

Título do capítulo	CAPÍTULO 4 – MERCADO DE CRÉDITO: PROPOSTAS PARA REDUZIR CUSTO E AMPLIAR O ACESSO DE FINANCIAMENTO ÀS EMPRESAS BRASILEIRAS
Autores	Napoleão Luiz Costa da Silva Eduardo Pontual Ricardo Dias Brito
DOI	http://dx.doi.org/10.38116/978-65-5635-061-5/capitulo4
Título do livro	EFICIÊNCIA PRODUTIVA: ANÁLISE E PROPOSIÇÕES PARA AUMENTAR A PRODUTIVIDADE NO BRASIL
Organizadores	Edison Benedito da Silva Filho João Maria de Oliveira Bruno Cesar Pino Oliveira de Araújo
Volume	-
Série	-
Cidade	Brasília
Editora	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea)
Ano	2023
Edição	-
ISBN	978-65-5635-061-5
DOI	http://dx.doi.org/10.38116/978-65-5635-061-5

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – ipea 2023

As publicações do Ipea estão disponíveis para *download* gratuito nos formatos PDF (todas) e EPUB (livros e periódicos). Acesse: <http://www.ipea.gov.br/portal/publicacoes>

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério da Economia.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

MERCADO DE CRÉDITO: PROPOSTAS PARA REDUZIR CUSTO E AMPLIAR O ACESSO DE FINANCIAMENTO ÀS EMPRESAS BRASILEIRAS

Napoleão Luiz Costa da Silva¹
Eduardo Pontual²
Ricardo Dias Brito³

1 INTRODUÇÃO

A dificuldade no acesso ao crédito constitui um dos principais fatores a perpetuar a condição de heterogeneidade produtiva em uma economia. Isso porque concentra o capital em poucas firmas detentoras de ativos, cujos projetos não são, necessariamente, os mais eficientes ou socialmente desejáveis, enquanto encarece o investimento produtivo para as pequenas empresas destituídas de patrimônio, impedindo-as de se modernizar e alcançar as primeiras. Essa alocação ineficiente (*misallocation*) do capital e do talento empresarial entre as firmas reduz a produtividade total dos fatores (PTF) da economia. A alocação ineficiente dos fatores de produção é responsável por grande parte das diferenças observadas na PTF e na renda *per capita* entre os países, e a restrição de crédito constitui um dos principais fatores que explicam a ineficiência alocativa nas economias mais pobres (Hsieh e Klenow, 2009; Buera e Shin, 2013; Antunes, Cavalcanti e Villamil, 2008).

As restrições de crédito para as firmas afetam sua produtividade em duas dimensões econômicas. No nível das firmas, as restrições de crédito impedem que aquelas que não possuam garantias obtenham financiamento suficiente para adquirir e utilizar as melhores tecnologias existentes, sendo então obrigadas a adotar tecnologias menos produtivas ou contratar um estoque de capital inferior ao desejável. No nível dos indivíduos, também impedem que aqueles com altas habilidades gerenciais, porém pouco estoque de ativos, se tornem empresários, já que não possuem colaterais suficientes para obter empréstimos e contratar o capital necessário. Esses problemas afetam, principalmente, as micro e pequenas empresas e empreendedores individuais, que constituem a maior parte do tecido econômico no Brasil.

1. Pesquisador na Diretoria de Estudos e Políticas Setoriais, de Inovação, Regulação e Infraestrutura do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Diset/Ipea). *E-mail*: <napoleao.silva@ipea.gov.br>.

2. Pesquisador bolsista do Subprograma de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) na Diset/Ipea; professor da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ); e consultor no âmbito do Programa de Cooperação CEPAL/Ipea. *E-mail*: <eribeiro@ie.ufrj.br>.

3. Pesquisador bolsista do PNPD na Diset/Ipea; professor do Departamento de Economia na Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo (FEA/USP); e consultor no âmbito do Programa de Cooperação CEPAL/Ipea. *E-mail*: <ricardobrito@usp.br>.

As restrições no mercado de crédito brasileiro são elevadas devido às imperfeições no mercado financeiro. Elas derivam, sobretudo, da elevada assimetria de informação entre potenciais credores e tomadores de empréstimos,⁴ que se manifesta em dificuldades para assegurar o cumprimento de contratos (*enforcement*), escassez e encarecimento do custo do capital e, destarte, maiores custos de transação⁵ para os agentes econômicos realizarem transações no mercado de crédito. E resultam em obstáculos significativos para o financiamento e a competitividade das empresas nacionais.

O acesso ao crédito no Brasil é bem reduzido quando comparado com os países desenvolvidos. Segundo De Negri *et al.* (2022), quase 40% das firmas brasileiras não contratam qualquer tipo de financiamento bancário. Colocando a situação brasileira em perspectiva, a tabela 1 apresenta indicadores da dimensão e profundidade do mercado de crédito no Brasil, comparativamente à média dos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), bem como Chile e Portugal.⁶

4. A informação assimétrica cria duas forças para gerar restrição ao crédito, ou seja, para a situação em que bancos e empresas de crédito não concedem crédito a clientes, mesmo ajustando as taxas de mercado ao risco. Por um lado, a informação assimétrica afeta o *pool* de candidatos a crédito a taxas mais altas, ao criar uma *seleção adversa* de empresas mais arriscadas (com maior volatilidade de fluxos de caixa) que estariam dispostas a aceitar os juros mais altos diante do risco. A disponibilidade de um sistema de garantias reduziria a restrição a crédito e melhoraria o risco no *pool* de requerentes de crédito, incluindo empresas com menor risco. Por outro lado, uma vez concedido o crédito lastreado com garantias, empresas de baixo risco podem engajar-se em *risco moral*. Ou seja, passar a assumir riscos mais altos pelo fato de terem seu próprio capital isolado de penalidades pelos bancos no caso de choques negativos, aumentando, pois, o risco de inadimplência do crédito. Por seu turno, caso protegidos completamente por um sistema de garantias, os bancos teriam menos incentivos a monitorar e gerenciar esse risco, dado que o repassariam na integralidade a uma terceira parte (seguradoras de crédito ou fundos garantidores), e teriam mais incentivos para ampliar ainda mais o crédito às firmas, agravando o risco sistêmico. Em outras palavras, os bancos ficariam protegidos da inadimplência da firma, mas o sistema de garantias de crédito teria um dano financeiro e maior risco de falência. A crise de 2008 ilustrou os perigos dessa configuração desequilibrada na alocação de riscos no sistema financeiro americano. Em virtude dos seus efeitos, a grande maioria dos sistemas de garantias contemporâneos provê uma cobertura apenas parcial do crédito tomado sob um sistema de garantias e busca uma distribuição mais equilibrada dos riscos e da informação entre tomadores, prestadores e garantidores.

5. Os custos de transação são os recursos econômicos empregados pelos agentes para planejar, adaptar e monitorar as trocas no mercado, diminuindo a incerteza e garantindo o cumprimento dos termos contratuais. Estes custos incluem: desenho e negociação de contratos; delimitação e mensuração dos direitos de propriedade afetados pelos contratos; monitoramento do cumprimento dos contratos; e distribuição de responsabilidades. Em uma economia sem incerteza (ou com contratos e mercados completos), não haveria custos de transação. Porém, a incerteza inerente ao sistema econômico faz emergir a assimetria de informação entre as partes envolvidas em contratos, abrindo espaço para o comportamento oportunístico (ação da parte privilegiada com mais informação no contrato para obter renda da outra). O oportunismo dos agentes leva aos problemas de seleção adversa (desenho contratual ineficiente) e risco moral. Para mais informações sobre o tema, ver Williamson (1985).

6. A comparação com a OCDE é útil por se tratar do grupo de países com instituições econômicas reconhecidamente mais desenvolvidas e eficientes, para as quais o Brasil almeja convergir. Já o Chile é um país que, há pouco tempo, se assemelhava ao Brasil em termos de maturidade institucional e desenvolvimento econômico, mas logrou alcançar rapidamente um patamar superior por meio do aperfeiçoamento de suas políticas públicas. E Portugal, por ser a metrópole de onde foi importado o nosso sistema legal, também representa um bom parâmetro para os limites e as potencialidades de progresso da matriz institucional brasileira.

TABELA 1
Variáveis de interesse (2019)

	Brasil	OCDE	Chile	Portugal
<i>Spread</i> de crédito (p.p./a.a.)	32,04	2,61	1,48	-
Crédito doméstico ao setor privado (% do PIB)	62,8	95,5	124,2	90,3
Dívida corporativa (% do PIB)	48,2	102,7	110,2	96,8
Endividamento dos domicílios (% do PIB)	32,9	63,9	47,7	63,6
Adultos com conta bancária (por 1 mil)	663	1.236	-	-
Concentração bancária	73,2	67,6	50,3	66,9
Resolução de insolvência	48,5	75,1	59,9	80,0
Taxa de recuperação	14,6	71,1	41,6	64,5
Tempo	4	1,67	2	3
Custo	12	8,81	14,5	9
Obtenção de crédito	50	63,97	55	45
Execução de contratos	65,4	67,9	66,5	67,9
Reservas bancárias líquidas/ativo total (%)	26,1	13,3	11	-
Território (1.000 km ²)	8.515,8	991,7	756,7	92,2
População (1 milhão)	211	32,3	19,0	10,3
PNB <i>per capita</i> (PPP – US\$ 1.000)	14,89	48,00	24,37	35,23
Inflação ao consumidor	3,73	1,62	2,56	0,34
Desenvolvimento das instituições financeiras	0,646	0,693	0,623	0,706
Aprofundamento das instituições financeiras	0,496	0,625	0,682	0,442
Acesso às instituições financeiras	0,667	0,609	0,367	0,889
Eficiência das instituições financeiras	0,561	0,622	0,659	0,513

Fontes: World Bank e IMF.

Elaboração dos autores.

Obs.: 1. Além de variáveis comumente utilizadas, recorre-se aos índices de duas bases: *scores* do relatório *Doing Business* e índices de desenvolvimento financeiro de Sviryzdenka (2016).

2. p.p./a.a. – ponto percentual ao ano; PIB – produto interno bruto; PNB – produto nacional bruto.

3. PPP – paridade do poder de compra (*purchasing power parity*).

Vemos, na tabela 1, que o *spread* de crédito brasileiro é mais de doze vezes maior que a média da OCDE e do Chile. E que o crédito doméstico ao setor privado desses países é 50% maior que o brasileiro. Seja em termos de dívida corporativa, do endividamento dos domicílios ou do número de adultos com conta bancária, os níveis brasileiros correspondem a aproximadamente metade daqueles das economias comparadas.

Embora a concentração bancária no Brasil – medida pela participação dos três maiores bancos no mercado doméstico – seja maior que a dos países comparados, chama atenção a grande diferença no *score* de resolução de insolvência. A baixa pontuação brasileira é consequência de uma taxa de recuperação de crédito

de apenas 14,6 centavos por unidade monetária emprestada após quatro anos. Em Portugal, de onde importamos nossas instituições de direito, a taxa de recuperação de crédito é de 64,5 centavos por unidade monetária emprestada após três anos. Outra variável que chama atenção pela diferença entre o Brasil e os países de referência é a razão entre as reservas bancárias líquidas e os ativos totais: a relação brasileira é mais que o dobro da média da OECD ou do Chile.

Além do acesso limitado, o custo do crédito também é muito elevado no país. Em 2019, a margem financeira (*spread*) do Brasil era de 32,04 p.p./ano, comparado a uma média das economias da OCDE de 2,61 p.p./ano. Em termos de volume relativo à economia, o crédito doméstico ao setor privado alcançou 62,78% do PIB naquele ano, enquanto a média da OCDE era de 95,46%.

O indicador de custo do crédito (ICC),⁷ divulgado pelo Banco Central do Brasil (BCB) desde abril de 2017, permite identificar os principais componentes do *spread* no Brasil e lançar luz sobre algumas das causas de ser tão elevado em comparação a outros países. A tabela 2 apresenta a decomposição desse índice e sua evolução ao longo dos últimos três anos.

TABELA 2
Decomposição do *spread* do ICC

Discriminação	Pontos percentuais (p.p.)				Proporção do <i>spread</i> (%)			
	2019	2020	2021	Média	2019	2020	2021	Média
1 – Inadimplência	3,99	3,61	2,97	3,52	30,93	30,52	26,95	29,47
2 – Despesas administrativas	3,78	3,41	3,28	3,49	29,30	28,83	29,76	29,30
3 – Tributos e FGC	2,51	2,49	2,52	2,51	19,46	21,05	22,87	21,12
4 – Margem financeira do ICC	2,62	2,32	2,25	2,40	20,31	19,61	20,42	20,11
<i>Spread</i> do ICC (1 + 2 + 3 + 4)	12,90	11,83	11,02	11,92	100,00	100,00	100,00	100,00

Fonte: BCB.
Elaboração dos autores.

Na tabela 2, podemos notar que o principal componente do *spread* no Brasil são as despesas geradas pela inadimplência, que correspondem a quase um terço do seu total e refletem o baixo nível de proteção legal aos credores e o elevado custo de recuperação de crédito no país. Em seguida, temos as despesas administrativas, com participação similar no *spread* e que são um indicativo da ineficiência operacional das instituições do setor financeiro no país. Temos ainda os tributos e as despesas com o Fundo Garantidor de Crédito (FGC), que representam mais de 21% do *spread* e demonstram a relevância da cunha fiscal no custo de crédito no Brasil.

7. O ICC estima o custo médio, sob a ótica do tomador, de todas as operações de crédito ainda em aberto no sistema, independentemente da data de contratação do crédito. Portanto, incorpora informações tanto de contratos recém-firmados quanto de contratos mais antigos ainda vigentes.

Por fim, temos a margem financeira das instituições bancárias, determinada, entre outros fatores, pela concentração e segmentação do mercado de crédito nacional.

Para assegurar a redução do *spread* e a expansão no volume de crédito na economia brasileira em longo prazo, aumentando a competitividade e produtividade das firmas, são necessárias intervenções que reduzam as falhas do mercado de crédito no país, por meio da melhoria das garantias e do ambiente regulatório, da diversificação das fontes de financiamento e da diminuição das incertezas jurídicas ainda presentes. Este estudo busca contribuir para o aprimoramento de políticas públicas voltadas a esse setor, a partir de duas frentes de análise. A primeira trata da questão da proteção legal e sua relação com o custo e o acesso ao crédito, manifestada nos custos com inadimplência e recuperação de ativos, que constituem o principal componente do *spread* bancário no Brasil (tabela 2). A segunda aborda em mais detalhe o papel desempenhado pelo crédito direcionado dos bancos públicos, que constitui cerca de 40% do volume total de financiamentos e, destarte, também desempenha grande influência sobre o custo e a expansão do acesso ao mercado de crédito no país (De Negri *et al.*, 2022).

Além desta introdução, o capítulo inclui mais três seções. A seção 2 aborda a questão da proteção legal e sua relação com o custo e o acesso ao crédito no Brasil. A seção 3 trata da evolução do acesso ao crédito direcionado dos bancos públicos e das mudanças em seus custos, com foco no crédito para investimentos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). A seção 4 apresenta propostas para aprimoramento das políticas de fomento ao mercado de crédito no país.

2 PROTEÇÃO LEGAL NO MERCADO DE CRÉDITO NO BRASIL

Desde 2016, foram aprovadas diversas medidas para ampliar o mercado de crédito no país, a fim de torná-lo mais eficiente e menos concentrado, tais como: a redução do volume de crédito público subsidiado e o fim da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP); a criação do cadastro positivo de crédito para diferenciação de tomadores; e a introdução da duplicata eletrônica e do *open banking* por meio do compartilhamento de dados de usuários do sistema bancário. Outra inovação relevante no período foi a introdução do Pix, solução de pagamentos por meio eletrônico com compensação imediata que se popularizou rapidamente na sociedade brasileira.

Anteriormente, outras reformas microeconômicas essenciais para a melhoria das garantias no mercado de crédito já haviam sido introduzidas, como o crédito consignado, o aprimoramento de mecanismos de alienação fiduciária e a reforma da Lei de Falências.

Cabe ainda destacar que, em 2021, o Congresso aprovou a autonomia do BCB. Embora não se relacione diretamente com a questão da proteção legal aos

credores, essa medida ganha relevância no atual contexto de recrudescimento da inflação e de divergências nas expectativas dos agentes quanto à sua trajetória futura. Isso porque a capacidade de a autoridade monetária exercer seu mandato livre de pressões políticas é fundamental para assegurar a isonomia de suas decisões a fim de mediar potenciais conflitos em um contexto de instabilidade financeira, como se viu recentemente, por exemplo, nos casos de intervenções em instituições bancárias durante a crise do *subprime*.⁸

Com a recessão e a subsequente deterioração macroeconômica observada no Brasil, a partir de 2015, o custo fiscal e os desequilíbrios causados pelo crédito direcionado se colocaram como os principais temas de discussão acerca da atuação dos bancos públicos na economia. A expansão desmedida do crédito subsidiado nos anos anteriores não apenas comprometeu a capacidade de financiamento dos gastos públicos federais, mas, também, aprofundou a segmentação do mercado de crédito no país, distorcendo preços e diminuindo a eficácia da política monetária, uma vez que grande parcela desse mercado não era afetada pelas mudanças na taxa de juros de referência da economia brasileira, a Selic.

A mudança na remuneração dos fundos constitucionais e do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) – principal fonte de *funding* de longo prazo para os projetos do BNDES – para a Taxa de Longo Prazo (TLP), em substituição à TJLP,⁹ endereçou essas questões de forma efetiva ao assegurar uma remuneração mais próxima do efetivo custo de capital para o setor público. De fato, a manutenção da demanda por operações indiretas no BNDES, mesmo depois do aumento de custos com a introdução da TLP, mostra a resiliência e a atratividade desse produto financeiro, particularmente para pequenas e médias empresas, mesmo com o fim do subsídio a esse tipo de crédito. Por sua vez, também houve, desde então, uma clara mudança no perfil do crédito direcionado, com a redução da relevância do BNDES e o aumento do crédito via fundos constitucionais e do crédito rural.

Embora relevantes e bem-vindas, essas mudanças ainda levarão tempo para produzir plenamente seus efeitos sobre o mercado de crédito, que segue em um cenário de incerteza e com indicadores de desempenho pouco promissores para o futuro. Em 2019, o Brasil ocupava a posição 77^a no *ranking* de “resolução de insolvência” do relatório *Doing Business*, elaborado pelo Banco Mundial (World Bank, 2019).

8. Para uma discussão acerca da atuação do BCB na mediação da renegociação de contratos financeiros com os credores durante a crise decorrente da rápida desvalorização do real em 2008, que afetou grandes empresas exportadoras e diversos intermediadores financeiros no país, ver Silva Filho (2012).

9. A principal diferença entre essas taxas é que, enquanto o cálculo da TJLP tomava por base a projeção de inflação para os doze meses seguintes, comportando incerteza e discricionariedade metodológica, a TLP é definida pela inflação corrente, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acrescida da taxa de juros de cinco anos da Nota do Tesouro Nacional Série B – NTN-B (nota do Tesouro Nacional com remuneração pré-fixada semestral e corrigida pela inflação). Outra distinção relevante entre as duas taxas é a frequência de atualização: enquanto esta é mensal no caso da TLP, a TJLP era atualizada apenas a cada três meses. Essas características asseguram mais previsibilidade e realismo à TLP, requisitos essenciais a um indexador de contratos de longo prazo.

A taxa média de recuperação em uma falência era de apenas 14,60 centavos por unidade monetária, devida após um prazo médio para receber de quatro anos. O relatório também indica que a “obtenção de crédito” é difícil no Brasil, o qual figura na 104ª posição no *ranking*. E que a qualidade da “execução de contratos” também é baixa, com o país ocupando apenas a 58ª posição.

É relevante destacar que, desde 2007, não é possível constatar uma tendência evidente de melhora nos *scores* de resolução de insolvência, execução de contratos e obtenção de crédito. E, salvo iniciativas isoladas, como a tentativa de implantação do cadastro positivo desde 2011, a implantação de sistemas eletrônicos de petições em varas cíveis a partir de 2013, ou a aprovação da Lei de Mediação (Lei nº 13.140, de 26 de junho de 2015), não se constata um esforço continuado no aprimoramento do crédito no Brasil.

Reformas bem-sucedidas tendem a disparar uma tendência de melhora por vários anos. Por exemplo, desde a reforma da Lei de Falência, em 2004, a Indonésia apresenta uma tendência evidente de melhora do sistema jurídico. A taxa de recuperação de 9,9 centavos por unidade monetária em 2004 subiu para 28,8 centavos em 2008 e para 63,9 centavos em 2013. O Chile, que antes da reforma de sua Lei de Falência, em 2014, tinha uma taxa de recuperação de 29,3 centavos por unidade monetária, logrou elevá-la para 33,5 centavos em 2017 e para 42,0 centavos em 2020. Como constata World Bank (2019), o treinamento continuado de juízes e servidores do Judiciário contribuiu para tais persistências e ajudou significativamente na introdução das mudanças e na continuidade das reformas.

Diante da constatação de estagnação da evolução do mercado de crédito brasileiro, o governo decidiu reformar novamente a Lei de Falências, em 2020 (Lei nº 14.112), bem como tomar algumas medidas para facilitar a obtenção de crédito e execução de contratos. A reformulação do cadastro positivo, o sistema eletrônico de registros públicos, o aprimoramento das garantias rurais, a nota comercial, o novo marco de garantias e o marco de securitização são outras iniciativas atualmente em fase de discussão ou implementação que, direta ou indiretamente, endereçam o problema das fracas garantias legais.

Contudo, o esforço de aperfeiçoamento do mercado de crédito no Brasil deve abarcar não apenas os instrumentos contratuais e de suporte e regulação, mas também outras instituições que impactam diretamente os custos de transação nesse mercado. Assim, varas especializadas com competência territorial abrangente e treinamento de magistrados e servidores do Judiciário contribuiriam para redução da insegurança jurídica na execução de contratos e resolução de insolvência. Instituições gestoras de garantias (IGGs) também minorariam o problema importante da subutilização de garantias no Brasil, causado pela legislação e jurisprudência que dificultam a sua utilização e execução. A experiência na pandemia da

covid-19 mostrou que a expansão da atuação dos fundos garantidores de crédito pode alavancar significativamente o volume de financiamento das empresas no país – sobretudo as pequenas e médias.

3 A EVOLUÇÃO RECENTE DO CRÉDITO DIRECIONADO NO BRASIL E O PAPEL DO BNDES

O crédito direcionado subsidiado foi o principal instrumento utilizado pelo governo federal ao longo das últimas décadas para fomentar a atividade produtiva no país. Por meio dos bancos públicos federais – Banco do Brasil (BB), Caixa Econômica Federal (Caixa) e BNDES –, o Estado brasileiro direcionou expressivo montante de recursos ao setor privado para financiar agricultura, indústria e habitação popular, entre outros setores.

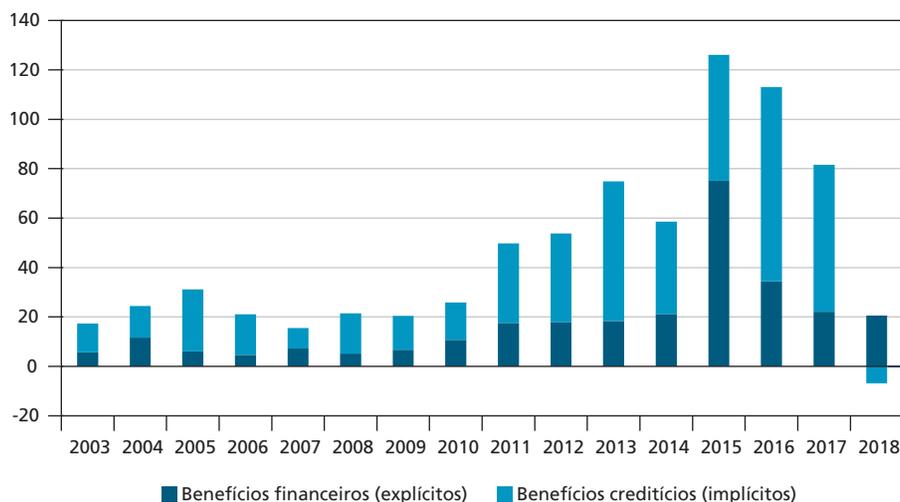
A partir de 2010, com base em um diagnóstico de estagnação da produtividade do país e esgotamento dos efeitos das políticas anticíclicas, mais ênfase foi dada ao setor de infraestrutura, com o BNDES assumindo protagonismo na viabilização de projetos de vulto nos segmentos de energia elétrica, petróleo e gás, transportes e saneamento em todo o território nacional. Os subsídios vinculados a esses empréstimos eram expressivos, tanto implícitos como explícitos, uma vez que não se limitavam a taxas de juros inferiores àquelas praticadas pelo mercado, mas, também, se relacionavam à própria fonte de recursos para o crédito direcionado. Grande parte desse volume de crédito era lastreado em impostos vinculados e contribuições obrigatórias na folha de pagamento dos trabalhadores – respectivamente, para custear os fundos constitucionais e o FAT.

Contudo, essa política de subsídios financeiros e creditícios se revelou extremamente custosa em termos fiscais, acarretando um passivo crescente que atingiu o ápice de mais de 2% do PIB em 2015 (Pires, 2018, p. 41). Em termos de volume financeiro, alcançou a cifra de quase R\$ 750 bilhões acumulados até 2018. E pressionou as contas públicas em um momento em que a arrecadação também era comprometida pela queda no preço internacional das *commodities* em 2014, precipitando a severa recessão econômica que se iniciou no país a partir daquele ano.¹⁰ O gráfico 1 ilustra a evolução dos subsídios em crédito direcionado no Brasil de 2003 a 2018.

10. Os subsídios da União incluem, de um lado, benefícios financeiros (subvenções econômicas e assunção de dívidas de setores da iniciativa privada) e creditícios (fundos e programas governamentais cujo retorno econômico é inferior ao custo de captação), e, de outro, benefícios tributários (isenções e desonerações setoriais). Ao longo da última década, o volume de benefícios tributários cresceu rapidamente e representou a maior parcela desses subsídios, alcançando mais de 4,5% do PIB em 2015 – que, somados aos benefícios financeiros e creditícios, produziram um impacto fiscal recorde de 6,7% do PIB nesse ano. Desde então, o montante de subsídios federais se reduziu paulatinamente, alcançando cerca de 4,6% do PIB em 2018. Uma vez que esta seção busca discutir os custos e efeitos do crédito direcionado, o foco da análise se dará sobre os benefícios financeiros e creditícios envolvidos nessas operações, não obstante seja oportuno destacar que muitas das empresas beneficiadas por esses subsídios também fizeram jus às desonerações tributárias de vulto ocorridas nessa década por força das medidas do governo federal para incentivar o investimento privado.

Os benefícios financeiros (subsídios explícitos ou diretos) incluem, entre outros programas governamentais, os créditos do Programa de Sustentação do Investimento (PSI), criado em 2009 e operacionalizado por meio do BNDES para fornecer suporte à indústria no contexto da crise internacional; o programa de habitações populares Minha Casa, Minha Vida (MCMV) e o Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar (Pronaf).

GRÁFICO 1
Subsídios implícitos e explícitos no Brasil (2003-2018)
(Em R\$ 1 bilhão)



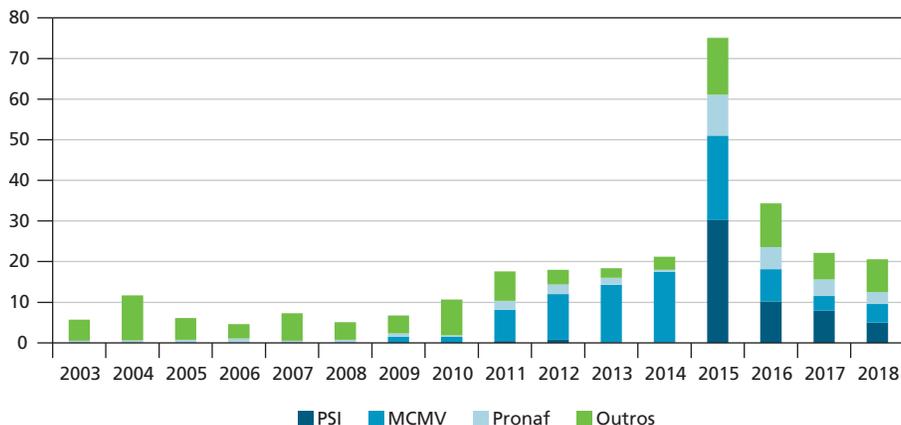
Fonte: Pires (2018).

Obs.: Embora o volume crescente de subsídios ilustrado no gráfico sugira que eles tenham se concentrado nos últimos anos da série, convém ressaltar que o volume de subsídios apurado a cada ano se refere a operações contratadas em anos anteriores.

Já entre os benefícios creditícios (implícitos ou indiretos), destacam-se: i) os aportes do Tesouro Nacional para capitalização do BNDES, também iniciados a partir de 2009 para reforçar o caixa da instituição, a fim de fazer frente à expansão de sua carteira de crédito; ii) os recursos captados junto ao FAT e aos fundos constitucionais de financiamento do Norte (FNO), Nordeste (FNE) e Centro-Oeste (FCO); e iii) os empréstimos do Fundo de Financiamento Estudantil (Fies). Os gráficos 2 e 3 apresentam a participação desses programas no volume de subsídios oferecido pelo governo federal no período 2003-2018.

GRÁFICO 2

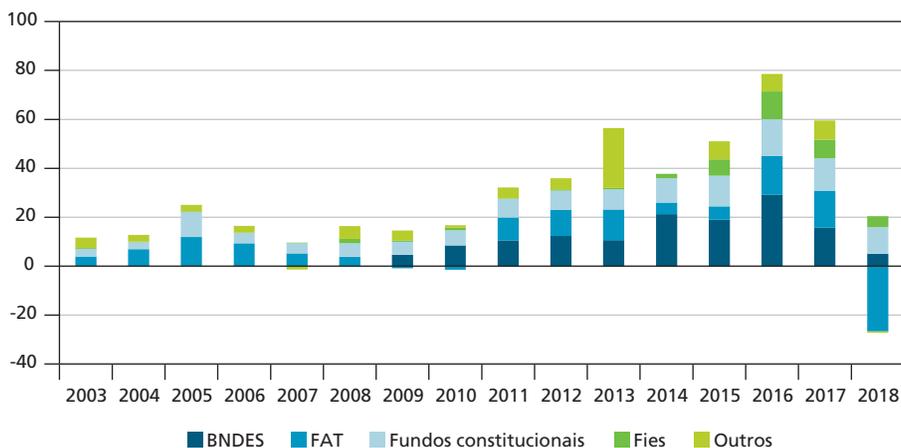
Principais programas responsáveis pelos benefícios financeiros (explícitos) no Brasil (2003-2018)
(Em R\$ 1 bilhão)



Fonte: Pires (2018).

GRÁFICO 3

Principais programas responsáveis pelos benefícios creditícios (implícitos) no Brasil (2003-2018)
(Em R\$ 1 bilhão)



Fonte: Pires (2018).

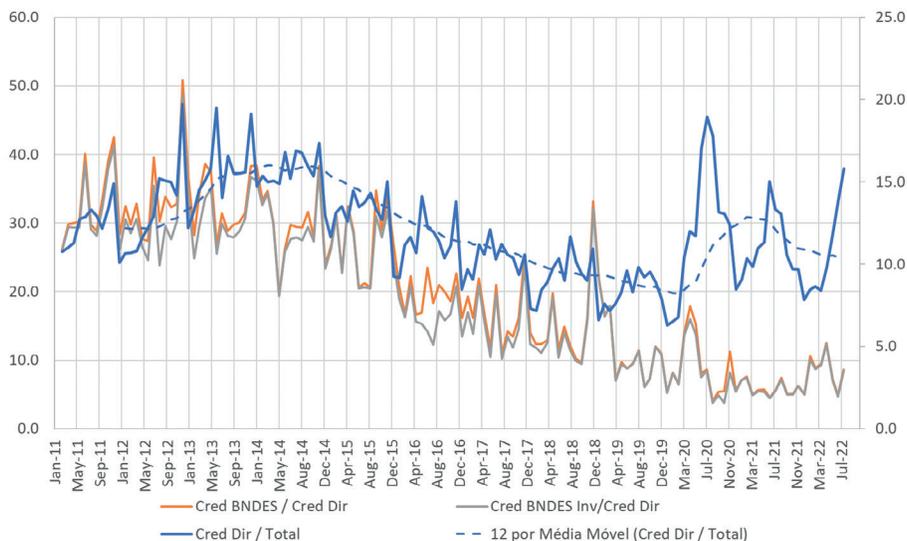
Obs.: A reversão do volume de subsídios para o FAT em 2018 se deveu à devolução antecipada de recursos do BNDES a partir daquele ano e ao ajuste patrimonial do fundo, exigido por determinação do Tribunal de Contas da União (TCU).

A seguir, analisaremos mais detalhadamente a participação do BNDES no crédito direcionado subsidiado no Brasil ao longo da última década. O gráfico 4 apresenta a evolução do financiamento direcionado em termos do volume total

de crédito no Brasil na última década, destacando a importância do BNDES. É possível ver a queda da participação do crédito direcionado no crédito total da economia desde 2014 até 2020, quando há uma elevação que se mantém para os anos seguintes. Os processos por trás desses valores são diferentes ao longo do tempo. No ciclo 2014-2015, há a expansão do crédito via PSI e a expansão da carteira do BNDES a partir do seu maior *funding*. Já o ciclo a partir de 2020 está em boa parte descolado da atuação do banco. Enquanto o aumento em 2020 é, em geral, associado a medidas emergenciais integradas de combate à pandemia da covid-19 – muitas das quais executadas pelo BNDES –,¹¹ a manutenção do patamar mostra a relevância crescente de outros canais para a expansão do crédito direcionado.

GRÁFICO 4

Evolução do crédito direcionado, concessões do BNDES totais e para investimentos – Brasil (2011-2022)



Fonte: Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS)/BCB.

Obs.: 1. Cálculos dos autores.

2. Dados para 2022 atualizados até julho.

3. Ilustração cujos leiaute e textos não puderam ser padronizados e revisados em virtude das condições técnicas dos originais (nota do Editorial).

Para entender o aumento do crédito direcionado sobre o total, o gráfico 5 traz os componentes desse crédito, a partir da classificação e organização dos dados pelo BCB. O gráfico 5 mostra a importância do BNDES para o crédito direcionado no Brasil até 2014, quando há início de sua redução (com o fim do PSI), chegando,

11. Ver Portela, Araújo e De Negri (2022).

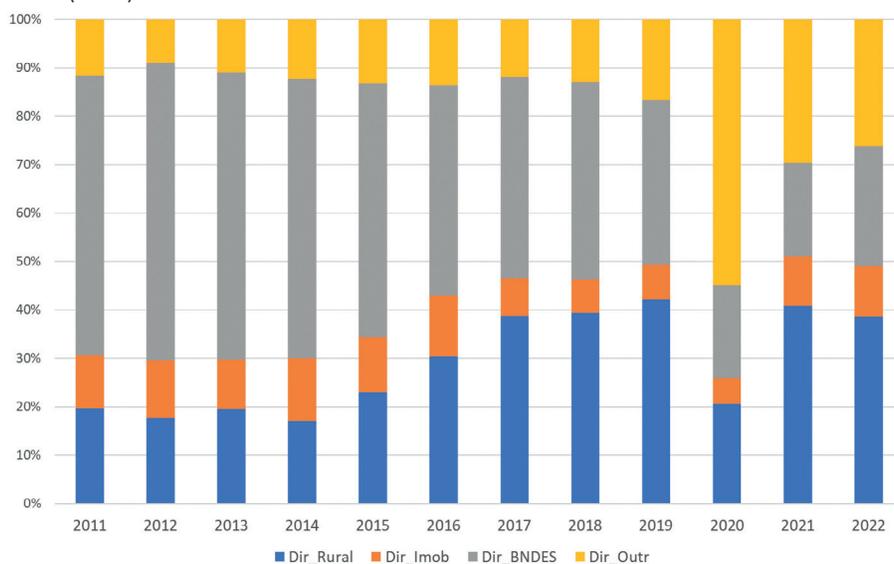
em 2020, ao seu menor patamar. Os gastos emergenciais durante a covid-19 são visíveis em 2020, mas a rubrica *Outros* já estava em crescimento desde 2015.

Deve-se destacar a importância que o crédito rural possui no crédito direcionado. Enquanto o aumento de importância de 2015 a 2019 pode ser atribuído a um efeito composição, em que valores constantes em uma base cadente (pela redução da ação do BNDES) ganham importância, os aumentos em 2021 e 2022 apontam para uma primazia e prioridade do crédito direcionado para o setor agropecuário.

GRÁFICO 5

Parcelas do crédito direcionado – Brasil (2011-2022)

(Em %)



Fonte: SGS/BCB.

Obs.: 1. Cálculos dos autores.

2. Dir_rural – crédito direcional para o setor rural; Dir_imob – crédito direcionado para construção e reforma e imóveis; Dir_BNDES – crédito concedido pelo BNDES; e Dir_outr – crédito concedido para outros fins, como capital de giro.
3. Ilustração cujos leiaute e textos não puderam ser padronizados e revisados em virtude das condições técnicas dos originais (nota do Editorial).

A análise das informações do gráfico 5 sugere que o mecanismo de crédito direcionado mantém sua relevância no país, atravessando diferentes administrações no Executivo federal. O papel desse crédito para ações estratégicas de combate a crises perdura, embora os patamares mais recentes apontem para uma mudança setorial de prioridade para o crédito.

Um dos argumentos para mudança no foco de atuação do BNDES – de líder e canal prioritário de fomento industrial via crédito direcionado para instituição secundária garantidora de financiamento privado – residia na necessidade de

fomentar o mercado privado de crédito para investimento (máquinas e equipamentos e imobiliário) na economia (Dutz, 2018). Ao atuar indiretamente no mercado, o banco não apenas permitia que a União deixasse de rivalizar com o setor privado na captação de recursos, mas também podia atuar de forma mais eficaz no fomento de micros e pequenas empresas que enfrentavam restrições no acesso ao crédito convencional por força da escassez de ativos.

Durante o período do PSI (2009-2014), críticas sobre o custo fiscal do PSI e do crédito via BNDES protagonizaram a discussão econômica no Brasil (Frischtak *et al.*, 2017). A tração da discussão levou à ação de política pública com a sanção da Lei nº 13.842, em 2017, que mudou a forma de remuneração dos recursos do FAT pelo BNDES, com a consequência de alterar o custo básico do crédito do desta instituição. Se até 2017 o crédito era principalmente balizado pela TJLP, a partir de 2018 passa a ser balizado pela TJLP, ou TLP.¹²

A TLP trouxe uma mudança significativa na precificação do crédito com recursos do BNDES, pois representa um componente fixo durante o período do empréstimo. Todavia, a remuneração do BNDES inclui agora o IPCA, que é pós-fixado. Dessa forma, o tomador de crédito tem de lidar com todo o risco inflacionário no seu custo de capital. Mais do que uma mudança de patamar (pelo valor da TJLP ser, supostamente, mais baixo que a TLP e taxa de inflação), a TLP traz essa mudança de aumento da volatilidade das taxas de juros do financiamento. Não sem surpresa, a demanda pelos recursos do BNDES caiu significativamente desde a sua introdução. Diante dessa redução de demanda, o BNDES ofereceu para pequenas e médias empresas uma taxa pré-fixada, a Taxa Fixa do BNDES (TFB). O banco determina o valor da TFB diariamente, com valores diferentes por período de carência e prazo da operação, exatamente por refletir a equivalência de projeções de inflação entre a contratação e o final do empréstimo.

12. Importante ressaltar que, mesmo constituindo a taxa de juros básica do BNDES até 2017, a TJLP não representava o custo pago pelo tomador do crédito direcionado pelo banco. Para operações diretas, havia a remuneração do BNDES e um ajuste para risco, que várias vezes era informada no patamar entre 1 a 2 p.p. Para as operações indiretas, além desta remuneração do BNDES, deve-se acrescentar a margem ou remuneração do intermediário financeiro. Na prática, para grande parte destas operações indiretas da forma de financiamento ao investimento para bens e equipamentos, principalmente de pequenas e menores empresas, a taxa de juros efetivamente praticada poderia ser o dobro ou mais que a TJLP. No caso de financiamentos com a TJLP, esta era uma taxa pós-fixada e ao longo do período do contrato os juros poderiam subir, se a TJLP subisse. Por sua vez, dado o histórico de mudanças muito pequenas e suaves da TJLP, não acompanhando, por exemplo, mudanças da Selic, a taxa poderia ser considerada fixa na prática. Para mais detalhes, ver Ribeiro (2018a).

4 PROPOSIÇÕES PARA O APERFEIÇOAMENTO DO MERCADO DE CRÉDITO NO BRASIL

4.1 Aperfeiçoamento do sistema jurídico e capacitação de seus recursos humanos para assegurar a proteção e execução de contratos comerciais

Promover varas especializadas está entre as formas mais eficientes de garantir que os casos recebam atenção mais rapidamente (World Bank, 2018; 2019). Também melhora a qualidade do sistema judiciário, pois permite que os juízes se especializem em casos de execução ou insolvência e, assim, tomem decisões mais embasadas, que consideram os efeitos econômicos dessas decisões para além dos contratos (em termos de precedente jurisprudencial e incentivos aos agentes do mercado). Isso vale particularmente para os casos de recuperação judicial e insolvência.

As falências e recuperações judiciais têm um grande impacto social e econômico (World Bank, 2018; Trecenti, Sacramone e Nunes, 2021). Há que se ponderar entre o potencial da empresa devedora de gerar receitas, empregos e tributos e a venda célere dos ativos da empresa falida para pagar o maior número de credores. Portanto, a justiça necessita aprimorar continuamente a capacidade de avaliação de temas administrativos, contábeis e econômicos para arbitrar com eficiência os interesses dos vários *stakeholders* envolvidos.

A eficiência dos tribunais na mediação de conflitos comerciais reduz custos e incertezas para os agentes econômicos, e pode ser mensurada pela rapidez com que esses casos são processados e solucionados. Segundo o World Bank (2019), a resolução de disputas comerciais é 92 dias mais rápida em economias com varas comerciais especializadas. O World Bank (2018) relata que a introdução de tribunais especializados em falências na França e na Tailândia aumentou significativamente o número de processos de recuperação iniciados e bem-sucedidos.¹³

A criação de varas especializadas de competência territorial abrangente teria impacto significativo, principalmente a criação das varas de recuperação e falência com juízes especializados no assunto, diante da disfuncionalidade do processo falimentar brasileiro (Trecenti, Sacramone e Nunes, 2021). Nas pequenas comarcas (que são as mais numerosas), existe apenas um único juiz com competência para julgar todos os feitos cíveis (incluindo fazenda pública, execução fiscal, família, sucessões, registros públicos, infância e juventude, além de falência e recuperação judicial) e criminais. Tais juízes têm poucos incentivos para receber treinamento específico em falências, uma vez que esperam julgar pouquíssimos casos dessa natureza; mas, na prática, em seu conjunto, acabam sendo responsáveis pelo ajuizamento da grande maioria das falências e recuperações judiciais no país (Costa, 2017).

13. Segundo Costa (2017), esse é também o caso do estado de São Paulo. Enquanto menos de 10% das empresas que ajuizam recuperação judicial efetivamente se recuperam no Brasil, na 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais de São Paulo, a taxa de sucesso é de 60%.

Logo, as varas especializadas com competência territorial não limitada à comarca viabilizariam que os processos de falência e recuperação fossem julgados por juízes especializados e experientes em processos dessa natureza. Raciocínio análogo para questões relacionadas à execução de contratos ou a outros temas do direito comercial em geral.¹⁴

Também de potencial transformador e, provavelmente, enfrentando menor resistência, seria o aprimoramento dos programas de qualificação permanente de juízes e servidores do Judiciário. A formação especializada e o aprendizado contínuo sobre resolução de insolvência permitem ao juiz tomar decisões melhores, considerando alguns elementos, como o bem-estar financeiro e a viabilidade do negócio do devedor. O treinamento pode tornar as decisões dos juízes mais previsíveis e uniformes, reduzindo a incerteza jurídica,¹⁵ e servem ainda como um canal essencial para a introdução de novas leis, métodos e práticas no Judiciário.¹⁶

O World Bank (2019) documenta que países com programas de treinamento em falência tendem a se desempenhar melhor nos indicadores de resolução de insolvência, e esses facilitam a apropriação das reformas pelos Judiciários, resultando em maior impacto dessas e na concepção orgânica dos próximos passos.

4.2 Criação de um cadastro unificado de garantias

Um sistema de registro e gerenciamento de garantias, com repercussão generalizada, aumentaria a segurança jurídica, facilitaria o crédito e a execução e reduziria os custos de inadimplência. Países como a China, a partir de 2007, e o Chile, a partir de 2011, têm tido experiências bem-sucedidas de aumento do crédito, principalmente às pequenas e médias empresas, após a criação dessas instituições registradoras.

O Sistema Eletrônico dos Registros Públicos (Serp) – Medida Provisória nº 1.085/2021 – permitirá que atos e negócios sejam registrados e consultados eletronicamente, garantindo mais segurança e agilidade e menor custo às operações de crédito e a outros negócios. Por sua vez, a proposta de novo Marco Legal das Garantias de Empréstimos (Projeto de Lei nº 4.188/2021) visa aperfeiçoar as regras de garantia de bens móveis e imóveis, prevendo a execução extrajudicial da garantia imobiliária

14. A lei estabelece que é responsabilidade dos tribunais de justiça dos estados criar as varas de competência regional, uma vez que se trata de matéria relacionada à organização judiciária. A Lei Complementar nº 1.336/2018 de São Paulo permitiu a divisão do estado em regiões administrativas judiciárias (RAJs) e tem avançado na criação de varas especializadas regionais. O Judiciário paulista já possui três varas de falências e recuperações judiciais e duas varas empresariais e de conflitos relacionadas à arbitragem da comarca da capital. Em setembro de 2022, foram criadas duas varas regionais empresariais e de conflitos relacionados à arbitragem da 4ª e da 10ª RAJs. Tais varas também julgarão casos de falência e recuperação judicial destas RAJs.

15. Note-se que tal evidência está de acordo com o argumento de Hadfield (2008) de que a qualidade da justiça está mais relacionada ao treinamento dos magistrados que à origem legal.

16. Por exemplo, Chemin (2009) demonstra que o programa de treinamento de magistrados no Paquistão teve impacto significativo na eficiência judicial, tornando o ambiente mais amigável aos negócios e resultando em um crescimento de 0,5% do PIB.

no concurso de credores, bem como possibilita a contratação de novas dívidas vinculadas a uma garantia imobiliária dada em alienação fiduciária com o mesmo credor. Tais mudanças tenderiam a aumentar o potencial creditício pela maior segurança e melhor alocação das garantias.

A nova Lei do Agro (Lei nº 13.986/2020) e o aprimoramento das garantias rurais (Lei nº 14.421/2022) também visam melhorar, ou mesmo criar, um sistema de garantias para o setor agrícola, com a consequente redução do custo e aumento do acesso ao crédito. Assim como a regulamentação da Nota Comercial (Lei nº 14.195/2021), o novo Marco Legal da Securitização (Lei nº 14.430/2022) e os Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais – Fiagro (Lei nº 14.130/2021) visam diversificar fontes e reduzir custos de financiamento das atividades empresariais pela facilitação da emissão de valores mobiliários e securitização.

Entre os projetos do Executivo, mas ainda pendentes de aprovação no Senado, está o Projeto de Lei nº 14.188/2021, que cria IGGs. A legislação e jurisprudência brasileiras dificultam a utilização de garantias diversas e a sua execução. Como consequência, tomadores menos intensivos nos poucos tipos de garantias aceitas – essencialmente imóveis – têm mais dificuldade de acesso ao crédito.

Segundo BCB (2018), as taxas do crédito pessoal sem garantia alcançavam em torno 111,2% a.a.; já as de crédito pessoal com garantia eram de 30,5% a.a.; e as do crédito imobiliário, de apenas de 9,3% a.a. Nesse ambiente, as IGGs se responsabilizariam pela constituição, utilização, gestão e pelo compartilhamento de garantias que seriam utilizadas para lastrear operações de crédito. Via IGGs, um mesmo bem poderia ser utilizado como garantia em mais de uma operação de crédito e com um ou mais credores. E com as amortizações do saldo devedor, haveria liberação da garantia para que o tomador pedisse novo crédito. Da maior facilidade na utilização de garantias e redução de perdas com inadimplência via IGGs, deve resultar uma significativa redução do custo e aumento do acesso ao crédito.

Note-se que o serviço de registro de garantias, as IGGs e os fundos garantidores de crédito focam em aspectos diferentes do problema das garantias. Enquanto o primeiro é fundamental para dar autenticidade e segurança às garantias, as segundas (IGGs) tratam de otimizar o seu uso. Já os fundos garantidores proveem garantias a empreendimentos ou a pessoas físicas que não conseguem fornecer as garantias necessárias. Esses são os casos do Fundo Garantidor Solidário (Medida Provisória nº 1.104/2022), direcionado à atividade rural; do Fundo Garantidor de Habitação Popular; dos Fundos Garantidores de Risco de Crédito para Micros, Pequenas e Médias Empresas; e do Fies.

Se funcionarem segundo seus objetivos, tais fundos concretizarão projetos de investimentos financeiramente viáveis que não aconteceria por falta de garantia, consequentemente aumentando o emprego, a produtividade e a renda. Uma vez

de posse de informações mais consistentes sobre as garantias dos tomadores, os fundos garantidores de crédito também podem expandir seu escopo de atuação, por exemplo, fornecendo coberturas diferenciadas para as micros e pequenas empresas.¹⁷

4.3 Aprimoramento da Lei de Falências

A reforma da legislação alimentar brasileira, por meio da introdução da Lei nº 14.112/2020 – Lei de Recuperação de Empresas e Falência (LREF) –, modernizou o regime jurídico de insolvência empresarial, agilizando e desburocratizando os procedimentos de recuperação judicial, recuperação extrajudicial e falência. Observam-se alterações que reequilibram o poder entre credores e devedores, incentivam a provisão de crédito novo a empresas em recuperação judicial, aumentam a segurança jurídica de operações de venda de ativos e facilitam a extinção das obrigações do empresário falido, de modo que ele possa voltar a empreender. Ou seja, reforçam o objetivo do arcabouço de insolvência, que é possibilitar a continuidade daquelas empresas com viabilidade econômica, enquanto facilita a realocação dos ativos produtivos de empresas ineficientes para outros empreendimentos mais eficientes.

Contudo, é preciso reforçar o alcance da nova lei por meio de sua efetiva promoção nos tribunais, onde ainda prevalece um entendimento arcaico acerca da importância da proteção aos credores no processo de liquidação de ativos. Inexiste obrigatoriedade de priorização do direito dos credores no direito brasileiro, de modo que o magistrado pode concluir que outros interesses igualmente protegidos na Constituição se sobrepõem a estes no caso concreto.

De fato, mesmo após a introdução da reforma da Lei de Falências, o entendimento dos tribunais pouco mudou em relação à situação anterior. Segundo Zabaglia e Oikawa (2021), a reforma é

um passo na direção certa da celeridade e da efetividade, mas o problema da insegurança jurídica só será superado com a efetiva aderência dos tribunais às regras novas e antigas da lei – aderência essa que por vezes vem sendo deixada em segundo plano no âmbito das recuperações judiciais, com decisões que, a pretexto de promover o princípio da preservação da empresa, adotam entendimentos contrários a dispositivos expressos da mesma LREF.

Isso enfatiza não apenas a necessidade de maior especificação do alcance ampliado dos direitos dos credores na legislação, mas também, uma vez mais, a urgência em se reforçar a capacitação dos juízes para a análise de processos dessa natureza.

17. Ver Lopez-Acevedo e Tinajero (2010) para uma avaliação positiva da experiência do México. Ou Cusmano (2013) para uma análise do papel, impacto e sustentabilidade dos fundos garantidores de crédito, baseada em mais de vinte casos de fundos garantidores ao redor do mundo.

4.4 Mudança no paradigma de atuação do BNDES para concessão de garantias em substituição ao crédito direcionado

É consenso que pequenas e médias empresas enfrentam mais restrições no acesso a crédito.¹⁸ Seu pouco histórico como tomadores e a incerteza quanto ao seu potencial de crescimento fazem com que, em um mercado de crédito caracterizado por informação assimétrica, em que garantias e desempenho passado (medido pelo *credit score*) são necessários para acessar crédito, essas empresas sejam particularmente afetadas pela restrição ao crédito.

Enquanto a política do BCB (na direção do *open banking*, cadastro positivo e portabilidade) tenta aumentar a concorrência e reduzir a restrição de crédito às empresas¹⁹ que já possuem algum histórico de crédito, a questão permanece sem resposta no caso das empresas jovens, bem como quanto ao que fazer para evitar *scarring effects* de empresas que não tomaram crédito no passado e não conseguem fazê-lo no presente.²⁰ A fim de endereçar esses problemas, um sistema de oferta de garantias (ou seguro garantia) pode ser o caminho para que possam construir seu histórico de crédito e acessar novas linhas de financiamento.

Um programa de garantias de crédito pode ter um alcance similar ou maior na expansão de crédito do que o próprio *funding* a um programa de crédito. Dessa forma, seu poder multiplicador e seu impacto na sociedade podem ser positivos. No Brasil, a experiência de programas públicos de garantias de crédito²¹ possui experiência com o Fundo Garantidor à Exportação, que opera o Seguro de Crédito à Exportação. Os efeitos positivos desse seguro de crédito para a expansão do comércio exterior não podem ser esquecidos, à sombra de problemas de desenho do fundo na sua relação com o Tesouro Nacional.²²

Já a experiência recente do uso de banco público para criar um mecanismo de fundo garantidor de crédito pode apontar um caminho interessante para os bancos públicos no financiamento do desenvolvimento. O Programa Emergencial de Acesso a Crédito (Peac), vinculado ao Fundo Garantidor de Investimentos (FGI) do BNDES (FGI-Peac), ativo entre junho e dezembro de 2020, por meio de aporte do Tesouro Nacional, pôde expandir o alcance do FGI para outros tipos

18. Uma apresentação didática do problema da restrição ao crédito pode ser encontrada em Grimaldi e Pinto (2022).

19. Para uma discussão sobre o *open banking* e a portabilidade para melhorar a eficiência do crédito no Brasil, ver os *Relatórios de Economia Bancária* do BCB, que trazem um registro das políticas BC+ e BC# do BCB, as quais incluem o *open banking* e as melhoras na portabilidade. Um tema-chave para este aumento de competição e redução de taxas de juros reside na eliminação de *informational rents* de bancos com seus clientes, como discutido em Castelar e Moura (2003).

20. Evidências de *credit scarring effects* são discutidas em Aristei e Angori (2022) e Cowling, Liu e Calabrese (2022).

21. Por economia de espaço e foco deste texto, não tratamos de programas de garantias bancárias, como o FGC, mais recentemente organizado pela Resolução CMN nº 4.222, de 23 de maio de 2013. Este fundo protege os depositantes do risco de falência bancária.

22. Ver, por exemplo, Pinto, Roitman e Hirata (2020) para um financiamento como o BNDES-Exim. Para detalhes mais amplos ver o estudo de Ribeiro (2018b).

de crédito em instituições financeiras credenciadas que já operavam com o BNDES.²³ O foco do programa foram as pequenas e médias empresas com acesso limitado às linhas de financiamento com recursos públicos.

O FGI-Peac difere do papel usual do BNDES, pois o cerne foi a concessão de garantias a qualquer tipo de crédito para empresas, e não apenas o financiamento de aquisição de máquinas e equipamentos ou projetos. Uma cuidadosa avaliação de impacto mostra que o programa teve efeitos positivos significativos na redução da mortalidade e na manutenção de empregos, em um contexto de aguda crise econômica (Machado *et al.*, 2022). Em adição, o programa passou por um raro processo de avaliação de sua efetividade fiscal, ou seja, uma análise de eficiência do programa.²⁴ O estudo conclui por uma eficiência de 1,4 vez o custo fiscal, até um ano após o fim do programa.

A experiência do FGI-Peac permite considerar a estrutura de acesso, via operações indiretas (garantias de crédito, em vez de empréstimos convencionais), como um canal de aumento da capilaridade dos bancos públicos. Essa experiência também destaca o papel necessário desses bancos como canal de aplicação de políticas públicas em tempos de crise, em que restrições de crédito alcançam patamares muito elevados, os quais ameaçam produzir efeitos deletérios permanentes na economia, a exemplo dos choques econômicos de 2008 e, mais recentemente, da pandemia da covid-19.

REFERÊNCIAS

ANTUNES, A.; CAVALCANTI, T.; VILLAMIL, A. The effect of financial repression and enforcement on entrepreneurship and economic development. **Journal of Monetary Economics**, v. 55, n. 2, p. 278-297, 2008.

ARISTEI, D.; ANGORI, G. Heterogeneity and state dependence in firms' access to bank credit. **Small Business Economics**, v. 59, p. 47-78, 2022.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de economia bancária**. Brasília: BCB, 2018.

BUERA, F.; SHIN, Y. Financial frictions and the persistence of history: a quantitative exploration. **Journal of Political Economy**, v. 121, p. 221-272, 2013.

23. Para mais detalhes do desenho, ver Machado *et al.* (2022).

24. Na classificação dos tipos de avaliação de impacto, a grande maioria dos estudos foca na eficácia (em que os objetivos primários foram alcançados); alguns, por meio de métodos econométricos, tentam recuperar a efetividade de um programa (ou seja, o impacto em dimensões dependentes do programa, mas não instrumentalizadas por ele), mas apenas uma minoria desses trabalhos consegue fazer uma análise robusta de eficiência, na qual os impactos de eficácia são contrastados com os custos.

CASTELAR, A.; MOURA, A. Segmentation and the use of information in Brazilian credit markets. *In: MILLER, M. (Ed.). **Credit reporting systems and the international economy***. Cambridge, United States: MIT Press, 2003.

CHEMIN, M. The impact of the judiciary on entrepreneurship: evaluation of Pakistan's "Access to Justice Programme". **Journal of Public Economics**, v. 93, p. 114-125, 2009.

COWLING, M.; LIU, W.; CALABRESE, R. Has previous loan rejection scarred firms from applying for loans during covid-19? **Small Business Economics**, v. 59, p. 1327-1350, 2022.

CUSMANO, L. **SME and entrepreneurship financing**: the role of credit guarantee schemes and mutual guarantee societies in supporting finance for small and medium-sized enterprises. OECD, 2013. (OECD SME and Entrepreneurship Papers, n. 1).

COSTA, D. Varas de falência e recuperação de competência regional. **Jota Info**, 1º nov. 2017. Disponível em: <https://www.jota.info/especiais/varas-de-falencia-e-recuperacao-de-competencia-regional-01112017>.

DE NEGRI, J. *et al.* Elasticidades, juros e prazo da demanda de crédito livre e direcionado no Brasil. *In: DE NEGRI, J. et al. **Financiar o futuro**: o papel do BNDES*. Rio de Janeiro: Ipea, 2022.

DUTZ, M. **Jobs and Growth**: Brazil's productivity agenda. Washington: World Bank Group, 2018. Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/29808/9781464813207.pdf?sequence=2&isAllowed=y>.

FRISCHTAK, C. *et al.* **Towards a more effective BNDES**. Washington: World Bank, 2017. (Finance and Markets Global Practice, n. 117304).

GRIMALDI, D.; PINTO, A. Para além da estabilidade: uma nova agenda para o mercado de crédito no Brasil. *In: GIAMBIAGI, F.; BARBOZA, R. **O labirinto visto de cima**: saídas para o desenvolvimento do Brasil*. Rio de Janeiro: Lux Editora, 2022.

HADFIELD, G. The levers of legal design: Institutional determinants of the quality of law. **Journal of Comparative Economics**, v. 36, p. 43-73, 2008.

HSIEH, C.; KLENOW, P., Misallocation and manufacturing TFP in China and India. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 124, n. 4, p. 1403-1448, Nov. 2009.

LOPEZ-ACEVEDO, G.; TINAJERO, M. **Mexico**: impact evaluation of SME programs using panel firm data. Washington: World Bank, 2010. (Policy Research Working Paper, n. 5186).

MACHADO, L. *et al.* Crédito e garantia: uma análise de custo-efetividade da atuação anticíclica do BNDES na crise da covid-19. **Relatório de avaliação de efetividade**, v. 4, n. 12, 2022. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/22464/1/Relat%C3%B3rio%20de%20Avalia%C3%A7%C3%A3o%20de%20Efetividade_v.%204%2C%20n.%2012%2C%20jun.%202022.pdf.

PINTO, R. C. C.; ROITMAN, F. B.; HIRATA, E. S. **Relatório de avaliação de efetividade**: avaliação de impacto do BNDES exim pós-embarque serviços – efeitos indiretos sobre a cadeia de fornecedores. Brasília: BNDES, 2020. v. 2.

PIRES, M. M. C. **Mecanismos fiscais de financiamento do desenvolvimento**: o caso do crédito público – Coleção Cátedras 2018. Brasília: Enap, 2018. (Cadernos Enap, n. 111).

PORTELA, C.; ARAÚJO, J.; DE NEGRI, J. A. Análise do crédito direcionado com recursos do BNDES para pessoas jurídicas. *In*: DE NEGRI, J. A.; ARAÚJO, B. C.; BACELETTE, R. G. (Org.). **Financiar o futuro**: o papel do BNDES. Rio de Janeiro: Ipea, 2022.

RIBEIRO, E. P. O papel do BNDES no financiamento de bens de capital no Brasil: concorrência bancária e custo de empréstimos. *In*: DE NEGRI, J.; ARAÚJO, B.; BACELETTE, R. (Org.). **Desafios da nação**: artigos de apoio. 1. ed. Brasília: Ipea, 2018a. v. 1, p. 603-628.

RIBEIRO, E. P. **O Fundo de Garantia à Exportação do Brasil como instrumento de promoção das exportações de pequenas e médias empresas do país para a América Latina**. Brasília: Ipea; CEPAL, 2018b.

SILVA FILHO, E. B. Padrão de financiamento e exposição cambial das empresas exportadoras brasileiras a partir da crise de 2008. **Boletim de Economia e Política Internacional**, n. 12, 2012.

SVIRYDZENKA, K. **Introducing a new broad-based index of financial development**. IMF, 2016. (Working Paper, n. 5).

TRECENTI, J.; SACRAMONE, M.; NUNES, M. (Coord.). **Recuperação judicial e preservação das empresas**: evidências empíricas sobre a efetividade da recuperação judicial na manutenção da atividade econômica das empresas. Brasília: Editora Foco, 2021.

WILLIAMSON, O. E. **The economic institutions of capitalism**: firms, markets, relational contracting. London: Collier Macmillan Publishers, 1985.

WORLD BANK. **Doing Business 2018**. Washington: World Bank, 2018.

WORLD BANK. **Doing Business 2019**. Washington: World Bank, 2019.

ZABAGLIA, R.; OIKAWA, R. Entenda como funciona a Lei de Recuperação de Empresas e Falências: o que é e o que muda com as alterações recentes na Lei de Recuperação Judicial de Empresas e Falências? **Jota Info**, jul. 2021. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/nova-lei-de-recuperacao-de-empresas-e-falencias-30072021>.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

ABJ – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA. **Estudo jurimétrico sobre execução de contratos**: relatório Doing Business. ABJ, 10 jun. 2020.

ABJ – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA. **Observatório da insolvência**: fase 3 – falências no estado de São Paulo. ABJ, 28 abr. 2022.

AGHION, P.; BOLTON, P. An incomplete contracts approach to financial contracting. **Review of Economic Studies**, v. 59, p. 473-494, 1992.

AKERLOF, G. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, p. 488-500, 1970.

ARAÚJO, A.; FUNCHAL, B.; FERREIRA, R. The Brazilian bankruptcy law experience. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, p. 994-1004, 2012.

ARROW, K. Uncertainty and the welfare economics of medical care. **American Economic Review**, v. 53, p. 941-973, 1963.

ASSUNÇÃO, J.; BENMELECH, E.; SILVA, F. Repossession and the democratization of credit. **Review of Financial Studies**, v. 27, p. 2661-2689, 2014.

BAE, K.; GOYAL, V. Creditor rights, enforcement, and bank loans. **Journal of Finance**, v. 64, p. 823-860, 2009.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Análise dos efeitos do cadastro positivo**. Brasília: BCB, 2021.

BAKHTIARI, S. *et al.* Financial constraints and small and medium enterprises: a review. **Economic Record**, v. 96, p. 506-523, 2020.

BERGER, A. N.; UDELL, G. F. The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. **Journal of Banking Finance**, v. 22, p. 613-673, 1998.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Relatório de efetividade 2020-2021**. Rio de Janeiro: BNDES, 2022. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/22304/1/2022_Relatorio%20de%20efetividade_2020-2021_BD.pdf.

BONOMO, M. *et al.* Crédito direcionado e financiamento do desenvolvimento. *In: DE NEGRI, J.; ARAÚJO, B.; BACELETTE, R. (Org.). Desafios da nação: artigos de apoio*. 1. ed. Brasília: Ipea, 2018. v. 1, p. 629-661.

CARNEIRO, D.; CAMBOTA, J. **Avaliação do fundo constitucional de financiamento do Nordeste**: uma revisão sistemática da literatura. Fortaleza: BNB, 2018. Disponível em: https://www.bnb.gov.br/s482-dspace/bitstream/123456789/672/4/2018_AET_Carneiro%20e%20Cambota.pdf.

CAVALCANTI, M.; SANTOS, F. Medidas recentes para redução de imperfeições no mercado de crédito brasileiro: visão geral e considerações sobre impactos potenciais. **Carta de Conjuntura**, v. 55, 2022.

CHEMIN, M. *et al.* **Data science for justice**: evidence from a randomized judicial reform in Kenya. NBER, 2022.

DE NEGRI, J. *et al.* Financiamento do desenvolvimento no Brasil. *In: DE NEGRI, J.; ARAÚJO, B.; BACELETTE, R. (Org.). Desafios da nação: artigos de apoio*. 1. ed. Brasília: Ipea, 2018. v. 1, p. 563-601.

DIAMOND, D. Committing to commit: short-term debt when enforcement is costly. **Journal of Finance**, v. 59, p. 1447-1480, 2004.

FOLDES, S.; CARVALHAL, A. Uma agenda para o mercado de capitais. *In: GIAMBIAGI, F.; BARBOZA, R. O labirinto visto de cima: saídas para o desenvolvimento do Brasil*. Rio de Janeiro: Lux Editora, 2022.

FONSECA, J.; MATRAY, A. **The real effects of banking the poor**: evidence from Brazil. Cambridge, United States: NBER, 2022. (NBER Working Paper, n. 30057).

FONSECA, J.; DOORNIK, B. van. Financial development and labor market outcomes: evidence from Brazil. **Journal of Financial Economics**, v. 143, p. 550-568, 2022.

GELOS, R. Banking spreads in Latin America. **Economic Inquiry**, v. 47, p. 796-814, 2009.

GIAMBIAGI, F. **A taxa de juros nominal de longo prazo (TNLP)**. Rio de Janeiro: FGV-Ibre, 2022. (Texto para Discussão, n. 3). Disponível em: https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2022-07/textosdediscussao_3_a-taxa-de-juros-nominal-de-longo-prazo-tnlp_28072022_0.pdf.

HART, O.; MOORE, J. A theory of debt based on the inalienability of human capital. **Quarterly Journal of Economics**, v. 109, p. 841-879, 1994.

HART, O.; MOORE, J. Default and renegotiation: a dynamic model of debt. **Quarterly Journal of Economics**, v. 98, p. 1-41, 1998.

HOLMSTROM, B.; TIROLE, J. Financial intermediation, loanable funds, and the real sector. **Quarterly Journal of Economics**, v. 102, p. 663-691, 1997.

HSU, P.; TIAN, X.; XU, Y. Financial development and innovation: cross-country evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 112, p. 116-135, 2014.

JACKSON, H.; ROE, M. Public and private enforcement of securities laws: resource-based evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 93, p. 207-238, 2009.

JOAQUIM, G.; DOORNIK, B. van; ORNELAS, J. **Bank competition, cost of credit and economic activity**: evidence from Brazil. Central Bank of Brazil, 2019. (Working Papers Series, n. 508).

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. What works in securities laws? **Journal of Finance**, v. 61, p. 1-32, 2006.

LA PORTA, R. *et al.* Legal determinants of external finance. **Journal of Finance**, v. 52, p. 1131-1150, 1997.

LA PORTA, R. *et al.* Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LAEVEN, L.; MAJNONI, G. Does judicial efficiency lower the cost of credit? **Journal of Banking and Finance**, v. 29, p. 1791-1812, 2005.

LEVINE, R. Finance and growth: theory and evidence. **Handbook of Economic Growth**, v. 1, part A, p. 865-934, 2005.

MILLER, N. *et al.* On the misuse of regressions of price on HHI in merger review. **Journal of Antitrust Enforcement**, v. 10, p. 248-259, 2022.

MUSACCHIO, A. Can civil law countries get good institutions? Lessons from the history of creditor rights and bond markets in Brazil. **Journal of Economic History**, v. 68, p. 80-108, 2008.

OLIVEIRA, G. R. *et al.* Efeitos não lineares dos fundos constitucionais de financiamento entre 2000 e 2012. *In*: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 45., 2017, Natal, Rio Grande do Norte. **Anais...** Natal: Anpec, 2017.

PEREIRA, I. **Avaliação de impacto do uso do cartão BNDES sobre o emprego das micro, pequenas e médias empresas**. 2021. Dissertação (Mestrado) – Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, 2021.

PLÜMPER, T.; TROEGER, V. Efficient estimation of time-invariant and rarely changing variables in finite sample panel analysis with unit fixed effects. **Political Analysis**, v. 15, p. 124-139, 2007.

PONTICELLI, J.; ALENCAR, L. Court enforcement, bank loans and firm investment: evidence from a bankruptcy reform in Brazil. **Quarterly Journal of Economics**, v. 131, p. 1365-1413, 2016.

RIBEIRO, E. P. **Promotion effects on demand estimation**: the case of a large, subsidized investment credit program. 2020. Mimeografado.

SONAGLIO, C. M.; BRAGA, M. J.; CAMPOS, A. C. Investimento público e privado no Brasil: evidências dos efeitos *crowding-in* e *crowding-out* no período 1995-2006. **Revista Economia**, v. 11, n. 2, p. 383-401, 2010. Disponível em: https://anpec.org.br/revista/vol11/vol11n2p383_401.pdf.

STIGLITZ, J.; WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. **American Economic Review**, v. 71, p. 393-410, 1981.

WORLD BANK. **Principles for public credit guarantee schemes for SMEs**. Washington: World Bank Group, 2015. (Working Paper, n. 101769). Disponível em: <http://documents.worldbank.org/curated/en/576961468197998372/Principles-for-public-credit-guarantee-schemes-for-SMEs>.

WORLD BANK. **Doing business 2020**. Washington: World Bank, 2020.

ZEIDAN, R. Why is bank credit in Brazil the most expensive in the world? **Brazilian Review of Finance**, v. 18, p. 1-22, 2020.

