FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO NO BRASIL¹

João Alberto De Negri²
Bruno César Araújo³
Ricardo Bacelette⁴
Dea Fioravante⁵
Denise Leyi Li⁶
Bernardo Furtado⁷

1 POR UMA REVISÃO DO FINANCIAMENTO AO DESENVOLVIMENTO NO BRASIL

A disponibilidade de poupança para financiar o investimento é uma variável-chave para o aumento da produtividade da economia brasileira. Entretanto, o Brasil sofre de um duplo problema: além da baixa taxa de poupança, o país possui um sistema de intermediação financeira repleto de distorções. A carência de financiamento de longo prazo e a ineficiência do mercado de crédito no Brasil elevam os juros e o custo dos investimentos em capital e inovação, implicando produtividade menor.

Além do nível, o tipo de investimento é crítico para o crescimento da renda *per capita*. Não basta apenas aumentar o investimento em relação ao produto da economia, deve-se investir em ativos e atividades com maior impacto sobre a produtividade. No Brasil, recuperar e ampliar a infraestrutura, investir em inovação, ciência e tecnologia e educação depende de um mercado de crédito compatível com as necessidades de crescimento mais acelerado.

2 DIAGNÓSTICO: O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO E POUPANÇA

As evidências internacionais mostram que o desenvolvimento de um sistema de intermediação financeira é uma pré-condição para o desenvolvimento de um país. Nesse sentido, comparações internacionais demonstram que o Brasil é muito mal posicionado no que tange ao indicador de profundidade financeira (*financial deepness*, que mede a parcela do crédito privado sobre o produto interno bruto – PIB). Entre 2013 e 2015, esse indicador situou-se em torno de 50% do PIB brasileiro, enquanto essa cifra corresponde a 70% no Chile e na África do Sul e quase 120% na China.⁸ Apenas um pequeno número de empresas, geralmente de grande porte, consegue livrar-se das restrições de crédito no mercado financeiro brasileiro.

^{1.} Versão atualizada de DE NEGRI, J. A. et al. Financiamento do desenvolvimento no Brasil. In: DE NEGRI, J. A.; ARAÚJO, B. C.; BACELETTE, R. (Orgs.). Desafios da nação: artigos de apoio. Brasília: Ipea, 2018. v. 1, podendo, portanto, conter tabelas, gráficos e passagens literais daquele texto. Os autores agradecem os comentários de Paulo Matos, André Rauen e outros participantes em seminário ocorrido no Ipea em Brasília dia 6 de abril de 2018, sem, contudo, implicá-los nas análises e conclusões aqui apresentadas.

^{2.} Técnico de planejamento e pesquisa na Diretoria de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação e Infraestrutura (Diset) do Ipea.

^{3.} Técnico de planejamento e pesquisa na Diset do Ipea.

^{4.} Técnico de planejamento e pesquisa na Diset do Ipea.

^{5.} Bolsista na Diset do Ipea.

^{6.} Bolsista na Diset do Ipea.

^{7.} Técnico de planejamento e pesquisa na Diset do Ipea.

^{8.} GOMES, D. M. *Escassez de crédito bancário no Brasil*: comparação internacional e evidência recente. 2009. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) — Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, 2009.

Em relação ao setor empresarial, no ano de 2015, entre 74 países no mundo, o Brasil ocupava a 53ª posição em capitalização das empresas no mercado de capitais, e o 27º lugar no número de empresas listadas em bolsa (359 empresas). Estes indicadores colocam o Brasil atrás de economias relativamente menores. Por sua vez, o valor médio das ofertas públicas iniciais de ações (IPOs) foi relativamente alto, US\$ 411 milhões, o que colocava o Brasil na 5ª posição relativa. Portanto, a bolsa de valores brasileira é composta por poucas e grandes empresas. 9

Enquanto no mundo a renda variável na carteira de fundos de investimento é de aproximadamente 40%, no Brasil é de 11%. Da carteira de fundos de investimento, 66% são títulos públicos no Brasil em 2015. ¹⁰ O problema da escassez de orçamento fiscal faz com que o governo precise competir com o setor privado pela poupança, muitas vezes forçada, e o mercado de capitais vem perdendo sua funcionalidade para financiar o desenvolvimento.

O atual contexto da economia brasileira sugere um esgotamento do modelo tradicional de financiamento ao desenvolvimento, fortemente baseado na disponibilidade de crédito público. É preciso um novo arranjo entre financiamento público e privado. Não apenas o volume de recursos fiscais não é suficiente para financiar o desenvolvimento na velocidade desejável, mas o crédito direcionado subsidiado tem seu potencial limitado por um círculo vicioso: ele se torna mais atraente para os tomadores à medida que o diferencial de juros em relação à taxa básica da economia cresce, mas a própria cobertura desse diferencial tem um custo fiscal e implica perda de eficácia da política monetária. Ambos os efeitos pressionam a taxa de juros, reforçando o ciclo.

3 CRÉDITO LIVRE, CRÉDITO DIRECIONADO E O PAPEL DOS BANCOS PÚBLICOS

O Banco Central do Brasil (BCB) define as modalidades de crédito direcionado como "financiamentos rurais (com taxas reguladas e de mercado), financiamentos imobiliários (com taxas reguladas e de mercado), financiamentos com recursos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) para infraestrutura, agroindústria, para capital de giro e exportações, microcrédito, e outros créditos direcionados". Os créditos direcionados são concedidos a partir de recursos direcionados, que são operações de crédito regulamentadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) ou vinculadas a recursos orçamentários, cujas fontes são provenientes de captações de depósito à vista e de caderneta de poupança, além de fundos e programas públicos.

Metade do crédito no Brasil é direcionado, correspondendo a R\$ 1,54 trilhão em 2016, de acordo com o BCB. Do estoque total de crédito, 24% foram destinados para pessoa física e 26% para firmas. A maior parte do crédito direcionado para pessoa física foi o habitacional: 71% ou R\$ 524,8 bilhões. Na última década, esse tipo foi o grande responsável pelo aumento do crédito de pessoa física na economia. Além disso, mais de 70% do mercado de crédito habitacional no Brasil é fornecido pela Caixa Econômica Federal (CEF). No caso do crédito direcionado a firmas, 69% foram disponibilizados pelo BNDES (em torno de R\$ 552 bilhões).

O restante dos 50% da carteira ativa de crédito na economia, em 2016, eram créditos livres. Desses, 26% foram destinados para pessoas físicas e 24% para empresas. No caso de pessoas físicas, a maior parte do crédito livre (58%) era consignado e cartão de crédito e, no caso das empresas, a maior parte (61%) foi destinada ao comércio exterior e para capital de giro.

Um dos entraves para a expansão do crédito livre é a dificuldade para a execução de garantias no Brasil, que, além de elevadas, não são suficientes para a redução do risco de crédito. Não à toa, consignado, cartão de crédito e comércio exterior figuram entre as principais modalidades de crédito livre. Por um lado, o Brasil é

^{9.} COSTA, R. T. Perspectivas e projeções para a economia e o mercado de capitais. *Revista RI*, n. 204, jun./jul. 2016. Disponível em: https://bit.ly/2X7JLmC. Acesso em: 12 abr. 2019.

^{10.} ROCCA, C. Financiamento das empresas e do investimento no Brasil. *In:* SEMINÁRIO FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS E DO INVESTIMENTO NO BRASIL, 2017, Rio de Janeiro. *Anais* [...]. Rio de Janeiro: [s.n.], 2017.

^{11.} BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sistema gerenciador de séries temporais. [S.l.]: [s.d.].

um dos países que mais exige garantias para a concessão de crédito (cobertura de garantias de 95% do crédito, em média), ¹² gerando ineficiências devido à imobilização dos ativos dados como garantias. Por outro lado, isso não tem resultado em redução do risco de crédito, pois as garantias fidejussórias – aquelas por meio de fiança – são as únicas capazes de reduzir o componente de risco do *spread* em empréstimos. ¹³

Mesmo nos financiamentos em que o bem encontra-se como garantia da operação, como é o caso da alienação fiduciária, há inúmeras possibilidades recursais que encarecem e tornam lenta a execução, acarretando riscos e custos que são repassados à média das operações. Segundo dados do BCB, os custos relativos à inadimplência respondem por mais da metade do *spread* do crédito total nos últimos cinco anos, incluindo-se os créditos livres e direcionados. Isso significa que, independentemente do valor e da liquidez, os agentes econômicos sabem da dificuldade de executar uma garantia que não seja oferecida por um fiador.

A expansão do crédito direcionado na economia brasileira, em especial após a crise financeira internacional de 2008, trouxe à tona não apenas a questão da sustentabilidade do modelo de financiamento da economia e sua eficácia, mas também a própria discussão sobre a razão de ser do crédito público direcionado ou subsidiado.

Há justificativas econômicas para a intervenção do governo no mercado de crédito, via bancos públicos. Externalidades positivas e falhas de mercado e de coordenação podem justificar o subsídio a determinadas atividades, que não poderiam ser suficientemente financiadas pelo setor privado. As falhas de mercado têm duas consequências no mercado de crédito: *i)* o setor privado pode não conceder crédito a estas atividades sob nenhuma condição, o que caracterizaria um cenário de repressão financeira; ou *ii)* ele pode até conceder crédito, mas em condições proibitivas, que inviabilizariam projetos socialmente viáveis na ausência de subsídios.

Um caso relevante são as atividades de inovação tecnológica, em que os riscos de desenvolvimento de novas tecnologias são elevados e não há oferta de crédito no mercado livre nem custos adequados para cobrir os riscos de desenvolvimento, mas há benefícios sociais superiores aos benefícios privados, via efeitos demonstração, transbordamento tecnológico, entre outros. Outro caso relevante é o financiamento à infraestrutura, cujos investimentos apresentam uma combinação de externalidades com dificuldades para financiamento de longo prazo e, sobretudo, com falhas de coordenação, pois o provimento de infraestrutura pode viabilizar vários outros investimentos.

Há ainda justificativas também para atuação do setor público quando é necessário aumentar a competição no mercado de crédito ou quando há conjuntura econômica especialmente desfavorável, como durante a crise do mercado financeiro dos Estados Unidos em 2008.

Entretanto, essa intervenção não é livre de problemas potenciais, uma vez que pode resultar em falhas de governo que podem superar as falhas de mercado. ¹⁴ Do ponto de vista microeconômico, as falhas podem ser resultado da falta de foco do crédito público ou de subsídios a agentes ou atividades econômicas que poderiam se financiar de maneira privada.

As intervenções do governo no mercado de crédito, em geral, assumem duas formas: a equalização de taxas de juros e o direcionamento. Do ponto de vista macroeconômico, há basicamente dois custos decorrentes da equalização de taxa de juros: um de ordem fiscal e outro de política monetária.

O crédito direcionado expandiu-se no período recente basicamente via Tesouro Nacional. Enquanto o BNDES dependia fundamentalmente do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), o impacto fiscal era menor, pois a remuneração do FAT é indexada pela taxa de juros de longo prazo (TJLP) e a maior parte dos empréstimos do BNDES era também indexada à TJLP mais um *spread* até 2009. No entanto, os recursos do Tesouro têm

^{12.} SILVA, N.; ZILBERMAN, E. Restrições financeiras e o PIB per capita no Brasil. Brasília: Ipea, 2016a. (Texto para Discussão, n. 2406).

^{13.} Como, por exemplo, em MARTINS, B.; VIANA, C. Agenda de estudos sobre crédito no Brasil. *In:* SEMINÁRIO FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS E DO INVESTIMENTO NO BRASIL, 2017, Rio de Janeiro. *Anais* [...]. Rio de Janeiro: [s.n.], 2017.

^{14.} LAZZARINI, S. G. et al. What do state-owned development banks do? Evidence from BNDES, 2002-2009. World Development, v. 66, p. 237-253, fev. 2015.

o custo financeiro da taxa Selic, tradicionalmente mais alta que a TJLP. A diferença entre o que o BNDES remunera o capital da União (TJLP) e a taxa pela qual a União capta recursos (Selic) pode ser considerada, então, um subsídio implícito ao setor produtivo a ser pago pela União.

Além deste subsídio implícito, há ainda o subsídio explícito, correspondente às equalizações de taxa de juros correspondentes a programas como o Programa de Sustentação do Investimento (PSI), lançado em 2009. Basicamente, a equalização é definida como o diferencial entre a taxa de juros para o tomador e o custo da fonte de recursos.

O problema de política monetária diz respeito ao estreitamento dos canais de transmissão. Sob o regime brasileiro de metas de inflação, o governo controla o nível de preços via taxa de juros. O estreitamento dos canais de transmissão da política monetária faz com que o BCB precise elevar a taxa de juros ainda mais para controlar a demanda porque metade do crédito é direcionado e "escapa" da taxa de juros do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic).

4 AS MUDANÇAS NO MERCADO DE CRÉDITO E O IMPACTO SOBRE A PRODUTIVIDADE

Estimativas do Ipea¹⁵ indicam que o crédito privado com recursos livres na economia tenha passado de 15% para 30% do PIB entre 2001 e 2011. Estima-se ainda que o acréscimo de 9,5% para 15% do PIB em crédito livre para as firmas tenha gerado um aumento de 1,5% no PIB *per capita* em dez anos.

No entanto, o mercado financeiro brasileiro apresenta três restrições fundamentais: *i)* custo de participação no mercado de crédito, na forma de custos administrativos e outras exigências por parte do emprestador; *ii)* custo de monitoramento do sistema, associado à inadimplência e ao *spread;* e *iii)* custo referente ao limite de endividamento, relativo às garantias. A primeira restrição afeta a margem extensiva (a quantidade de firmas que tomam crédito), enquanto as duas últimas afetam a margem intensiva (volume de crédito das firmas que já estão no mercado de crédito). Exercícios realizados pelo Ipea¹⁶ mostram que a eliminação do custo de participação no mercado de crédito aumentaria o PIB *per capita* em 7%, via crescimento da participação das firmas com crédito no mercado. Melhorias que afetem o custo de monitoramento gerariam um aumento do PIB *per capita* em 2,4% via redução do *spread* bancário. Contudo, o limite do endividamento é a maior restrição financeira, e a redução das garantias nos empréstimos para níveis de países desenvolvidos elevaria o PIB *per capita* em 12%.

^{15.} SILVA, N.; ZILBERMAN, E. Impactos macroeconômicos da expansão do crédito no Brasil: o período 2001-2011. *In:* ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 44., 2016, Foz do Iguaçu. *Anais* [...]. Foz do Iguaçu: Anpec, 2016b.

^{16.} Silva e Zilberman (2016a).