crise política. Todo esse quadro atingiu fortemente as empresas do setor da construção. As empreiteiras foram as mais atingidas, tendo sido diretamente envolvidas nos escândalos de corrupção que começaram a ser investigados a partir de 2014 no âmbito da “Operação Lava-Jato” (CARDOSO; JAENISCH, 2017).

Em 2017 evidenciou-se um certo crescimento, porém ainda considerado lento e muito abaixo das expectativas do mercado (FERREIRA; CARDOSO). O mercado imobiliário teve seu crescimento movido pelo aumento do crédito direcionado ao setor, mas foi desacelerado a partir de 2015, com a recessão econômica que atingiu o país. Nos anos seguintes, o investimento se reduziu, a produção industrial teve quedas, e até mesmo o setor de serviços sofreu, levando a economia brasileira para uma recessão, que rapidamente se transformou em uma depressão, com dois anos seguidos de taxa de crescimento negativas. (SEGALA, 2017)

## 5.2 Dilemas e Escolhas

O cenário pós 2008 no Brasil é marcado pela implementação de políticas anticíclicas, pautadas principalmente na intensificação da expansão do crédito, através dos bancos públicos e financiando as atividades privadas. Para os austríacos, o problema encontra-se na expansão monetária sem lastro, a qual afeta os preços relativos que orientam os agentes na alocação de recurso.

A taxa de juros é o preço relativo base para análise, e quando esta não reflete as preferências verdadeiras do mercado, perde-se a noção da rentabilidade, gerando investimentos que antes não seriam implementados em um cenário sem interferência. É fato que no Brasil o investimento de longo prazo ainda é incipiente, sendo o governo o principal indutor de projetos que demandam um tempo maior de maturação. Nos anos Dilma, observou-se uma intensificação no direcionamento de recursos, pois o governo optou por seguimentos específicos em detrimento de outros, sem a clareza necessária para justificar tais medidas, trazendo forte incerteza quanto à sustentação desses investimentos a longo prazo.

Para a escola austríaca, o poder dinamizador do crescimento econômico ocorre pela expansão da capacidade produtiva em decorrência do financiamento através de crédito sustentável, onde novas possibilidades econômicas são desenvolvidas, gerando futuramente um novo padrão social de consumo.

A expansão monetária sem lastro gera um alargamento artificial da cadeia produtiva durante um período, porém, na sequência, a economia entra em ciclo recessivo, havendo um encolhimento da cadeia produtiva devido aos investimentos mal planejados, ocasionando uma disputa entre bens de capital e bens de consumo, gerando problemas como inflação e desemprego.

A tendência crescente da expansão do crédito ocorreu até 2015, indo na direção contrária dos esforços realizados pelo BC em controlar a inflação, a qual, em 2015, estava muito acima da meta de 4,50%. Um dos mercados que esteve diretamente ligado ao aumento do crédito direcionado foi o mercado imobiliário, que se utilizou como base para análise na busca de uma melhor compreensão e visualização da lógica austríaca. O que se observa referente a esse mercado é que foi um dos primeiros setores a receber o estímulo creditício, que vinha de um ciclo de expansão desde o governo Lula, perdurando durante o governo Dilma e demonstrando uma mudança na trajetória apenas a partir de 2015, sendo puxado

pelo enfraquecimento da economia doméstica, incertezas políticas e escândalos com grandes empresas do setor.

A partir do método lógico dedutivo, sob o olhar da escola austríaca, ao observar a cadeia produtiva do mercado imobiliário, identifica-se um segmento que demanda mão de obra em diferentes níveis da cadeia, com graus distintos de formação e um volume elevado de financiamento, o que revela alto dinamismo do setor para economia, devido a sua capacidade elevada de geração de emprego e renda.

A atividade imobiliária, por ser um segmento que demanda longo tempo de maturação, necessita que os investimentos sejam bem planejados para que o mercado possa se desenvolver de forma sustentável a médio e longo prazo. Quando o setor é estimulado artificialmente, acaba impactando os movimentos da estrutura de capital, havendo em um primeiro momento a expansão, ou como definido pelos austríacos, o aprofundamento da estrutura de produção, porém, após um determinado momento, devido ao fato do movimento não refletir verdadeiramente as preferências dos agentes, tendo sido gerado através de fomento governamental, haverá uma maior pressão entre os elos da cadeia, causando problemas como inflação e desemprego.

Notou-se que a maior presença do estado na economia introduziu um elemento de incerteza no ambiente macroeconômico, o que torna ainda mais complicada a formação de um mercado para financiamento de longo prazo. A ampliação da presença estatal na intermediação financeira brasileira, desencadeada a partir da crise de 2008, além de não conseguir elevar o nível de investimento ampliou o custo fiscal dos subsídios ao crédito.

Logo, se o poder dinamizador da atividade econômica está na indústria, sendo que este setor possui possibilidades de maior geração de emprego e renda, então o crescimento econômico e expansão se dão pela capacidade produtiva, ou seja, novas possibilidades econômicas sendo desenvolvidas de forma sustentável através do mercado. Percebe-se que o crescimento impulsionado pela expansão de crédito, como propulsor do consumo e do investimento mostrou-se esgotado, e a expansão artificial do crédito fez com que a economia se expandisse apenas no curto prazo, revelando o desordenamento entre oferta e demanda.

Ao modificar as relações de troca artificialmente, alterando o sistema de preços de um mercado livre - no qual em uma situação sem intervenções as

decisões dos agentes resultarão em alocação particulares de recurso, baseadas em suas próprias expectativas ao longo do tempo -, e visto que o processo de mercado é dinâmico de descoberta, é possível questionar que competência tem o Estado frente ao mercado na condução de investimentos a longo prazo.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

As sequelas da crise internacional começaram a ser sentidas no Brasil em setembro de 2008, e uma delas se deu através da contração do mercado de crédito, ocasionando a desaceleração no investimento e no consumo. O governo brasileiro propôs políticas anticíclicas para diminuir os efeitos negativos, buscando recuperar o crescimento, e essas medidas foram marcadas pelo expansionismo fiscal e monetário e, nesse sentido, notou-se que um dos instrumentos que mais ganhou notoriedade, foi o uso dos Bancos Públicos por meio do direcionamento de crédito aos setores agrícola e habitacional, e uma maior relevância atribuída ao BNDES.

Dessa forma, o objeto geral desse trabalho buscou analisar o ciclo recessivo gerado na última década, alisando as influências de tais medidas sob a atividade imobiliária no Brasil que, enquanto investimento de longo prazo, precisa de um ambiente sustentável de crescimento para que possa se desenvolver. A análise foi feita pela lógica da escola austríaca tendo como base a TACE, a qual entende que, em situações onde a elevação da oferta de moeda sem lastro em poupança - ou seja, que não se estabeleça pela preferência temporal dos agentes, apesar de ser um fato monetário -, se manifesta no setor real da economia, na estrutura do capital, causando o efeito de crescimento no curto prazo, seguido de uma profunda contração econômica.

No Brasil, a partir de 2010, a economia apresenta sinais de recuperação, registrando um crescimento expressivo de 7,5, havendo a possibilidade de o governo começar a diminuição dos estímulos à demanda interna, afastando-se da fase mais turbulenta da crise. Entretanto, pode-se perceber que, em 2011, optou-se por continuar com o aprofundamento do modelo que vinha sendo implementado: um modelo de crescimento ancorado na expansão de crédito a taxas subsidiadas que se manteve em tendência de alta até 2015, ano em que o PIB registrou crescimento de -3,55%, e inflação de 10,67%, deixando claro a ineficiência do instrumental para o momento. O mercado Imobiliário seguiu essa tendência, saindo prejudicado pela pressão da aceleração do crédito a produção e do consumo cada vez mais intenso das famílias. O problema aqui está no fato de todo esse movimento ter sido segundo a teoria, construído de uma forma artificial.

O mercado Imobiliário movimenta uma expressiva e longa cadeia industrial, ou seja, os investimentos ocorrem em uma estrutura integrada e, nesse processo de

coordenação intertemporal, a relação entre preços relativos influencia na alocação de recursos na estrutura de produção. O desordenamento causado na economia brasileira devido à excessiva interferência nos processos de formação de preços fez emergir um ambiente de forte incerteza agravado por uma crise política.

Devido à falta de uniformidade com que os preços se alteram, torna-se difícil efetuar um planejamento de investimentos a longo prazo, sendo dificultoso identificar o que é duradouro e o que é transitório, e manter a sustentação do crescimento. A forte presença do Estado na economia se deu no período desta análise ineficiente, e a intervenção não conseguiu cumprir os objetivos idealizados pelo governo no início do mandato, os quais visavam diminuir os juros e tornar o crédito barato, resultando em um longo ciclo de crescimento. Ao contrário, o governo encerrou sua trajetória com um crescimento consideravelmente baixo, aceleração da inflação e juros de 14,25%.

Resta salientar que houve equívocos na condução e na avaliação da política econômica brasileira durante a última década, surgindo portanto um dos desafios do Brasil, de como reorientar seus rumos e identificar de maneira assertiva entraves existentes para geração de um crescimento sustentável a longo prazo, que impacte verdadeiramente na qualidade de vida de sua população.

## REFERÊNCIAS

- ARAÚJO, M. C. Análise da integração da cadeia da construção civil na região metropolitana de Fortaleza. **Dissertação** (Mestrado em Logística e Pesquisa Operacional) – Pró-Reitoria de Pesquisa e Pós-Graduação. Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2015. Disponível em: <http://www.repositorio.ufc.br/handle/riufc/14594>. Acesso em: 10 ago 2021.
- BACHA, Edmar. **A crise fiscal e monetária brasileira**. 1 ed. –Rio de Janeiro: civilização brasileira, 2016.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Boletim do Banco Central do Brasil – Relatório Anual**. 2011. Disponível em <https://www.bcb.gov.br> Acesso em: 08 jun 2021.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. BCB. **Estatísticas**. 2021. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas>. Acesso em: 13 ago 2021.
- BANDEIRA, Lia Miyuki. **Crédito imobiliário habitacional no Brasil**. 2020. Disponível em: <http://dspace.insper.edu.br/xmlui/handle/11224/2793>. Acesso em: 31 ago 2021
- BARBIERI, Fábio. O Processo de Mercado na Escola Austríaca Moderna. **Dissertação de Mestrado**. Mestrado em Economia. Universidade de São Paulo. 2001. Disponível em: [https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12138/tde-20102001-144955/publico/Fabio\\_Barbieri.pdf](https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12138/tde-20102001-144955/publico/Fabio_Barbieri.pdf). Acesso em: 07 nov 2020.
- BARROS, Lucas A. B. de C.; SILVA, Catarina K dos Santos; OLIVEIRA, Raquel de Freitas. **Presença estatal no mercado de crédito: o papel dos bancos públicos e do crédito direcionado na crise de 2008**. BCB: Trabalhos para Discussão, n.488, p. 1-43, 2018. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/TD488.pdf>. Acesso em: 01 out 2020.
- BOLETIM MACRO IBRE. **Do tripé ao “novo modelo” e depois: as dores da Transição**. 2013. Disponível em: <https://portalibre.fgv.br> Acesso em: 10 jun 2021.
- BOLLE, Monica Baumgarten de. **Como Matar a Borboleta Azul**. Rio de Janeiro: Editora Gávea, 2016.
- BOLLE, Monica Baumgarten de. **Do Public Development Banks Hurt Growth? Evidence from Brazil**. Peterson Institute for International Economics. 2015. Disponível em: <https://www.piie.com/sites/default/files/publications/pb/pb15-16.pdf> Acesso em: 28 jul 2021.
- COPOM. Banco Central do Brasil. **Histórico das taxas de juros básicas**. BCB, 2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Acesso em: 04 out 2020.

CARDOSO, Adauto Lucio; JAENISCH, Samuel Thomas. Mercado imobiliário e política habitacional nos governos de Lula e Dilma: entre o mercado financeiro e a produção habitacional subsidiada. **XVII ENANPUR**. 2017. Disponível em: <https://anais.anpur.org.br/index.php/anaisenanpur/article/view/2326>. Acesso em: 18 ago 2021.

IPEA. **Carta de conjuntura / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**. Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas. Grupo de Análise e Previsões. Rio de Janeiro: Ipea. Dimac, 2014. Disponível em: [https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/150318\\_cc\\_dez2014\\_final1.pdf](https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/150318_cc_dez2014_final1.pdf). Acesso: 28 jul 2021.

CASTRO, Andressa Porto. A dinâmica do intervencionismo e as políticas econômicas do governo Dilma Rousseff. **Monografia**. Unipampa, 2014. Disponível em: <http://dspace.unipampa.edu.br> Acesso: 09 jun 2021.

CONSTRUBUSINESS. FIESP. Federação das Indústrias do Estado de São Paulo. Departamento da Indústria da Construção e Mineração. **Congresso Brasileiro da Construção**. Disponível em: <https://www.fiesp.com.br/observatoriodaconstrucao/congresso-brasileiro-da-construcao/>. Acesso em: 12 ago 2021.

FERREIRA, Pedro Cavalcanti; CARDOSO, Renato Fragelli. **Crônicas de uma crise anunciada: a falência da economia brasileira documentada mês a mês**. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2016.

FIEMG. Federação das Indústrias do Estado de Minas Gerais. **Contribuição econômica e social da cadeia produtiva da Construção no Estado de Minas Gerais**. Fundação Getúlio Vargas. Belo Horizonte: Fundação Getúlio Vargas. FIEMG, 2013. Disponível em: <https://www.sinduscon-mg.org.br/site/arquivos/up/geral/713137eed66a09b0cc7cc64be5470907.pdf>. Acesso em: 12 ago 2021.

FOLESCU, Julia Wrobel. Implicações da Expansão do Crédito Público Sobre os Indicadores Fiscais Brasileiros. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Economia. **Monografia**. 2010. Disponível em: [http://www.econ.pucRio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Julia\\_Wrobel\\_Folescu.pdf](http://www.econ.pucRio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Julia_Wrobel_Folescu.pdf). Acesso em: 23 jun 2021.

Friolim, Patricia Conde. Crédito, consumo e endividamento: uma análise sobre os impactos da expansão do crédito no consumo das famílias brasileiras no período 2003-2015. **Monografia**. Trabalho de Conclusão de Curso de Ciências Econômicas. Universidade Federal do Pampa. 2017. Disponível em: [dspace.unipampa.edu.br:8080/jspui/handle/rii/2053](http://dspace.unipampa.edu.br:8080/jspui/handle/rii/2053). Acesso em: 04 ago 2021.

GIAMBIAGI, Fabio; et al. **Economia brasileira contemporânea: 1945 – 2010**. Elsevier Brasil, 2011.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6ed. São Paulo: Atlas, 2008. Disponível em: <https://ayanrafael.files.wordpress.com/2011/08/gil-a-c-mc3a9todos-e-tc3a9cnicas-de-pesquisa-social.pdf>. Acesso em: 16 out 2020.

GONDIM, Gabriel Côrtes Magalhães. **Análise de Ciclos Imobiliários e de Estratégias de Investimentos**. Rio de Janeiro: UFRJ/Escola Politécnica, 2013. Disponível em: <http://repositorio.poli.ufrj.br/monografias/monopoli10008439.pdf>. Acesso: 10 ago 2021.

HAGA, Heitor Cesar Riogi. Produção e comercialização de insumos da cadeia produtiva da construção habitacional: diagnóstico para o desenvolvimento de estudos de prospecção tecnológica. 2008. **Tese**. Doutorado em Engenharia de Construção Civil e Urbana - Escola Politécnica. USP. 2008. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/3/3146/tde-12082008-222241/en.php>. Acesso: 10 ago 2021.

HARRIS, Lucas Losnak. A Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos: Seus Fundamentos e uma Análise da Crise de 2008. **Monografia de Graduação**. Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária PUC - São Paulo. 2013. Disponível em: <http://rothbardbrasil.com/wpcontent/uploads/arquivos/lucas.pdf>. Acesso em: 14 nov 2020.

ABECIP. Financiamento Imobiliário. **Operações contratadas com recursos de caderneta, construção, aquisição, reforma e material de para construção**. 2021. Disponível em: <https://www.abecip.org.br/credito-imobiliario/indicadores/financiamento>. Acesso em: 29 ago 2021.

IBGE. SCNT- **Sistema de Contas Nacionais Trimestrais**. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9300-contas-nacionais-trimestrais.html?=&t=o-que-e> Acesso em: 25 ago 2021.

IBGE- **Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo**. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html?=&t=series-historicas> Acesso em: 25 ago 2021.

IORIO, Ubiratan J. A. **Ação, tempo e conhecimento**: a escola austríaca de economia. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises. 2011. 243 p.

JARDIM, Eric; LORRANY, Ludmilla. **Evolução recente do mercado de crédito imobiliário no Brasil**. Radar, 2020. Disponível em: [https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/radar/200818\\_radar\\_63\\_artigo\\_02.pdf](https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/radar/200818_radar_63_artigo_02.pdf). Acesso em: 03 set 2020.

LIMA, Bianca Saint'Clair. Ascensão e queda nos preços do mercado imobiliário: análise comparativa no período de 2010 a 2017 no caso brasileiro. **Monografia de Graduação**. Universidade Federal do Rio de Janeiro. 2017. Disponível em: <http://monografias.poli.ufrj.br/monografias/monopoli10023342.pdf>. Acesso em: 05 out 2020.

LOPES, Jeronimo Volmir. Determinantes do spread bancário no Brasil. **Dissertação de Mestrado**. Mestrado em Ciências Econômicas. Universidade do Vale do Rio dos Sinos – Programa de Pós-graduação em Ciências Econômicas. São Leopoldo – RS, 2014.

MACHADO, Mari Eldionara Rosa. CERETTA, Paulo Sérgio. VIEIRA, Kelmara Mendes. A relação entre as variáveis macroeconômicas e a concessão de crédito no mercado imobiliário brasileiro. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, ISSN 2238-5320, UNEB, Salvador, v.4, n.3, p. 64-84, set/dez: 2014. Disponível em: <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/RGFC/article/viewFile/2222/1941>. Acesso em: 29 set 2020.

MARQUES, Fernando Emmanuel Fentanes Alvarez et al. O problema do funding no mercado de crédito para habitação no Brasil. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. **Dissertação**. Mestrado em Economia Política. 2014. Disponível em: <https://tede.pucsp.br/bitstream/handle/9243/1/Fernando%20Emmanuel%20Fentanes%20Alvarez%20Marques.pdf> Acesso em: 15 ago 2021.

MENDONÇA, Mário Jorge Cardoso de. O crédito imobiliário no Brasil e sua relação com a política monetária. **Rev. Bras. Econ.**, Rio de Janeiro, v. 67, n. 4, 2013. p. 457-495. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0034-71402013000400005&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-71402013000400005&lng=en&nrm=iso). Acesso em: 28 set 2020.

MENDONÇA, Mário Jorge; SACHSIDA, Adolfo. **Existe bolha no mercado imobiliário Brasileiro?** IPEA: Texto para discussão, n.1762. Brasília, 2012. Disponível em: [http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1084/1/TD\\_1762.pdf](http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1084/1/TD_1762.pdf). Acesso em: 29 set 2020.

MULTIFACE. **Revista do Corpo Discente da Faculdade de Ciências Econômicas da UFMG**. Versão Eletrônica. Ano 01. nº 01. 2007.

PRODANOV, Cleber Cristiano; FREITAS, Ernani Cesar. **Metodologia do trabalho científico: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico**. 2. ed. Novo Hamburgo: Feevale, 2013.

ROSENDE, Francisco R; JURGENSEN, Karin E. **Hayek y el Ciclo Economico: Una Revision a la Luz de la Macroeconomia Moderna**. Documento de Trabajo nº 154. 1993. Disponível em: [http://economia.uc.cl/docs/dt\\_154.pdf](http://economia.uc.cl/docs/dt_154.pdf). Acesso em: 10 mar 2021.

SEGALA, Dioner et al. **A inflação de preços no Brasil pós-plano real: uma discussão entre as teorias ortodoxas e a Escola Austríaca de Economia para o caso brasileiro**. 2017. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br> Acesso em: 09 Jun 2021.

SHIMBO, Lúcia Zanin. Habitação social, habitação de mercado: a confluência entre Estado, empresas construtoras e capital financeiro. **Tese**. Doutorado em Teoria e História da Arquitetura e do Urbanismo - Escola de Engenharia de São Carlos. Universidade de São Paulo. 2010. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/18/18142/tde-04082010-100137/en.php>. Acesso em: 23 ago 2021.

SOTO, Jesus Huerta de. **La teoría austríaca del ciclo económico**. 1980. Disponível em: <https://repositorio.uam.es/handle/10486/5811>. Acesso em: 05 mar 2021.