

CREDITO

Medidas recentes para redução de imperfeições do mercado de crédito brasileiro: visão geral e considerações sobre impactos potenciais

1 Introdução

Ao longo das últimas duas décadas, o Brasil passou por um significativo processo de aprofundamento do mercado de crédito, no qual o saldo total de crédito concedido pelo sistema financeiro ao setor privado passou de 27,3% do produto interno bruto (PIB) em dezembro de 2000 para 53,9% do PIB em dezembro de 2021. Esse processo esteve associado a um ambiente externo caracterizado pela expansão do crédito na maior parte dos países, mas também a mudanças no arcabouço legal e institucional do mercado de crédito brasileiro, que favoreceram o aumento dos empréstimos às empresas e famílias.

Apesar dos avanços obtidos, o mercado de crédito no país ainda se caracteriza por imperfeições e fricções que dificultam o acesso de empresas e famílias ao financiamento de atividades de produção, investimento e consumo. Em particular, a oferta desigual de crédito é um importante desafio para a política econômica, decorrente de razões estruturais relacionadas à assimetria de informações e questões regulatórias que inibem o avanço do crédito para certos grupos. Um caso emblemático é a dificuldade de os pequenos empreendedores obterem, apesar de serem potenciais geradores de renda e emprego. As iniciativas públicas de microcrédito produtivo buscam justamente minimizar as falhas de mercado que impedem a alocação ótima de recursos, facilitando o acesso ao crédito por parte de empreendedores com bons projetos e boas perspectivas de geração de valor.

Um sintoma dos problemas de alocação de crédito é a disparidade de taxas de juros entre as diversas modalidades de financiamento. A média das taxas de juros com recursos livres, que correspondem aos contratos de financiamentos e empréstimos com taxas de juros livremente pactuadas, é de 35% ao ano (a.a.), enquanto a de recursos direcionados, que são contratos regulamentados ou vinculados a recursos orçamentários, é de 9% a.a. A análise de modalidades específicas registra amplitude ainda maior; por exemplo, enquanto os empréstimos consignados de trabalhadores do setor público apresentavam, em fevereiro de 2022, taxas de 20,4% a.a., as taxas de crédito consignado do setor privado eram de 36,2% a.a. e as taxas de empréstimo pessoal não consignado giravam em torno de 83,4% a.a. É razoável afirmar que os empréstimos consignados de trabalhadores do setor público apresentam

Marco A.F.H. Cavalcanti

Diretor de Estudos e Políticas
Macroeconômicas (Dimac) do Ipea

marco.cavalcanti@ipea.gov.br

Francisco E. de Luna A. Santos

Diretor adjunto de Estudos e Políticas
Macroeconômicas (Dimac) do Ipea

francisco.santos@ipea.gov.br

Divulgado em 03 de maio de 2022.

garantias maiores do que os consignados do setor privado que, por sua vez, são mais garantidos do que os não consignados, o que sugere um papel potencialmente importante das garantias de renda na obtenção de melhores condições de acesso ao crédito. Argumentos similares podem ser extrapolados para o caso de garantias com bens ou outros tipos de garantias.

Nesse contexto, os anos recentes têm visto uma série de medidas governamentais e propostas legislativas que visam justamente superar alguns desses problemas, por meio da atenuação dos impactos causados pela assimetria de informação inerente aos mercados de crédito. Entre as medidas legislativas e regulatórias adotadas entre 2019 e 2020, cabe destacar: a Lei nº 13.986/2020 (Nova Lei do Agro); a criação do Fundo de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (FIAGRO) pelo Projeto de Lei nº 5.191/2020, convertido na Lei nº 14.130 em março de 2021; a regulamentação do Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) em dólar; a reforma da Lei de Falências (Lei nº 14.112/2020); a possibilidade de que, no âmbito do chamado Novo FGTS, os direitos aos recebíveis do Saque-Aniversário fossem usados como garantia em operações de crédito; e as medidas implementadas no âmbito da Agenda BC#, reformulação da Agenda BC+, lançada em 2016. Durante 2020, as medidas voltadas para o mercado de crédito tiveram como prioridade atenuar os impactos adversos da crise causada pela pandemia da Covid-19 sobre empresas e famílias. Ao longo de 2021, porém, o foco voltou gradualmente para medidas de caráter mais estrutural. No momento, temos múltiplas medidas legislativas propostas pelo governo federal ou pelo Congresso visando contribuir para resolver ou atenuar alguns dos problemas característicos do mercado de crédito. Entre tais medidas, destacamos o Projeto de Lei nº 4.188/2021, que trata do Novo Marco de Garantias, a Medida Provisória nº 1.085/2021, referente ao Sistema Eletrônico dos Registros Públicos (SERP), e as Medidas Provisórias nº 1.103, Novo Marco de Securitização, nº 1.104, assinatura eletrônica na emissão da Cédula de Produto Rural (CPR) e Fundo Garantidor Solidário (FGS), nº 1.107, o Programa de Simplificação do Microcrédito Digital (SIM Digital), e nº 1.114, Fundo Garantidor de Habitação Popular e participação da União em fundos garantidores de risco de crédito para micro, pequenas e médias empresas – todas de 2022.

O objetivo desta *Nota* é resumir os principais pontos dessas propostas legislativas mais recentes e discutir brevemente, com base na literatura teórica e empírica, alguns de seus impactos potenciais sobre o mercado de crédito e sobre a economia brasileira em geral.

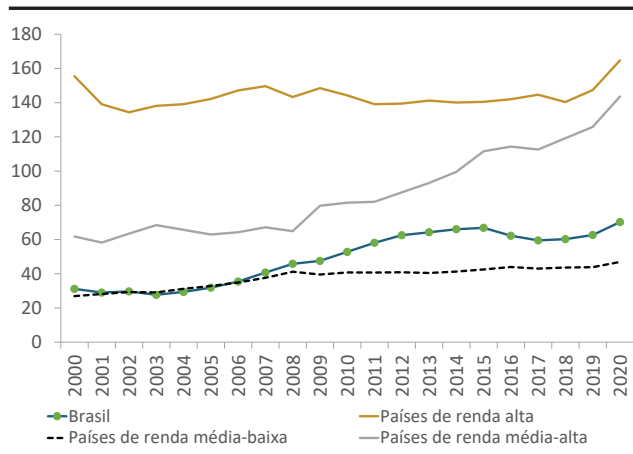
2 Evolução recente e dificuldades do mercado de crédito no Brasil

A razão crédito-PIB no Brasil apresentou significativo crescimento nas últimas duas décadas, quando o saldo total de crédito concedido pelo sistema financeiro ao setor privado passou de 27,3% do PIB, em dezembro de 2000, para 53,9% do PIB, em dezembro de 2021. Em comparação internacional, contudo, observa-se que, apesar do significativo aprofundamento financeiro ocorrido, o nível do crédito do país ainda se encontra abaixo do potencial (gráfico 1).¹

Além da expansão do crédito total disponibilizado ao setor privado, nos últimos anos tem havido também mudanças significativas na sua composição, especialmente no que tange à diferenciação entre crédito direcionado e crédito livre. Conforme mostra o gráfico 2, a expansão do crédito entre 2011 e 2015 se deu pelo crescimento do crédito direcionado, cujo pico aconteceu em novembro de 2015. Após um período em que ambas as modalidades recuaram, a recuperação do mercado de crédito partir de 2017 passou a ser dominada pelo crédito com recursos livres.

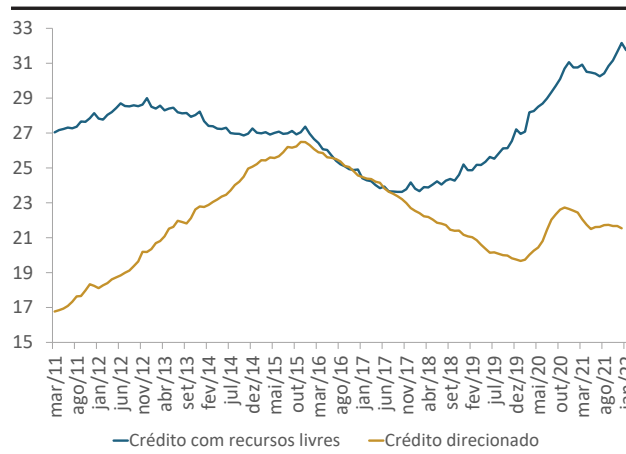
1. O indicador de crédito doméstico ao setor privado, reportado no gráfico 1, é uma medida de crédito ampliado que inclui, além de empréstimos e financiamentos, a captação via títulos privados. Como se trata de uma comparação internacional, pode haver diferenças em relação aos dados divulgados pelos respectivos bancos centrais, em particular por conta da inclusão ou não de contratos com empresas que sejam parcial ou totalmente controladas pelos governos centrais. Eventuais diferenças metodológicas, no entanto, não são suficientes para alterar as conclusões obtidas por meio do gráfico 1.

GRÁFICO 1
Brasil versus grupos de países: crédito doméstico ao setor privado
 (Em % do PIB)



Fonte: World Development Indicators (World Bank).
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 2
Crédito direcionado e crédito livre
 (Em % do PIB)



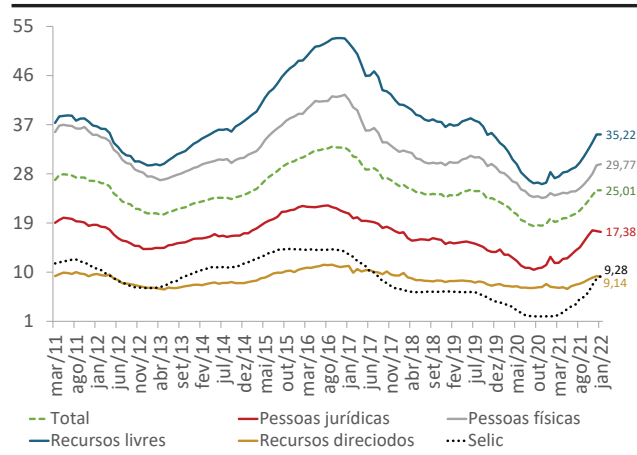
Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

A redução da fração do crédito direcionado no total do crédito ao setor privado refletiu a mudança no papel atribuído ao setor público no mercado de crédito desde 2016, que deveria pautar-se pela redução dos subsídios implícitos nas operações dos agentes financeiros públicos – que implicavam importante ônus fiscal – e pela priorização das operações de crédito voltadas para projetos de infraestrutura ou outros projetos particularmente afetados por falhas de mercado. A nova visão sobre o papel das operações de crédito com recursos públicos se pautou justamente na percepção de que parte relevante dessas operações apresentava elevado custo fiscal, mas relativamente baixo retorno social. É certo que programas de financiamento custeados com subsídios ou recursos públicos podem ter impactos relevantes sobre determinados segmentos produtivos. Por exemplo, Silva e Saccaro (2021) mostram que o programa Finame – Financiamento de máquinas e equipamentos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) esteve associado à maior sobrevivência das empresas micro, pequenas e de médio porte contempladas pelo programa, relativamente às não contempladas. Contudo, resultados desse tipo não justificam necessariamente a atuação estatal em programas de crédito direcionado e subsidiado, pois estes podem estar aumentando a sobrevivência de empresas ineficientes – contribuindo para a existência de distorções na alocação de recursos na economia – ou podem estar beneficiando empresas que não precisariam de subsídios para operar eficientemente – reforçando a desigualdade na distribuição dos recursos públicos e nas condições de acesso a crédito. De fato, conforme assinalado por Bonomo *et al.* (2015), as operações de crédito direcionado entre 2004 e 2012 beneficiaram principalmente empresas maiores, mais antigas e de menor risco, que já tinham acesso razoável a outras fontes de financiamento. Silva *et al.* (2021), por sua vez, mostram que, após a crise de 2008-2009, a relação entre o crédito concedido pelos bancos públicos e o crescimento dos municípios não apresenta diferença em comparação com o crédito privado – não havendo, assim, evidências em favor de efeitos positivos mais fortes sobre o crescimento. Todavia, os resultados apresentados em De Negri, Araújo e Bacelete (no prelo) indicam papel relevante dos projetos de infraestrutura financiados pelo BNDES sobre o PIB *per capita*, a arrecadação de impostos e o desenvolvimento municipal. Uma discussão mais aprofundada desse tema foge ao escopo desta *Nota*, cabendo apenas destacar, aqui, que a visão subjacente à revisão da atuação estatal no mercado de crédito observada nos últimos anos, com foco no financiamento da infraestrutura e em atividades específicas particularmente afetadas por falhas de mercado, parece respaldada por bons argumentos.

Naturalmente, a diminuição do crédito ofertado pelos agentes financeiros públicos tem aberto espaço para a ampliação das operações do sistema financeiro privado. Entre setembro de 2015 e janeiro de 2022, o saldo do crédito das instituições privadas passou de R\$ 1,9 trilhões para R\$ 2,6 trilhões, a preços de janeiro de 2022, enquanto o saldo das instituições públicas passou de R\$ 2,5 trilhões para R\$ 2,0 trilhões em igual comparação.

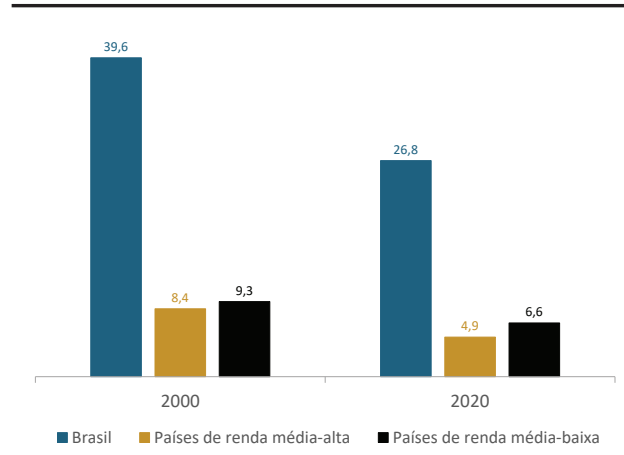
Apesar dos avanços ocorridos no passado, ainda há espaço para a ampliação do acesso ao crédito no país. A sondagem da indústria realizada pela Confederação Nacional da Indústria (CNI) em março de 2022 mostra que os empresários relatam dificuldades de obter acesso ao crédito. Versões anteriores da mesma pesquisa mostram que se trata de problema antigo, haja vista que, desde 2013, o indicador de facilidade ao crédito nunca ultrapassou a marca que lhe garantiria uma leitura otimista. Soma-se a isso o fato de que o custo médio do crédito no país ainda se encontra em patamar relativamente elevado: o gráfico 3 ilustra as informações mencionados na introdução desta *Nota* e mostra a disparidade do custo médio entre as modalidades (livres e direcionados) e entre os segmentos (pessoa física e jurídica). Na mesma linha, o gráfico 4 mostra que, de acordo com as estimativas do Banco Mundial, o *spread* médio entre as taxas de captação e de empréstimo (de curto e médio prazo) dos bancos no Brasil encontram-se muito acima do nível observado em países de renda comparável; em 2020, enquanto esse *spread* teria sido de 26,8% a.a. no Brasil, para os países de renda média baixa essa taxa teria girado em torno de 6,7% a.a., enquanto os países de renda média alta teriam registrado taxa de cerca de 8,4% a.a.. Nota-se, ademais, que essa disparidade entre o Brasil e o resto do mundo apresenta caráter estrutural, haja vista que o mesmo padrão se observava vinte anos atrás.

GRÁFICO 3
Taxa de juros das operações de crédito dessazonalizadas
(Em % a.a.)



Fonte: BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 4
Brasil versus grupos de países: spread médio entre as taxas de empréstimo e captação dos bancos
(Em % a.a.)



World Development Indicators (World Bank).
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Cabe notar que os fatores estruturais explicativos das elevadas taxas de juros no Brasil são vários, incluindo aspectos da estrutura de mercado, custos operacionais, risco de crédito, qualidade gerencial, volatilidade dos juros e volume de crédito direcionado, entre outros (Zeidan, 2020). Entretanto, a dimensão associada ao grau de proteção do credor possui papel importante, conforme enfatizado por Barbosa (2020), que cita estudos apontando para impactos significativos da Lei nº 10.931/2004, que modificou o instituto da alienação fiduciária em garantia, e da Nova Lei de Falências, implementada em 2005, sobre o volume de crédito e as taxas de juros (Assunção, Benmelech e Silva, 2014; Araújo, Funchal e Ferreira, 2012).

Outros importantes sintomas das fricções do mercado de crédito brasileiro dizem respeito às dificuldades encontradas pelas empresas, especialmente as micro e pequenas, para terem acesso a financiamento. De Negri et al. (no prelo) mostram que mais de 38% das firmas não têm acesso a crédito. Chein e Pinto (2020) apresentam evidências de que as pequenas firmas são restritas ao crédito, e que essas restrições impactam negativamente em seus níveis de investimento. Na mesma linha, Ambrozio et al. (2017) mostram que para as firmas de maior porte, exportadoras ou listadas em bolsa, a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa é menor – indicando maiores condições de acesso a financiamento externo à firma. Vale notar que estes são problemas comuns aos países latino-americanos, conforme mostram Presbitero e Rbellotti (2016).

3 Medidas recentes para redução de imperfeições do mercado de crédito: visão geral

Desde 2019, diversas medidas legais e infralegais visando o aperfeiçoamento do funcionamento do mercado de crédito vêm sendo propostas e adotadas no país. Entre as medidas adotadas entre 2019 e 2020, cabe destacar a Lei nº 13986/2020 (Nova Lei do Agro), a criação do FIAGRO pelo Projeto de Lei nº 5.191/20, convertido na Lei nº 14.130 em março de 2021; a regulamentação do CRA em dólar; a reforma da Lei de Falências (Lei nº 14.112/2020); a possibilidade de que, no âmbito do chamado Novo FGTS, os direitos aos recebíveis do Saque-Aniversário fossem usados como garantia em operações de crédito; e as medidas implementadas no âmbito da Agenda BC#, reformulação da Agenda BC+, lançada em 2016.

As medidas voltadas para o aprimoramento do mercado de crédito rural tiveram grande destaque nesse período – reflexo da percepção de que, nesse setor, as distorções no processo de concessão de crédito eram particularmente significativas. A Nova Lei do Agro tinha como objetivo central ampliar o investimento e acesso ao crédito do setor agrícola, reduzindo a burocracia e ampliando as possibilidades de garantias. Entre os instrumentos específicos tratados na lei, pode-se citar, entre outros, o aprimoramento da CPR, a instituição da Cédula Imobiliária Rural (CIR), a constituição do patrimônio rural em afetação e a instituição do FGS. Os FIAGRO, fundos de investimento compostos exclusivamente por ativos do agronegócio, foram regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) com base nas normas já existentes para o funcionamento dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), dos Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e dos Fundos de Investimento e Participação (FIP), ficando divididos em três modalidades: i) FIAGRO – Direitos Creditórios; ii) FIAGRO – Imobiliário; e iii) FIAGRO – Participações. A criação do FIAGRO visou ampliar e flexibilizar o financiamento das atividades do agronegócio, constituindo-se em um complemento aos CRA e outros instrumentos de crédito rural.

A reforma da Lei de Falência, por meio da Lei nº 14.112/2020, redefiniu critérios e procedimentos para a decretação de falência, para a recuperação judicial e para a recuperação extrajudicial do empresário e da sociedade empresária. Com os objetivos de agilizar os processos de recuperação e falência, aumentar a taxa de recuperações bem-sucedidas de empresas e ampliar os direitos dos credores, a lei buscou, entre outros pontos específicos: i) reequilibrar o poder entre devedores e credores; ii) incentivar o financiamento do devedor, aumentando a probabilidade de uma recuperação bem-sucedida; iii) reduzir o risco de sucessão tributária na alienação de ativos; iv) aumentar a utilização do instrumento da recuperação extrajudicial; e v) corrigir distorções nos processos de falência.

A possibilidade de que, no âmbito do Novo FGTS, os direitos aos recebíveis do Saque-Aniversário fossem usados como garantia em operações de crédito visava ampliar o uso desse instrumento no mercado de crédito brasileiro, possibilitando seu acesso a grupos antes não contemplados. Na mesma linha, o objetivo geral da Agenda BC# é a “democratização financeira”, a ser atingida mediante a implementação de um amplo conjunto de medidas e reformas que levem ao melhor acesso da população a produtos e serviços financeiros. Entre as medidas

adotadas nesse sentido, destacam-se:² i) as Resoluções nº 4.749/2019 e nº 4.716/2019, que incrementaram o *funding* do setor cooperativista por meio da possibilidade de captação de recursos por meio de letra financeira e a captação de poupança por cooperativas singulares; ii) as Resoluções nº 4.754/2019 e nº 4.761/2019, que aperfeiçoaram a regulamentação do *home equity*, facilitando a utilização do imóvel próprio como garantia para empréstimos; e permitiram a aquisição da Letra Imobiliária Garantida (LIG) por investidores estrangeiros, incrementando o volume dos recursos no setor da construção civil; iii) a Resolução nº 4.762/2019, que ampliou o grau de portabilidade do crédito no país, incorporando as operações tituladas por Microempreendedores Individuais (MEI) à portabilidade entre instituições e permitindo a portabilidade de crédito entre modalidades; iv) a Resolução nº 4.737/2019 e a Circular nº 3.955/2019, que aperfeiçoaram e finalizaram a regulamentação do Cadastro Positivo; v) a Resolução nº 4.854/2020, que permitiu que todo o processo para concessão de microcrédito pudesse ser feito de forma digital; e vi) a Circular nº 3.952/2019, regulamentada e normatizada pela Convenção entre Entidades Registradoras de Recebíveis de Arranjos de Pagamento aprovada em agosto de 2020, que facilitam o uso desses recebíveis em operações de crédito pelos lojistas. Mais recentemente, destaca-se o sucesso da fase final da implantação do *open banking*, cuja concepção prevê, mediante aprovação dos clientes, o compartilhamento de suas informações entre as instituições financeiras, visando a ampliação da concorrência por serviços entre essas instituições e maior liberdade de escolha por parte dos consumidores. O projeto de *open banking* completou as quatro fases do processo de implantação em 15 de dezembro de 2021 e está atualmente em plena operação. Cabe registrar, ainda, o início da operação do Sandbox regulatório, que consiste em ambiente criado pelo BCB que permite que as instituições financeiras testem soluções inovadoras por período determinado. Essa iniciativa se insere na dimensão de Competividade da Agenda BC# e as propostas passam por um processo de seleção, cujo primeiro ciclo se encerrou em 23 de setembro de 2021.

Durante 2020, as medidas voltadas para o mercado de crédito, como o Programa Emergencial de Acesso a Crédito instituído pela Medida Provisória 975/2020, tiveram como prioridade atenuar os impactos adversos da crise causada pela pandemia da Covid-19 sobre empresas e famílias. Ao longo de 2021, porém, o foco voltou gradualmente para medidas de caráter mais estrutural. No momento, temos múltiplas medidas legislativas propostas pelo governo federal ou pelo Congresso visando contribuir para resolver ou atenuar alguns dos problemas característicos do mercado de crédito. Entre tais medidas, destacamos o Projeto de Lei nº 4188/2021, a Medida Provisória nº 1.085/2021 e as Medidas Provisórias nº 1103, nº 1104, nº 1107 e nº 1114, todas de 2022.

As imperfeições de mercado de que tratam algumas dessas medidas têm várias causas subjacentes. A dificuldade de alguns segmentos de oferecer garantias e, com isso, obter acesso a crédito mais barato foi tratada, em particular, no Projeto de Lei nº 4.188/2021 e nas Medidas Provisórias nº 1.114 e nº 1.107.

O Projeto de Lei nº 4.188/2021 estabelece o Novo Marco de Garantias, dispondo sobre o serviço de gestão especializada de garantias e o aprimoramento das regras de garantias, entre outras questões. O estabelecimento do serviço de gestão especializada de garantias, a ser realizado por uma Instituição Gestora de Garantia (IGG) e regulamentado pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), visa facilitar e agilizar a utilização de garantias nas operações de crédito. As IGGs poderão constituir, usar, gerir, compartilhar e pleitear a execução das garantias transferidas para sua titularidade em contrato celebrado com o prestador das garantias. Elas atuarão como um intermediário na relação entre o prestador das garantias e as instituições financeiras credoras, agilizando o uso das garantias em novas operações de crédito, à medida que as dívidas referentes aos empréstimos existentes sejam pagas; reduzindo a possibilidade de subutilização de garantias, ao permitir que uma mesma garantia seja utilizada em múltiplas operações de crédito – desde que, evidentemente, haja compatibilidade entre os valores dos créditos e das garantias –; e mitigando o possível conflito de interesse quando a mesma instituição é responsável pela concessão de crédito e pela avaliação e cobrança das garantias vinculadas à operação.

2. Para uma descrição mais detalhada dessas e outras medidas, ver os *Relatórios de Economia Bancária* de 2019 e 2020 divulgados pelo BCB.

No que se refere às regras gerais de garantias, o projeto de lei altera vários dispositivos legais, com os objetivos de aumentar a eficiência das garantias ofertadas e diminuir a insegurança jurídica em seu processo de execução, notadamente no caso de bens imóveis. A este respeito, destaca-se, em especial, o aprimoramento das legislações relativas à alienação fiduciária e às hipotecas. No caso da alienação fiduciária, busca-se aumentar a segurança jurídica do instrumento ao estabelecer critérios objetivos para o valor mínimo de arrematação, definir procedimentos para o tratamento de dívidas garantidas por mais de um imóvel e endereçar outras indefinições legais. O projeto propõe, ainda, a possibilidade de propriedade fiduciária já constituída ser utilizada como garantia de novas operações de crédito na mesma instituição credora, mediante a extensão de uma mesma alienação fiduciária. No que diz respeito à hipoteca, instrumento pouco usado no país relativamente à prática internacional, o projeto de lei propõe a convergência de procedimentos na direção daqueles aplicáveis à alienação fiduciária, o estabelecimento de novos processos de execução extrajudicial e a restrição à possibilidade de um imóvel ser alegado como bem de família – medidas voltadas para a redução da insegurança jurídica do instrumento.

Enquanto o Projeto de Lei nº 4.188 trata de regras gerais visando facilitar e ampliar a concessão de garantias, outras medidas abordam a questão das garantias de forma específica, atacando a restrição de financiamento para segmentos específicos. Em comum, as medidas tratam dos recursos direcionados a fundos garantidores e não há desembolso e impacto fiscal. É o caso da Medida Provisória nº 1.114/2022 que dispõe sobre o Fundo Garantidor de Habitação Popular, a participação da União em fundos garantidores de risco de crédito para micro, pequenas e médias empresas, e o Programa Emergencial de Acesso a Crédito.

Na mesma linha, a Medida Provisória nº 1.107/2022 institui o SIM Digital, com os objetivos de: i) criar incentivos à formalização do trabalho e ao empreendedorismo; ii) incentivar a inclusão financeira e o acesso ao crédito para empreendedores excluídos do sistema financeiro; e iii) ampliar os mecanismos de garantia para a concessão de microcrédito produtivo para empreendedores, inclusive sob o abrigo do Programa Nacional de Microcrédito Produtivo Orientado (PNMPO). A medida contempla R\$ 3 bilhões em recursos do Fundo de Garantia de Tempo de Serviço (FGTS) para aquisição de cotas do Fundo Garantidor de Microfinanças e não tem impacto fiscal.

Outro dispositivo que contribui para o aumento da eficiência no uso de garantias é a Medida Provisória nº 1.085/2021, que trata do Sistema Eletrônico dos Registros Públicos (SERP) previsto na Lei nº 11.977/2009 e altera outras leis, visando modernizar o sistema de registros públicos, desburocratizar os serviços registrares e promover a centralização nacional das informações e garantias. Ao integrar os registros públicos de garantias em um sistema eletrônico unificado, a medida provisória busca facilitar a consulta a registros sobre garantias, reduzindo custos de transação e aumentando a transparência do sistema – contribuindo, assim, para maior eficiência no processo de contratação de crédito.

Há medidas combinadas de simplificação e garantias, como a Medida Provisória nº 1.104/2022, que altera as regras, definidas na Lei nº 8.929/1994, para o uso de assinatura eletrônica na emissão da CPR, bem como as disposições da Lei nº 13.896/2020 no que se refere ao FGS, visando ampliar seu escopo, simplificar sua constituição e facilitar sua operacionalização.

A Medida Provisória nº 1.103/2022, por sua vez, trata de aprimoramentos do instrumento de securitização. Em particular, a medida provisória dispõe sobre a emissão de Letra de Risco de Seguro (LRS) por meio de Sociedade Seguradora de Propósito Específico (SSPE) e sobre o Novo Marco de Securitização, definindo as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de Certificados de Recebíveis, bem como a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários.

No que se refere à LRS, trata-se de um instrumento de dívida vinculado a riscos de seguros e resseguros, a ser emitido por SSPE. O objetivo da criação desse instrumento, inspirado nos títulos ligados a seguros (Insurance Linked Securities) já difundidos no exterior, é facilitar o acesso a seguro por parte dos agentes econômicos, principalmente agricultores, sujeitos a riscos como enchentes, ventania, granizo e catástrofes climáticas. O retorno da LRS está atrelado justamente a fatores de risco dessa natureza, e seu objetivo é permitir a securitização dos riscos incorridos pelas seguradoras – e, assim, facilitar a concessão de seguro rural em condições mais vantajosas para os produtores.

4 Impactos potenciais das medidas em discussão

Nesta seção, busca-se avaliar brevemente, com base na literatura teórica e empírica sobre o tema, alguns dos impactos potenciais das medidas listadas anteriormente sobre o mercado de crédito e sobre a economia brasileira em geral. Cabe notar que a literatura sobre causas e efeitos das imperfeições do mercado de crédito é muito extensa, de modo que a discussão a seguir será necessariamente incompleta.

Ressalvadas as particularidades do Projeto de Lei nº 4.188 e da Medida Provisória nº 1.114, ambos os projetos seguem o mesmo princípio da redução de riscos associado às transações de crédito via garantias. No primeiro caso, um grande entrave à ampliação do crédito é que cada bem está associado a uma só garantia, independentemente do valor da garantia relativamente ao valor do financiamento obtido; nesse contexto, a instituição de uma garantia compartilhada potencializa o volume de empréstimos com garantia. No segundo caso, um fundo garante o pagamento das obrigações de empréstimos imobiliários no caso de perda de renda.

Além de permitir ao credor recuperar perdas, o crédito com garantias incentiva o devedor a cumprir suas obrigações para não perder o ativo dado como garantia e sinaliza capacidade de pagamento. Akerlof (1970) expôs pioneiramente o papel dos problemas informacionais na limitação do desenvolvimento financeiro, argumento posteriormente estendido por autores como Hart e Moore (1994) e Holmstrom e Tirole (1997), entre muitos outros, que mostraram como o acesso das empresas ao crédito é dificultado pela natureza incompleta dos contratos e pelas dificuldades de sua execução – problemas que as garantias ajudam a reduzir.

A hipoteca é a forma mais direta de colateral, em que o objeto vinculado ao crédito, ou seja, o imóvel, é a própria garantia. No entanto, as garantias não precisam estar vinculadas desta forma, podendo ser qualquer ativo ou fluxo de receitas que o devedor oferece ao credor. A situação de maior risco ocorre quando o objeto da transação não produz um fluxo de receitas para seu pagamento, o que é comum no caso de empréstimos para pessoas físicas. Mesmo quando as operações são vinculadas, ou seja, o fluxo de receitas gerado pelo empréstimo é utilizado para pagar o próprio empréstimo, há riscos associados ao mercado.

A redução de riscos associada a uma maior proteção ao ofertante de crédito faz com que os benefícios de uma transação com garantias superem seus custos, o que é corroborado pela literatura (Bover *et al.*, 2014; Garvin, Hughes, Peydró, 2021). O aspecto mais tangível deste *trade-off* é a constatação de que a taxa de juros de empréstimos com garantias é menor do que a taxa aplicável a empréstimos sem garantias. Mantidos os demais fatores constantes, taxas de juros menores aumentam a demanda por crédito. Além disso, ao reduzir o risco da transação, a taxa de juros ajustada ao risco é atrativa para o ofertante de crédito. Combinando os efeitos, transações que não ocorreriam na ausência das inovações promovidas pelo Projeto de Lei nº 4.188 e pela Medida Provisória nº 1.114 poderão, agora, ocorrer.

O efeito das garantias no custo do crédito é exatamente o que mostra o estudo especial do BCB (2019) ao comparar taxas de juros de crédito pessoal não consignado com e sem garantias. O estudo confirma que, mesmo controlando pelo efeito composição, empréstimos com garantias apresentam taxas de juros menores do que

os sem garantia. Mostra também que a qualidade das garantias é inversamente proporcional à taxa de juros, o que corrobora o papel preponderante da inadimplência na composição do *spread* bancário. Na mesma linha, SPE (2021) mostra que as taxas de juros médias nos empréstimos pessoais garantidos por recebíveis do Saque-Aniversário do FGTS estiveram, em 2020 e 2021, muito abaixo das taxas praticadas no crédito pessoal não consignado (sem garantias): 1,09% ao mês (a.m.) contra cerca de 5,25% a.m. Um ponto interessante dos dados apresentados pela SPE, e que merece investigação à parte, é que as taxas de juros dos empréstimos garantidos pelo Saque-Aniversário foram inferiores, no período, também às taxas do crédito consignado para servidores públicos (cerca de 1,3% a.m.) e aposentados (1,63% a.m.), demonstrando a efetividade do novo mecanismo instituído no âmbito do Novo FGTS.

Cabe ressaltar que os benefícios do instrumento da garantia não vêm sem custos. A garantia é mais valiosa para o devedor do que para o credor uma vez que o primeiro, além de desejar comprar o bem, é mais cuidadoso com ele do que alguém que acabou de recebê-lo. Há, portanto, uma perda de valor nesta transferência e esta perda é maior ou menor dependendo da natureza do bem (liquidez, por exemplo) ou das condições de mercado (numa recessão, o bem pode perder o valor e o devedor pode perder fluxo de renda quando há uma crise). Nesse contexto, o grau de liquidez das garantias, associado à tangibilidade e ao grau potencial de reutilização (*redeployability*) dos ativos correspondentes, tendem a ser determinantes importantes da capacidade de alavancagem das empresas, bem como de obtenção de financiamento a juros mais baixos (Benmelech e Bergman, 2009; Campello e Giambona, 2013; Ortiz-Molina e Phillips, 2014).

Corradin, Heider e Hoereva (2017) mostram que a tendência pós-crise de 2008 é o uso de crédito garantido na área do euro. Em 2015, quase 90% das transações de crédito na zona do euro eram garantidas, enquanto, em 2003, este percentual era próximo de 60%. IMF (2020) enfatiza, em linha com a literatura citada anteriormente, que a liquidez do colateral, ou seja, a capacidade de venda em mercados secundários, é fundamental na redução das taxas de juros. O mesmo documento aponta que o fato de haver garantias não exclui a rigorosa aplicação das análises de risco de crédito. Garantias são especialmente importantes para as camadas mais desfavorecidas da população que não têm colateral a oferecer. Nesse sentido, a extensão do fundo garantidor estabelecida na Medida Provisória nº 1.114 e o aperfeiçoamento do instituto do Fundo Garantidor Solidário na Medida Provisória nº 1.104 são passos essenciais.

É importante ressaltar que a ampliação das garantias, apesar de benéfica, não é panaceia para a resolução dos riscos deste mercado. Bernanke e Blinder (1988), entre muitos outros, mostraram a importância do canal de crédito na amplificação de choques adversos e crises e McKinnon (1973) apontou os impactos potencialmente adversos de crises de crédito no crescimento de longo prazo de países em desenvolvimento. O caráter pró-cíclico do valor das garantias é uma característica inerente ao instrumento e precisa ser levado em consideração. Em tempos bons, os ativos têm maior valor, o que induz maior alavancagem. Em tempos ruins, ocorre o contrário, e a desalavancagem pode levar a flutuações importantes de preços e, conseqüentemente, do valor dos próprios colaterais, amplificando e propagando os impactos iniciais dos choques adversos.

O desenho do Projeto de Lei nº 4.188 que institui crédito cooperativo e a figura das instituições gestoras de garantias segue as boas práticas no sentido da centralização das garantias, como Corradin, Heider e Hoereva (2017) aponta. De fato, a gestão centralizada de transações é realidade no mercado financeiro e ganhou impulso após a crise das bolsas de 1987. Na crise de 2008, as *clearings*, como são chamadas tais instituições, suportaram bem a oscilação abrupta no preço dos ativos e evitaram uma crise de proporção ainda maiores. No mercado financeiro, são responsáveis por todo o processo de negociação, desde o registro da transação, pela compensação, liquidação e gerenciamento de risco. Para esta discussão, nos interessa mais a última função, de gerenciamento de riscos, em que as garantias se encaixam e que podem ser replicadas para o mercado de crédito em geral.

Corradin, Heider e Hoereva (2017) aponta que um desenho mais centralizado implica em uma série de benefícios como compartilhamento de risco, menores custos de operação, maior transparência e maior padronização. Ao contrário das *clearings* do mercado financeiro, o Projeto de Lei nº 4.188 não prevê a existência de uma única instituição gestora de garantias e a função de compartilhamento de risco é limitada, uma vez que a garantia é individual, ou seja, a inadimplência de um usuário não é coberta pela execução de garantias de outro usuário.

No entanto, as instituições gestoras de garantias cumprem um papel centralizador ao definir o limite de garantia que o mutuário poderá ter acesso. Além disso, o gerenciamento dinâmico das garantias, ou seja, à medida que o credor finaliza o pagamento das suas obrigações em um contrato, as instituições gestoras abrem espaço para novas operações, o que reduz a burocracia e permite que os bancos se concentrem na atividade fim do empréstimo.

Cabe destacar que o impacto da criação das IGGs na redução dos custos de intermediação pode se refletir de forma acentuada no mercado de crédito. Segundo Cavalcanti *et al.* (2021), que analisam um modelo de equilíbrio geral calibrado para a economia brasileira, os custos de intermediação subjacentes aos níveis de *spreads* elevados e heterogêneos entre firmas apresentam impactos adversos sobre a razão crédito-PIB e sobre o PIB *per capita* de equilíbrio, que podem ser mais relevantes do que as restrições de caráter quantitativo associados aos requerimentos de colateral. Assim, medidas como a criação das IGGs pelo Projeto de Lei nº 4.188 e a integração dos registros públicos de garantias em um sistema eletrônico unificado pela Medida Provisória nº 1.085 podem ter efeitos significativos na expansão do crédito na economia e, por essa via, no nível de renda e riqueza agregada.

Sobre a Medida Provisória nº 1.103, o ponto central é entender o efeito da securitização sobre o mercado de crédito. Securitização consiste no processo em que uma firma agrupa ativos e vende os direitos creditórios a investidores ampliando, dessa forma, a capacidade de captação das firmas. A medida, além de ampliar os setores econômicos que podem utilizar tal tipo de recurso, inclui medidas que garantem maior segurança jurídica nos mercados securitizados. Há evidências fortes ligando que ligam securitização ao aumento da oferta de empréstimos por bancos (Loutskina e Strahan, 2009; Altunbas, Gambacorta e Marques-Ibanez, 2009).

No mercado financeiro, no entanto, a conta da crise de 2008 é colocada em parte no avanço excessivo do processo de securitização, conforme Keys *et al.* (2011) mostram. Um dos riscos é a possibilidade de o emissor do título securitizado ter menores incentivos em selecionar corretamente os ativos devido à diferença de informações entre emissor e investidor (Bord e Santos, 2015; Kara, Marques-Ibanez e Ongena, 2016). Para mitigar tais riscos, ECB (2014) propõe medidas que incluem desde padronização dos relatórios para investidores até a maior transparência de informações. Cabe ressaltar que essas recomendações estão em linha com as medidas de modernização propostas pela Medida Provisória nº 1.103.

A discussão acima deixa claro que o amplo conjunto de medidas voltadas para o mercado de crédito atualmente em discussão no Congresso Nacional tem impactos potenciais relevantes para esse mercado e para a economia em geral, por meio da atenuação de fricções financeiras que limitam o acesso ao crédito por parte de famílias e empresas, principalmente as de menor porte. A quantificação desses efeitos potenciais é, porém, bastante complicada, por diversos motivos. Primeiro, a estimação do impacto de cada tipo de fricção, tomada isoladamente, sobre as variáveis do mercado de crédito já apresenta dificuldades significativas, associadas à determinação conjunta dos termos dos contratos de crédito (taxas de juros, volumes de empréstimos, colaterais exigidos etc.) e à sua endogeneidade em relação a outras variáveis e características econômicas que afetam o comportamento de emprestadores e tomadores de crédito. Segundo, a interação entre diferentes medidas legais

adotadas simultaneamente, abordando diferentes aspectos do funcionamento do mercado, pode amplificar ou atenuar, de forma difícil de ser antecipada, os efeitos que a adoção isolada de cada uma dessas medidas poderia ter. Terceiro, a endogeneidade entre as variáveis do mercado de crédito e as demais variáveis macroeconômicas dificulta estabelecer relações de causalidade entre elas, de modo que, mesmo que tivéssemos uma boa estimativa do impacto de certas medidas sobre o mercado de crédito tomado isoladamente, não seria trivial avaliar seu impacto sobre o resto da economia. Não obstante essas dificuldades, alguns estudos nos permitem fazer algumas inferências sobre esses efeitos potenciais. No que tange ao impacto quantitativo das garantias na taxa de juros, Bellucci *et al.* (2021) controlam por variáveis instrumentais o efeito de simultaneidade entre taxa de juros e colateral e mostram que, de fato, garantias reduzem as taxas de juros, ainda que o impacto seja menor do que nos estudos que não tratam adequadamente o problema de endogeneidade.

Benmelech, Kumar e Rajan (2020) mostram que os *spreads* de crédito para dívida com garantias são menores do que para dívidas sem garantia. Este efeito é maior para firmas com menor qualidade de crédito, em que o efeito sinalização proporcionado pelas garantias é maior. Firms com bom histórico de crédito relutam em firmar contratos com colaterais. Efeito parecido ocorre em relação ao tamanho da firma já que os autores mostram a redução do diferencial de *spread* em 50 pontos básicos (pb) quando o tamanho da firma reduz um desvio-padrão. Controlando pelo tamanho, há uma redução de 129 pb no *spread* de empréstimos com garantias para firmas sem *investment grade* e este impacto não é significativo para firmas com *investment grade*. Os autores concluem que empréstimos com colaterais são mais vantajosos para firmas em estresse financeiro.

Berger, Frame e Ioannidou (2016) chegam a conclusão parecida, em que há redução de prêmios de risco para empréstimos com garantias. Em tempos de estresse, Garvin *et al.* (2021) mostram que os bancos aumentam a oferta de crédito com colaterais e Harris e Dudley (2018) mostram que empresas que conseguem obter crédito a partir de recebíveis têm um crescimento de vendas mais acelerado.

Alguns trabalhos avançam em relação a estes, e mostram que a liquidez dos colaterais é um atributo fundamental para que as garantias levem efetivamente a maiores concessões e menor custo do crédito. Entre tais estudos, pode-se citar Benmelech e Bergman (2009), Campello e Giambona (2013) e Ortiz-Molina e Phillips (2014).

As experiências passadas do Brasil e de outros países com reformas legais que impactaram o mercado de crédito permitem inferências adicionais e, em certa medida, mais confiáveis, por analisarem eventos exógenos ou próximos disso. Ao analisarem reformas com objetivos similares às medidas atualmente em discussão no país – voltadas para o aperfeiçoamento das garantias e redução das fricções financeiras –, esses estudos também propiciam resultados mais diretamente aplicáveis ao exercício de estimação dos impactos potenciais das medidas.

Assunção, Benmelech e Silva (2014) estudaram a reforma no mercado de crédito brasileiro de 2004, que incluiu, entre outras coisas, medidas que facilitaram a venda de veículos em posse dos bancos em virtude de inadimplência. Os autores mostraram que esse conjunto de medidas promoveu importantes alterações no mercado automotivo, com o aumento de volume de crédito por parte de credores mais arriscados. Apesar de a figura da garantia já existir neste mercado, a venda dos veículos só podia ser feita com aprovação judicial e as medidas passaram a tornar o processo de venda mais rápido, reduzindo a depreciação do bem dado como garantia. Além de mostrar o impacto positivo da medida, o estudo mostra quão importante é garantir que todas as etapas do processo funcionem plenamente, sem o que os benefícios do colateral diminuam.

Cerqueiro, Ongena e Roszbach (2016) analisaram uma reforma na Suécia que atuou no sentido contrário do estudo anterior, qual seja, na redução do valor dos colaterais pela imposição de maiores dificuldades na recuperação de garantias. O resultado da medida, como esperado, foi o aumento de taxas de juros e redução na oferta de crédito.

Campello e Larrain (2016) analisaram outro aspecto de reformas, ligado à ampliação dos ativos que podem ser disponibilizados como garantia. O estudo abrangeu um grupo de países do Leste Europeu e mostrou que as firmas que utilizaram ativos móveis (máquinas e equipamentos, por exemplo) não só obtiveram os benefícios usuais de acesso ao crédito, como também investiram e contrataram mais e se tornaram mais produtivas e rentáveis.

Araújo, Funchal e Ferreira (2012) analisaram o impacto da Nova Lei de Falências implementada no Brasil em 2005. Inicialmente, os autores compararam a evolução da relação crédito-PIB no Brasil e em outros países latino-americanos no período anterior e posterior à reforma brasileira, encontrando que, após a reforma, o crédito no Brasil cresceu relativamente mais do que nos demais países. Em seguida, eles passaram para uma análise de diferenças em diferenças no nível de firmas, visando investigar se, após a reforma, os indicadores financeiros das firmas brasileiras teriam evoluído diferentemente das firmas em outros países. Eles concluíram que a reforma esteve associada ao aumento da dívida total das firmas brasileiras (relativamente às demais) em cerca de 10%, ao aumento da dívida de longo prazo em aproximadamente 23%, e à redução do custo médio da dívida em torno de 8%.

Barbosa *et al.* (2017) também encontraram que a Nova Lei de Falências de 2005 teria gerado aumento das concessões de crédito para pessoa jurídica. Segundo eles, porém, outras variáveis do mercado de crédito – e as taxas de juros em particular – não teriam sido afetadas de forma significativa. Uma possível explicação para esse resultado seria decorrente do fato de que a análise se baseou em dados agregados, sujeitos a um efeito composição, conforme ressaltado por Araújo e Funchal (2009): a expansão do crédito poderia ter permitido a entrada de firmas antes restritas ao crédito, que se endividariam a taxas mais altas do que a média e, assim, atenuariam o efeito da redução dos juros para as firmas já presentes no mercado.

Haselmann *et al.* (2010) analisaram o impacto de mudanças nas instituições legais de doze economias em transição sobre a oferta e o custo do crédito bancário, por meio da metodologia de diferenças em diferenças. Os resultados indicaram que mudanças legais que ampliam a proteção do credor levam os bancos a efetivamente ofertarem mais empréstimos. Além disso, eles investigaram os efeitos de dois diferentes tipos de mudanças legais – mudanças nas leis de falências, que buscam organizar o processo de recuperação de créditos pelos credores, e mudanças nas leis referentes a colaterais, que especificam quais ativos podem ser usados como garantias e definem procedimentos para seu registro e verificação. Os autores concluíram que, para a amostra considerada, as mudanças nas leis relativas aos colaterais apresentam efeito estatisticamente mais relevante do que os aprimoramentos das leis de falência. Um resultado adicional interessante é que as leis de colaterais parecem favorecer consumidores e pequenas empresas, relativamente a grandes empresas.

É importante notar que há estudos que apontam o risco de uma reforma ampliar “excessivamente” os direitos dos credores, levando as empresas a reduzir sua demanda por empréstimos por temer o poder dos credores em situação de insolvência. Closset e Urban (2019), por exemplo, sugerem que isso teria ocorrido com a reforma da lei de falência na Alemanha, em 2011; segundo os autores, as mudanças na lei teriam afetado mais diretamente as empresas de maior porte, que, após a adoção da nova lei, teriam reduzido sua alavancagem financeira entre 4 e 7 pontos percentuais, relativamente às firmas menores. O estudo tem a fragilidade de estar baseado em uma amostra relativamente pequena, mas traz um ponto teoricamente interessante. Contudo, é importante notar que a Alemanha se caracteriza, há muito tempo, por elevado grau de proteção do credor – ver, em particular, o índice de proteção do credor de Djankov *et al.* (2007) –; assim, parece possível que o balanço de poder entre credores e devedores no país possa ter se deslocado “excessivamente” para o lado dos credores em função da reforma. Para o Brasil, porém, esse tipo de situação parece muito improvável, pois a proteção do credor é

historicamente muito baixa – conforme dados de Djankov *et al.* (2007) e indicadores similares. Logo, esse tipo de preocupação não parece relevante para o caso brasileiro.

Com base na literatura citada acima, pode-se esperar efeitos positivos significativos – em termos de mais ampla disseminação do crédito e redução de seu custo – advindos das medidas que visam aumentar a gama de instrumentos financeiros à disposição dos investidores - especialmente os de menor porte -, reduzir custos de intermediação, ampliar e flexibilizar o uso de garantias e aumentar sua segurança e liquidez. Destacam-se, a este respeito, o Projeto de Lei nº 4.188/2021 e as Medidas Provisórias nº 1114/2022 e nº 1104/2022, que fortalecem mais diretamente o instrumento das garantias, mas também a Medida Provisória nº 1085/2021, que trata do SERP e deve contribuir para aumentar a transparência, agilidade e segurança jurídica desse instrumento.

Uma vez estabelecido que o conjunto de medidas em discussão tem o potencial de alavancar o crédito na economia e reduzir seu custo, a pergunta seguinte é: qual pode ser seu impacto macroeconômico, notadamente no que se refere à evolução da renda e do produto agregado?

A este respeito, vários trabalhos recentes têm enfatizado os efeitos das fricções financeiras nas escolhas ocupacionais e produtivas dos indivíduos, e destas na produtividade total de fatores e na renda *per capita*. De acordo com essa literatura, segundo Buera, Kaboski e Shin (2015), o fraco desempenho dos empreendedores nos países em desenvolvimento está intimamente ligado à sua incapacidade de obter crédito para expandir suas escalas de operação, dada a existência de fricções no mercado de crédito. A ideia é que a produtividade varia entre os empreendedores, mas que, devido às imperfeições do mercado de crédito e a níveis iniciais de ativos que não estão necessariamente correlacionados à produtividade dos indivíduos, a alocação de recursos na economia é ineficiente: há empreendedores com alta produtividade, mas poucos ativos, que não conseguem acesso a crédito – e, portanto, não conseguem atingir escalas eficientes de produção –, e empreendedores de baixa produtividade, mas nível suficientemente elevado de ativos, que conseguem obter crédito e se manter em atividade. Ademais, muitos indivíduos que poderiam se tornar empreendedores produtivos acabam optando por trabalhar como assalariados. Nessa situação, fica claro que a alocação de recursos na economia é ineficiente, gerando níveis de produtividade total de fatores (PTF) e renda *per capita* inferiores aos que se poderiam obter sob mercados financeiros perfeitos.

Conforme notam Buera *et al.* (2011), esses efeitos tendem a ser mais significativos em setores com maiores escalas de produção, como a indústria, que têm maior necessidade de financiamento e são, portanto, mais vulneráveis às fricções do mercado de crédito. Nos exercícios quantitativos realizados pelos autores, no âmbito de um modelo de equilíbrio geral com escolha ocupacional e mercados de crédito imperfeitos, as fricções financeiras podem gerar quedas da produtividade total de fatores da ordem de 30% no setor de serviços e de 50% na indústria, e são capazes de explicar a maior parte das diferenças do produto *per capita* entre os Estados Unidos e países de renda média, como México e Malásia.

Nesse contexto, espera-se que reformas que reduzam as fricções financeiras permitam o acesso ao crédito por parte de empreendedores produtivos que, anteriormente, estavam restritos ao crédito. Esses empreendedores tendem a expandir significativamente suas escalas de produção, levando a um aumento do investimento e da produtividade média da economia e, assim, a ampliação do produto e da renda *per capita*. Contudo, apesar de o sinal do efeito teórico das reformas ser claro, há grande incerteza sobre sua magnitude.

Silva e Zilberman (2017) desenvolvem um modelo inspirado em Buera e Shin (2013), calibrado para a economia brasileira e simulado para o período 2001-2011. Os resultados indicam que o relaxamento das fricções financeiras no período – associado a medidas como a introdução do crédito consignado; a Nova Lei de Falências; e a reforma da legislação do crédito para automóveis –, pode ter gerado aumento de 1,2% na PTF e 2,3% no PIB *per capita*. Os efeitos relativamente modestos estimados neste estudo, em comparação com outros

trabalhos, pode ser decorrente de diferentes opções de modelagem ou calibração dos modelos; de diferentes horizontes temporais considerados nas simulações (neste estudo, simula-se uma transição de dez anos, ao passo que outros estudos tratam de efeitos de longo prazo com horizontes potencialmente infinitos); ou do fato de que a magnitude das reformas implementadas no período 2001-2011 e simuladas por Silva e Zilberman (2017) podem ser consideradas pequenas, relativamente à extensão das fricções financeiras existentes no país.

Franjo, Pouokam e Turino (2020) elaboram um modelo de equilíbrio geral com escolha ocupacional e um setor informal e o calibram para a economia brasileira, a fim de investigar os impactos potenciais da remoção das fricções financeiras existentes. Eles concluem que a eliminação completa dessas fricções poderia levar a uma redução do setor informal na economia da ordem de 14 p.p. (de 37% para 23% do PIB oficial), ao aumento da PTF mensurada de 4%, à ampliação do PIB oficial em cerca de 27% e ao aumento da receita tributária em torno de 15%.

A partir de um modelo quantitativo diferente, mas que também contempla escolha ocupacional e fricções financeiras e é calibrado para o Brasil, Allub e Erosa (2019) concluem que a remoção das fricções financeiras no país permitiria elevar a razão crédito-PIB em cerca de 150%, a PTF em 26% e o PIB em 58%.

No modelo de Cavalcanti *et al.* (2021), as fricções financeiras incluem, além de restrições de caráter quantitativo associadas aos requerimentos de colateral, também custos de intermediação associados aos processos de coleta de informações sobre os tomadores de empréstimos, monitoramento destes e execução dos contratos. Nesse modelo, a eliminação de todas as fricções financeiras levaria a razão crédito-PIB, a PTF e o PIB *per capita* a aumentarem, respectivamente, 113%, 33% e 45%.

Evidentemente, dado que esses trabalhos consideram o efeito da eliminação *total* das fricções financeiras – algo evidentemente ineficaz na prática –, esses exercícios fornecem, na melhor das hipóteses, um limite superior teórico para o efeito potencial de reformas do mercado de crédito. Além disso, esses impactos correspondem a efeitos de longo prazo, não sendo possível prever quanto tempo levariam para ocorrer.

Apesar da incerteza sobre a magnitude dos efeitos macroeconômicos que se podem esperar das reformas do mercado de crédito adotadas ou em discussão, é importante destacar que os estudos analisados são unânimes em prever impactos positivos sobre a PTF e a renda *per capita*.

5 Conclusão

Nos últimos anos, um amplo conjunto de reformas e medidas legais e infralegais vem sendo proposto, discutido e implementado no país, com o objetivo de atacar as distorções do mercado de crédito que constituem uma das fragilidades estruturais da economia brasileira. Em comum, todas as medidas partem do diagnóstico de que os problemas de assimetria de informações, incompletude dos contratos e imperfeições das tecnologias de triagem (*screening*) e monitoramento dos tomadores de empréstimos estão entre os principais fatores explicativos de um mercado de crédito caracterizado por relativamente baixos níveis de crédito e elevadas taxas de juros. A partir desse diagnóstico, essas medidas têm buscado aumentar a transparência, solidez e segurança dos instrumentos financeiros e criar mecanismos para que os grupos e indivíduos atualmente restritos ao crédito possam também utilizar este mercado em condições razoáveis.

A amplitude e magnitude das mudanças implementadas ou ainda em discussão impossibilita quantificar, com algum grau de confiança mínimo, seus impactos potenciais no mercado de crédito e na economia em geral. A revisão da literatura sugere, porém, que esses efeitos devem ser positivos e significativos, promovendo o aumento do crédito e a redução de seu custo, reduzindo problemas de má alocação de recursos e aumentando a produtividade geral da economia, com impactos positivos no nível de renda *per capita*.

Referências

- AKERLOF, G. A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, n. 84, v. 3, p. 488–500, 1970
- ALLUB, L.; EROSA, A. Financial frictions, occupational choice and economic inequality. **Journal of Monetary Economics**, n. 107, p. 63-76, 2019.
- ALTUNBAS, Y.; GAMBACORTA, L.; MARQUES-IBANEZ, D. Securitisation and the bank lending channel. **European Economic Review**, v. 53, issue 8, p. 996-1009, 2009.
- AMBROZIO, A.; SOUSA, F.L.; FAKEIROS, J.P.; SANT’ANNA, A.A. Credit scarcity in developing countries: An empirical investigation using Brazilian firm-level data. **Economia** 18: 73-87, 2017.
- ARAUJO, A.; FUNCHAL, B; FERREIRA, R. The Brazilian bankruptcy law experience. **Journal of Corporate Finance**, n. 18, v. 4, p. 994–1004, 2012.
- ASSUNÇÃO, J.; BENMELECH, E.; SILVA, F. Repossession and the democratization of credit. **The Review of Financial Studies**, n. 27, v. 9, 2014.
- BARBOSA, K. Comment on: Why is bank credit in Brazil the most expensive in the world? **Brazilian Review of Finance**, v. 18, n. 4, 2020.
- BARBOSA, K. *et al.* The impact of the new bankruptcy law on the Brazilian credit market. **Brazilian Journal of Applied Economics**, n. 21, v. 3, p. 369–501, 2017.
- BARROSO, J.B.R.B.; NECHIO, F. (2020). Financial market development, monetary policy and financial stability in Brazil. *In*: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Financial market development, monetary policy and financial stability in emerging market economies**. Swenden: BIS, 2020. (BIS Papers, n. 113).
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Garantias e diferenças nas taxas de juros de crédito**. Brasília: BCB, 2019. (Estudo Especial, n. 43/2019).
- BELLUCCI, A.; KUMAR, N.; RAJAN, R. Estimating the relationship between collateral and interest rate: a comparison of methods. **Finance Research Letters**, v. 43, 2021.
- BENMELECH, E.; BERGMAN, N. K. Collateral pricing. **Journal of Financial Economics**, v. 91, Issue 3, 2009.
- BENMELECH, E. *et al.* **Secured credit spreads and the issuance of secured debt**. Chicago: University of Chicago, 2020. (Becker Friedman Institute for Economics Working Paper, n. 2020-14).
- BERGER, A. N., FRAME, W. S.; IOANNIDOU, V. Reexamining the empirical relation between loan risk and collateral: the roles of collateral liquidity and types. **Journal of Financial Intermediation**, v. 26, p. 28-46, 2016.
- BERNANKE, B.; BLINDER, A. Credit, money and aggregate demand. **The American Economic Review Papers and Proceedings**, v. 78, n. 2, p.435-439, 1988.

- BONOMO, M.; BRITO, B.; MARTINS, B. The after crisis government-driven credit expansion in Brazil: a firm level analysis. **Journal of International Money and Finance**, n. 55, p. 111-134, 2015.
- BORD, V.; SANTOS, J.A.C. Does securitization of corporate loans lead to riskier lending? **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 47, p. 415-444, 2015.
- BOVER O. *et al.* **The distribution of debt across Euro area countries, the role of individual characteristics, institutions and credit conditions**. Frankfurt: European Central Bank, 2014. (Working Paper Series, n. 1639).
- BUERA, F.; KABOSKI, J.; SHIN, Y. Finance and development: A tale of two sectors. **The American Economic Review**, v. 101, n. 5, 2011.
- BUERA, F.; KABOSKI, J.; SHIN, Y. Entrepreneurship and financial frictions: a macrodevelopment perspective. **Annual Review Economic**, n. 7, p. 409-436, 2015.
- BUERA, F.; SHIN, Y. Financial frictions and the persistence of history: a quantitative exploration. **Journal of Political Economy**, v. 121, n. 2, p. 221-272, 2013.
- CAMPELLO, M.; GIAMBONA, E. Real assets and capital structure. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 48, n. 5, 2013.
- CAMPELLO, M.; LARRAIN, M. Enlarging the contracting space: Collateral menus, access to credit, and economic activity. **The Review of Financial Studies**, v. 29, n. 2, 2016.
- CAVALCANTI, T. *et al.* **Dispersion in financing costs and development**. Massachusetts: NBER, 2021. (NBER Working Paper, n. 28635).
- CERQUEIRO, G.; ONGENA, S.; ROSZBACH, K. Collateralization, bank loan rates, and monitoring. **Journal of Finance**, v. 71, n. 3, 2016.
- CHEIN, F.; PINTO, C. Wealth, Credit Constraints and Small Firms' Investment: Evidence from Brazil. **Brazilian Review of Econometrics**, vol.40, n. 1, 2020.
- CLOSSET, F.; URBAN. D. The balance of power between creditors and the firm: evidence from German insolvency law. **Journal of Corporate Finance**, v. 58, 2019.
- CORRADIN, S.; HEIDER, F.; HOEREVA, M. **On collateral**: implications for financial stability and monetary policy. Frankfurt: European Central Bank, 2017. (Discussion Papers, n. 2107).
- DE NEGRI, J.; ARAÚJO, B.; BACELETE, R. **Financiar o futuro**: o papel do BNDES. Brasília: Ipea, no prelo.
- DJANKOV, S.; McLIESH, C.; SHLEIFER, A. Private credit in 129 countries. **Journal of Financial Economics**, v. 84, 299-329, 2007.
- ECB – EUROPEAN CENTRAL BANK. **The case for a better functioning securitisation market in the European Union**. London: Bank of England; Frankfurt: ECB, 2014. (Discussion Paper).
- FIGUEIREDO, E. A. A política de microcrédito como ferramenta para o fortalecimento dos pequenos negócios e a inclusão produtiva dos pequenos empreendedores. Palavra do Presidente. **Ipea**, mar. 2022.

FRANJO, L.; POUOKAM, N.; TURINO, F. **Financial frictions and firm informality**: a general equilibrium perspective. [s. l.]: IMF: 2020. (IMF Working Paper, WP/20/211).

GARVIN N.; HUGHES, D.; PEYDRÓ, J. **The role of collateral in borrowing**. Sydney: Reserve Bank of Australia, 2021. (Research Discussion Paper).

HARRIS, C.; DUDNEY, D. Securitization, trade credit and the nature of goods. **Journal of Accounting and Finance**, n. 18, v. 2, p. 47-71, 2018.

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

HASELMANN, R.; PISTOR, K.; VIG, V. How law affects lending. **The Review of Financial Studies**, v. 23, Issue 2, Feb. 2010.

HOLMSTROM, B.; TIROLE, J. Financial intermediation, loanable funds, and the real sector. **Quarterly Journal of Economics**, n. 3, p. 663-691, 1997.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Collateralized transactions**: key considerations for public lenders and borrowers. [s.l.]: IMF, 2020. (Policy Paper, n. 20/010).

KARA, A.; MARQUES-IBANEZ, D.; ONGENA, S. (2016), Securitization and credit quality, Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Paper, No 1148, IMF Working Paper Series, No 16/221 and European Central Bank Working Paper Series, No 2009.

KEYS, B. J. *et al.* Did securitization lead to lax screening: evidence from subprime loans 2001-2006. **Quarterly Journal of Economics**, v. 125, p. 307-362, 2011.

LOUTSKINA, E.; STRAHAN, P.E. Securitization and the declining impact of bank finance on loan supply: evidence from mortgage originations. **The Journal of Finance**, n. 64, p. 861-889, 2009.

MCKINNON, R. **Money and capital in economic development**. Washington, DC: Brookings Institution, 1973.

ORTIZ-MOLINA, H.; PHILLIPS, G. Real asset illiquidity and the cost of capital. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, n. 49, v. 1, p. 1-32, 2014.

PRESBITERO, A. F.; RABELLOTTI, R. The determinants of firm access to credit in Latin America: Micro characteristics and market structure. *Economic Notes – Review of Banking, Finance and Monetary Economics*, 45(3), 2016.

SPE – SECRETARIA DE POLÍTICA ECONÔMICA. Novo FGTS, expansão do crédito, mais garantias e redução de custos na economia. **Nota Informativa**, ago. 2021.

SILVA, N.; ZILBERMAN, E. **Impactos macroeconômicos da expansão do crédito no Brasil**: o período 2001-2011. Brasília: Ipea, 2017. (Texto para Discussão, n. 2333).

SILVA, N.; SACCARO, A. Efeitos do BNDES Finame nas firmas brasileiras: uma análise de sobrevivência para os anos de 2002 a 2016. **Estudos Econômicos**, n. 51, v. 1, 2021.

SILVA, T.; TABAK, B.; LAIZ, M.T. The finance-growth nexus: The role of banks. **Economic Systems**, 45, 2021.

ZEIDAN, R. Why is bank credit in Brazil the most expensive in the world? **Brazilian Review of Finance**, v. 18, n. 4, 2020.

Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac):

Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti (Diretor)
Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos (Diretor Adjunto)

Corpo Editorial da Carta de Conjuntura:

Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti (Editor)
Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos (Editor)
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos (Editor)
José Ronaldo de C. Souza Júnior
Fábio Servo
Leonardo Mello de Carvalho
Maria Andréia Parente Lameiras
Mônica Mora Y Araujo de Couto e Silva Pessoa
Sandro Sacchet de Carvalho

Pesquisadores Visitantes:

Ana Cecília Kreter
Andreza Aparecida Palma
Antônio Carlos Simões Florido
Cristiano da Costa Silva
Felipe Moraes Cornelio
Paulo Mansur Levy
Sidney Martins Caetano

Equipe de Assistentes:

Caio Rodrigues Gomes Leite
Diego Ferreira
Felipe dos Santos Martins
Izabel Nolau de Souza
Marcelo Lima de Moraes
Pedro Mendes Garcia
Rafael Pastre
Tarsylla da Silva de Godoy Oliveira

Design/Diagramação:

Augusto Lopes dos Santos Borges
Leonardo Simão Lago Alvite

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.
