

# ACÇÃO ANTICLÍCA E TRANSFORMAÇÃO ESTRUTURAL DO ESTADO SOBRE O SISTEMA FINANCEIRO: ASPECTOS TEÓRICOS E A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA RECENTE

Everton Sotto Tibiriçá Rosa<sup>1</sup>

## RESUMO

Busca-se esclarecer o papel desempenhado pelas Instituições Financeiras Públicas (IFPs) na sua relação com o sistema financeiro, bem como seus efeitos sobre a atividade econômica *efetiva* e *planejada*, levando-se em conta a dinâmica de funcionamento de uma economia monetária e, particularmente, os desafios de transformação estrutural de um país que busca o desenvolvimento econômico, como o Brasil. Destaca-se a centralidade do Estado nas experiências históricas de industrialização atrasada e, de forma mais contemporânea, o papel estratégico da preservação das IFPs - no caso brasileiro - enquanto instituições fundamentais no combate à instabilidade econômica e sustentação da atividade econômica. Discute-se, com base na experiência brasileira e internacional, aspectos da intervenção pública no mercado de crédito e no mercado de capitais, tendo em vista o comportamento característico das instituições financeiras privadas e dos mercados financeiros nos momentos de estabilidade macroeconômica e nos de incerteza elevada. Recupera-se a discussão sobre a importância do crédito direcionado e as ações mais recentes de fomento à expansão do mercado de capitais brasileiro, bem como as discussões acerca das possíveis razões para o elevado custo do financiamento no Brasil. Ademais, busca-se esclarecer como um país com capacidade de financiamento superior ao PIB encontra dificuldades para financiar a produção corrente e o investimento de longo prazo.

**Palavras-chave:** financiamento, investimento, transformação estrutural e ação anticíclica.

## ABSTRACT

It seeks to clarify the role played by Public Financial Institutions (IFPs) in relation to the financial system as well as its effects on *effective* and *planned* economic activity, taking into account the dynamics of functioning of a monetary economy, and particularly the challenges of structural transformation of a country seeking economic development, such as Brazil. Highlights the centrality of the State in the historical experiences of late industrialization and, more contemporary, the strategic role of preservation of IFPs - the Brazilian case - as key institutions in the fight against economic instability and sustaining economic activity. It is argued, based on the Brazilian and international experience aspects of public intervention in the credit and capital markets, in view of the characteristic behavior of private financial institutions and financial markets in times of macroeconomic stability and high uncertainty. It is recovered the discussion about the importance of earmarked credit and the most recent actions to promote the expansion of the Brazilian capital market, as well as discussions on possible reasons for the high cost of financing in Brazil. Moreover, it seeks to clarify how a country with capacity of finance superior of GDP finds it difficult to finance current production and long-term investment.

**Key words:** finance, investment, structural transformation, anti-cyclical action.

---

<sup>1</sup> Professor de Economia da UFG e doutorando em Economia pelo Instituto de Economia da UNICAMP.

## INTRODUÇÃO

O objetivo deste ensaio é discutir o uso do sistema financeiro para a administração da economia por parte do Estado, seja em termos de enfrentamento de situações conjunturais, seja para a construção das transformações a longo prazo da estrutura econômica. Para tal, vamos nos concentrar no caso brasileiro, explorando as características de sistema financeiro nacional e a atuação mais recente do Estado sobre este sistema, com atenção especial sobre o contexto de enfrentamento da crise financeira internacional de 2008. Nesta recuperação, vamos nos valer da discussão teórica acerca do papel do Estado e do sistema financeiro sobre a economia, bem como amparar o caso brasileiro nas experiências históricas de industrialização e desenvolvimento econômico.

Entende-se que a *ação anticíclica* do Estado foi posta em execução através das Instituições Financeiras Públicas (IFPs), sob a regência e combinação de políticas do Banco Central e do Tesouro, no momento imediato da crise de 2008. Contudo, vamos destacar que além da *ação anticíclica*, o Brasil passou a experimentar outra ação, a da *transformação estrutural*, logo após as pressões da conjuntura de crise de setembro de 2008. Isto é, a ação financeira do Estado passou a assumir a feição de transformação da atividade econômica por meio do sistema financeiro. Este processo prosseguiu até meados de 2013, quando a *ação de transformação estrutural* passou a ser enfraquecida por conta da mudança da postura da política monetária do Banco Central, muito orientada ao agravamento do problema da vulnerabilidade externa da economia brasileira. Neste sentido, o ano de 2014, ao invés de marcar a consolidação das políticas de *ação anticíclica* e da *transformação estrutural* do arranjo financeiro estatal sobre a economia, passou a marcar o enfraquecimento e dismantelamento das duas ações, bem como a substituição de uma política de *ajuste expansivo* por outra de *ajuste recessivo* que assumiu suas feições mais destacadas durante todo o ano de 2015 (e que prossegue em 2016).

Neste artigo, apesar do enfraquecimento e reversão da coordenação das ações financeiras do Estado a partir de 2013, vamos nos dedicar ao entendimento dos fundamentos da ação estatal sobre o sistema financeiro (ação anticíclica e de transformação estrutural), explorando a sua razão de ser e potencialidades, amparado na teoria e nas experiências históricas.

Nossa hipótese é de que as ações do Estado sobre o sistema financeiro são fundamentais para administrar a atividade econômica e transformação a sua estrutura produtiva. A *economia monetária* Keynes, mas também a *economia do crédito e das inovações financeiras* de Schumpeter e Minsky nos permitem compreender a importância do Estado no enfrentamento dos desafios econômicos da sociedade.

Na visão deste trabalho, entende-se que as IFPs, ao longo dos processos históricos de industrialização, têm contribuído para o crescimento econômico e, ainda hoje, continuam sendo instrumentos essenciais para a promoção do desenvolvimento. Estas instituições, no Brasil, são responsáveis por quase metade do volume de crédito de curto prazo disponível no sistema bancário, além disso, são os principais ofertantes de *funding* para o investimento de longo prazo nos diversos setores da economia<sup>2</sup>, desde o segmento empresarial até o familiar- aquisição de imóveis.

Este artigo está dividido em três seções, além da Introdução e das Considerações Finais. A primeira seção contempla a discussão do papel do sistema financeiro para o desenvolvimento econômico, destacando-se algumas das experiências históricas internacionais, bem como a brasileira. Na segunda seção, discorre-se sobre os problemas apresentados pelo Sistema Financeiro do Brasil em sua tarefa primordial de *financiar*, passando dos limitantes históricos às restrições que ainda permanecem e que caracterizam esse sistema como predominantemente bancário, oneroso e de curto prazo. Na última seção as considerações finais são apresentadas.

## **1. SISTEMA FINANCEIRO, DINÂMICA E ESTRUTURA ECONÔMICA**

### **1.1. FALHAS DE MERCADO X CONSTRUÇÃO DO MERCADO**

Entende-se que a atuação do Estado no sistema financeiro é mais complexa do que o conceito de *correção de falhas de mercado*, aludido na corrente econômica principal, permite captar. Em particular, porque a intervenção através das IFPs não está *corrigindo falhas*, mas *criando* mercados que simplesmente não existiam. A situação é muito distante do escopo limitado do *crowding out* do financiamento privado pelo público. Vale dizer, a atuação das IFPs (e do Estado) não se limita a compensar um desinteresse ou uma insuficiência da iniciativa privada no financiamento privado e voluntário da economia. Como exemplo disto, no seguimento de financiamento de longo prazo, a noção de *crowding out* é totalmente estranha à realidade observada, uma vez que o setor público, em especial o BNDES e a CEF, continuam sendo os principais agentes financiadores destas modalidades em um mercado diminuto frente às necessidades da economia brasileira<sup>3</sup>.

A noção de *falhas de mercado*, bem como a noção de *subdesenvolvimento* ou *incompletude dos mercados financeiros* supõem que a ação do Estado deveria ser transitória. O segundo conceito tem por detrás a concepção de que o processo de desenvolvimento, uma vez em curso, reduziria gradativamente a relevância ou a necessidade de continuidade da existência das

---

<sup>2</sup> Ver gráfico 1, em anexo.

<sup>3</sup> O problema não é demanda por crédito de longo prazo, mas escassez de oferta dos recursos. Há muito espaço para a expansão deste mercado, mas pouco interesse da iniciativa financeira privada em desenvolver mecanismos de financiamento ou do público em geral em fornecer as fontes do *funding*.

IFPs<sup>4</sup>. Contudo, enquanto a questão do desenvolvimento possa ser interpretada, a primeira vista, como algo já resolvido nos países centrais, esta não deveria ser a posição compartilhada pelos países que têm posição subordinada no cenário internacional e ainda contam com significativos desafios e esforços de transformação produtiva por serem realizados. Nos próprios países centrais, que "atingiram o desenvolvimento", a grande preocupação é a de reformular a estrutura produtiva, investir em novas tecnologias e mudar a matriz energética, o que necessariamente implica uma visão de que a transformação estrutural continua a ser perseguida apesar de todos os avanços já alcançados. Ademais, frente a perda de estrutura industrial, elevação da desigualdade e precarização dos postos de trabalho, é cada vez mais nítido que "alcançar o desenvolvimento" não é uma conquista permanente, sobretudo na ausência de ações estruturantes do Estado.

Não bastasse a justificativa do *esforço de desenvolvimento* como meta permanente de um país, a existência e atuação das IFPs justifica-se por questões estratégicas no âmbito da dinâmica econômica e financeira. Através destas instituições e das políticas econômicas, tal como a creditícia, bancária e financeira, o Estado busca garantir o maior financiamento à atividade produtiva e aos negócios, estimulando a concorrência bancária, a fim de garantir crédito em volume e condições suficientes e desejáveis. Contudo, um dos pontos de maior destaque das IFPs, com vistas à conjuntura recente, está no papel anticíclico em exercido (em 2002 e pós-2008). Através dos esforços destas instituições, foi possível amenizar os impactos das crises sobre o nível da atividade econômica<sup>5</sup>. Enquanto as instituições financeiras privadas desaceleraram e restringiram a expansão do crédito, em meio a *incerteza generalizada* e aversão ao risco após setembro de 2008, as IFPs mantiveram e ampliaram seu financiamento à economia, promoveram o refinanciamento das dívidas, reduziram os custos de captação e ampliaram os prazos de carência e o volume dos empréstimos, sendo responsáveis pela elevação da relação crédito/PIB de cerca de 38% (2008) para mais de 50% (2012). Esta ação evitou uma crise de liquidação generalizada, a interrupção do processo produtivo, falências e desemprego em maior medida. Apesar dos esforços, no entanto, o país sofreu com os impactos do agravamento da crise internacional.

Frente a estas considerações, o debate sobre a intervenção do Estado e a atuação das IFPs merece reconsideração e aprofundamento, para que enganos sejam postos de lado. Neste sentido, entende-se que mesmo com eventuais alterações nas funções das IFPs, a intervenção estatal no sistema financeiro deveria ter caráter permanente, sobretudo no caso de países que são periféricos na ordem mundial e vulneráveis às mudanças de condições nos países centrais - EUA,

---

<sup>4</sup> Como transpareceu na motivação do processo recente de privatização do banco de desenvolvimento da Coreia do Sul (KDB), pelo menos até 2012, quando a severidade da crise internacional levou o governo de Seul a rever a estratégia.

<sup>5</sup> Em 2002, o BNDES foi fundamental na sustentação do investimento e na reestruturação financeira das empresas brasileiras que se tornaram vulneráveis aos desdobramentos de desconfiança internacional sobre os países emergentes. Em 2008, novamente o BNDES, mas com importância destacada, o Banco do Brasil e CAIXA, expandiram o crédito a fim de evitar o fechamento do circuito do crédito no país, garantindo refinanciamento e suporte para a atividade econômica.

Europa e Japão, tanto pela questão do desafio do desenvolvimento econômico - *transformação estrutural* -, quanto pela questão conjuntural - *combate à instabilidade*. De acordo com Minsky (1986), a intervenção do Estado cumpre o objetivo de *estabilizar* uma economia intrinsecamente *instável*, isto é, uma economia que em condições normais de funcionamento apresenta problemas de previsão, frustração de expectativas e violentas mudanças nas decisões dos agentes que controlam a produção, o investimento e o seu financiamento, sobretudo nas situações de incerteza mais acentuada, afetando a *circulação produtiva*, isto é, processo de geração de renda e emprego. Neste quadro, as instituições, da mesma forma que os contratos, buscariam reduzir a incerteza que cerca o processo decisório dos empresários, investidores e do público em geral, contribuindo, desta forma, para que a economia apresente menor volatilidade e características desejáveis para a população<sup>6</sup>.

Outra razão para a defesa da intervenção, ocorre pelo fato da economia brasileira ser uma economia periférica e com elevado grau de abertura financeira, isto é, uma economia especialmente vulnerável às condições externas e à volatilidade financeira internacional. A dinâmica dos capitais dos países do Centro - EUA, Europa e Japão -, marcada por fases de otimismo (quando *migram* do Centro) e incerteza elevada (*retornam* abruptamente às praças financeiras do Centro), tem sido a característica mais marcante desde os anos 1980. A partir dos processos de privatização, liberalização e desregulamentação financeira, os fluxos de capitais dos países centrais têm gerado fases assimétricas de liquidez abundante e de reversão abrupta levando a crises cambiais, de balanço de pagamentos e financeiras nos países *emergentes*.

## 1.2. ABORDAGEM HISTÓRICA E DINÂMICA DO SISTEMA FINANCEIRO

De acordo com Minsky (1996) o capitalismo pode se manifestar de formas variadas, e apesar de todas as formas estarem sujeitas à flutuações, nem todas flutuam da mesma maneira. Tal visão sugere que a análise e a proposição econômica devem ter como base a história, as instituições e o contexto de cada país. É a partir desta visão que Costa (2009) caracteriza as particularidades do desenvolvimento financeiro brasileiro e o compara às experiências internacionais. A argumentação do autor parte do princípio de que os países que se industrializaram, o fizeram em momentos distintos e com especificidades próprias no que diz respeito à forma de solução dos desafios de modernização da estrutura econômica. Desta forma, reconhece-se que o comportamento dos agentes econômicos está sujeito às condições políticas e institucionais existentes em cada país, sendo a solução dos desafios e dos conflitos particulares a cada experiência, não apenas no campo dos

---

<sup>6</sup> Minsky (1986) refere-se ao desafio de garantir que o sistema econômico ofereça continuamente a melhoria do padrão de vida da população, a garantia de geração de empregos, o acesso aos meios materiais básicos de reprodução da vida.

interesses econômicos, mas inclusive no campo político. Embora seja possível considerar um capitalismo global, no sentido mais abstrato, a realidade dos diferentes países permite reconhecer variedades de capitalismo.

No processo de *industrialização originária*, o caráter lento e gradual da acumulação de capital e de incorporação do progresso tecnológico não exigiu reformas do sistema financeiro britânico, particularmente voltado para o curto prazo, para que o processo ocorresse. Contudo, nos países de *industrialização atrasada* - como o caso dos países europeus, Rússia e os EUA - foi necessário estabelecer formas de mobilização privada e de intervenção do Estado para enfrentar o problema da descontinuidade tecnológica e financeira imposta pela Revolução Industrial, bem como para o enfrentamento da concorrência imposta pelos produtos ingleses - estes, com vantagens indiscutíveis de custos, preços e qualidade. Na Alemanha, o esforço do Estado na unificação política, na educação e no treinamento da mão-de-obra veio acompanhado da articulação de interesses entre os grandes bancos privados e os empresários industriais, permitindo a formação de grandes empresas nos setores característicos da Segunda Revolução Industrial - química, metal-mecânica. Esta forma de articulação banco-indústria também ocorreu na Itália e na Áustria, configurando mais exemplos do chamado *capital financeiro* de Hilferding (fusão de capitais de tipos diferentes: produtivo e bancário). Na França, diferentemente, a industrialização pautou-se pela construção de um amplo setor bancário estatal voltado para o apoio de grandes projetos de investimento, como no caso das ferrovias e da infraestrutura. Na Rússia, a carência de capital e o desinteresse da iniciativa privada exigiu que o Estado assumisse a condução do processo de industrialização, no financiamento e na execução.

Tendo em vista as contribuições de Hirschman e Gershenckron, conclui-se que o Estado russo e francês, assim como os bancos europeus (privados, públicos ou mistos) desempenharam o mesmo papel no que se refere ao *equacionamento do financiamento do processo de industrialização*. Através das experiências históricas destaca-se a importância da criação de instrumentos institucionais especialmente desenhados para superar o *atraso econômico* e para suportar a concorrência dos países mais avançados produtivamente. As industrializações ocorreram de formas distintas e utilizaram arranjos institucionais particulares, refletindo bases de desenvolvimento das forças produtivas e dos fatores de produção específicas a cada país, sob contextos sócio-políticos particulares, com correlação de interesses particulares distintos e específicos à cada realidade nacional, e que moldaram o rumo das ações tomadas.

Desta forma, tal como no passado, o enfrentamento da descontinuidade tecnológica, do problema da dimensão do esforço financeiro e do risco do empreendimento, continua a requerer *esforços deliberados, intensos e orientados* para a promoção da transformação estrutural. Na maioria das vezes estes esforços são equacionados com o auxílio da ação estatal, tanto nas suas

formas *diretas*, quanto *indiretas*. Nas formas diretas o Estado é o agente que investe, produz e financia; nas indiretas ele estimula segmentos do setor privado a investir, produzir e financiar através da condução das políticas econômicas e da operação das instituições financeiras, de forma a orientar as expectativas da comunidade para o objetivo de transformação. No campo teórico e prático, Keynes no *Tratado sobre a Moeda* e na *Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda* admitiu ambas as possibilidades de intervenção do Estado. No *Tratado* destacou mais a ação do Estado através do sistema financeiro, em particular, pela condução da política monetária, pela ação dos sistema bancário e pela atuação do Estado como *market maker*<sup>7</sup> nos mercados financeiros de forma a garantir condições favoráveis ao nível de investimento necessário. Na *Teoria Geral*, o autor explorou mais o âmbito da política fiscal, mas admitia que o Estado deveria assumir diretamente o investimento se o mesmo não fosse conduzido voluntariamente pela iniciativa privada, de forma a assegurar o desenvolvimento da estrutura de capital ao longo do tempo<sup>8</sup>. O que demonstra a centralidade do investimento para as condições de vida da comunidade como um todo, não podendo portanto, estar vulnerável às preferências e movimentos de aversão da iniciativa privada.

Com destaque às formas de intervenção do Estado e ao desenvolvimento histórico dos sistemas financeiros, Zysman (1983) considera que os países poderiam ser considerados a partir de três tipos de sistemas financeiros principais: (i) *o baseado em mercado de capitais*: retrato do sistema financeiro dos EUA e Reino Unido. Este sistema caracteriza-se pela separação das empresas produtivas e das instituições do sistema bancário. Em geral, as empresas são financiadas através da emissão de títulos de dívida (*bonds*) ou títulos de propriedade (ações). A intervenção do Estado *ocorre no sistema de preços* a partir da colocação e negociação de ativos financeiros, ou seja, é uma intervenção indireta que busca afetar os preços dos ativos e o custo do capital; (ii) *o baseado em crédito bancário com preços administrados pelo governo*: neste sistema as empresas se financiam com crédito bancário, mas há uma relação próxima entre o Estado e as empresas, como foi por muito tempo o caso da França e do Japão; (iii) *o sistema baseado em crédito bancário privado*: este seria um sistema financeiro privado e concentrado, mas no qual os bancos estão fortemente associados/alinhados com os interesses das empresas. O Estado atuaria através do mercado. Este seria o caso da Alemanha.

Com relação ao Brasil, Costa (2009) e Costa & Deos (2002) argumentam que o país não se enquadraria em nenhuma das tipologias de Zysman. Na verdade, o Brasil apresentaria traços incompletos dos três modelos de sistema financeiro, caracterizando-se como um país com *mercado de capitais fraco* (típico dos países com predomínio de crédito bancário), em que o *crédito público*

---

<sup>7</sup> Davidson (2008) utiliza o termo *market maker* para a intervenção do Estado no mercado de capitais. Keynes não utiliza o termo mas descreve exatamente as ações às quais o conceito se refere. No *Tratado*, essa seria uma das funções da Autoridade Monetária - do Banco Central. Curiosamente, no caso brasileiro é o BNDES que assumiu este papel.

<sup>8</sup> Keynes (1936), cap. XXIV.

*é insuficiente* e em que o *crédito privado é incipiente*. Nota-se no Brasil a existência de sistema bancário misto, que apesar de ter condições de financiar amplamente<sup>9</sup>, não atende às necessidades de investimento e aos projetos de longo prazo, a não ser de forma limitada e insuficiente pelo segmento financeiro público. Dito isto, observa-se no Brasil que, embora relevante, não constituiu-se um sistema financeiro público amplo, como ocorreu em países europeus no passado e ocorre nos países asiáticos<sup>10</sup>. Além disso, de forma distinta da experiência de outros países, a atuação dos bancos privados brasileiros não é de articulação com os interesses dos empresários, ou mesmo de suporte ao financiamento do investimento.

Acerca das tipologias de Zysman e em referência à realidade dos sistemas financeiros mistos, Freitas (2009) destaca que são muitas as experiências em as instituições financeiras públicas atuam ao lado de instituições financeiras privadas. No entanto, é perceptível que em países europeus, à exceção dos países em que o sistema público é predominante (França), a ação destas instituições é marginal em termos de importância para o investimento produtivo. Além disso, as ações destas instituições estão geralmente voltadas para o desenvolvimento social (não necessariamente econômico), no âmbito local/regional, bem como para o financiamento de pequenas e médias empresas. Como argumentou-se no início, a atuação nestes países assemelha-se àquela orientada pelo escopo limitado de *correção de falhas de mercado*, de ocupação de *lacunas de mercado*. Quando se considera os países asiáticos, observa-se que o sistema financeiro público está envolvido diretamente na questão da promoção do desenvolvimento econômico, no estímulo ao investimento e no apoio às grandes empresas. Considerando estes aspectos, pode-se dizer que o caso brasileiro de sistema bancário misto é também singular, pois as IFPs dividem espaço com a iniciativa privada (não são predominantes como nos casos da Índia e China), mas a sua ação crítica é justamente no financiamento do investimento e do desenvolvimento nacional, atuando com todos os tipos de empresas, sobretudo as de maior porte.

Com relação ao desdobramento histórico, Costa & Deos (2002) tratam da evolução do sistema financeiro brasileiro, caracterizando os vários ciclos de financiamento aos quais o país esteve sujeito. A conclusão dos autores é de que o país adotou diferentes combinações entre o financiamento público e o financiamento externo para promover desenvolvimento econômico<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Como destaca Costa (2006), somadas as operações de crédito com as de valores mobiliários, predominantemente de títulos públicos federais, a capacidade total de financiamento da economia brasileira seria de cerca de 84% do PIB, frente a uma relação crédito-PIB de 30% (2005). Dados do Banco Mundial confirmam a capacidade de financiamento do Brasil em cerca de 98% do PIB (2011). Ou seja, o sistema financeiro nacional, particularmente bancário, tem condições para financiar, mas a estratégia alocativa de portfólio, entre outras razões, tem impedido a canalização deste potencial para o adensamento das relações de crédito.

<sup>10</sup> Como destaca Cintra (2007), ao se referir aos casos do Japão e Coreia, e posteriormente, à Índia e China.

<sup>11</sup> O próprio BNDES, ao logo do Programa de Reaparelhamento Econômico e do Plano de Metas, além do desembolsos para os projetos de infraestrutura e investimento do Estado, teve até maior importância, no início, a atuação como intermediário de recursos externos e avalista dos mutuários nacionais frente aos bancos multilaterais.



Neste contexto, o setor privado nacional sempre esteve vinculado às operações de curto prazo, sobretudo na concessão de *capital de giro* para as empresas. Apenas no ciclo recente (2003-2008), até à crise, os bancos privados assumiram a frente no financiamento, neste caso, voltado ao consumo<sup>12</sup>. Contudo, o financiamento de longo prazo, da infraestrutura e do investimento produtivo sempre ficou a cargo de IFPs, dos lucros retidos das empresas<sup>13</sup>, do investimento externo (IDE) ou do endividamento internacional.

Considerando o *funding doméstico*, essencial para consolidar a estrutura de prazos dos projetos de investimento, Costa & Deos (2002) chamam a atenção para as implicações da sua escassez no caso brasileiro. A escassez de financiamento doméstico (e não a falta de poupança interna), contribuiu em diversos momentos históricos para o agravamento do endividamento externo do país (sobretudo nas fases de abertura financeira ao exterior), bem como para a sua crescente vulnerabilidade (fragilidade financeira) às condições internacionais. Esta vulnerabilidade tem se confirmado em instabilidade financeira (de Minsky) ao longo das sucessivas crises provocadas pela reversão da liquidez internacional<sup>14</sup>.

A abertura financeira tem relação direta com a instabilidade e subdesenvolvimento do sistema financeiro da economia brasileira. Podemos afirmar que os ganhos com a abertura financeira são limitados e de curta duração - acesso a financiamento externo e *endividamento voluntário* - quando comparados aos custos do processo em termos de perda do produto, empregos, falências e períodos prolongados de baixo dinamismo econômico - acompanhados por crise de balanço de pagamentos, *endividamento forçado*, dramáticas flutuações do produto. Soma-se aos custos, os inevitáveis processos de ajuste econômico, marcados por austeridade fiscal, redução da absorção doméstica e controle da inflação<sup>15</sup>. O principal resultado da abertura financeira, portanto, além do endividamento externo, tem sido o subdesenvolvimento do mercado financeiro doméstico. Pois a vulnerabilidade da economia brasileira, expressa em movimentos de instabilidade de câmbio, juros e preços, limita a ação voluntária de financiamento, seja de um sistema bancário privado, seja das finanças diretas pelo público. Assim, o desenvolvimento econômico nacional parece avançar em momentos de resposta às crises externas, quando o Estado, por conta da severidade da crise, acaba ganhando maior autonomia para intervir, quando o Estado se torna o porto seguro das aplicações financeiras, e a opinião pública, caso não favoreça suas ações, reduz o teor da crítica.

---

<sup>12</sup> Aproveitando o contexto de melhoria da renda, elevação do salário mínimo e do nível de emprego.

<sup>13</sup> Que nada mais são, considerados os custos das empresas, o resultado do faturamento, portanto, das decisões gastos de outros empresário e do público em geral, e não reflexo da poupança.

<sup>14</sup> Movimento caracterizado pelo volta abrupta dos fluxos de capitais para países como EUA, Europa e Japão, o chamado "vôo para qualidade".

<sup>15</sup> Esta última que tem como causas de seu agravamento as desvalorizações repentinas do câmbio, típicas das que ocorrem em crises, e pela estratégia defensiva das empresas via aumentos dos *mark-ups*.

No período de industrialização brasileira, em consonância com a argumentação do esforço direcionado e consciente para a *superação do atraso econômico* de Gerschenkron, a partir da década de 1930 - com mais força nos anos 1950 e novamente nos anos 1970 - promoveu-se a tentativa de superação dos entraves ao desenvolvimento econômico. Neste período foram realizados investimentos pesados e articulados sob orientação, coordenação, estímulo e financiamento do Estado, seguindo em suas várias etapas, quando possível, as diretrizes necessárias ao esforço industrializante. Frente à carência de mecanismos internos de concentração e centralização de recursos monetários (e financiamento), o Estado atuou de forma direta através de incentivos fiscais, intervindo através de uma política cambial diferenciada e com subsídios aos setores importadores de máquinas e equipamentos (importação de tecnologia). De forma indireta, criou novas instituições e operou através de suas IFPs. Com o BNDES (antes BNDE), a partir de 1952, o Estado garantiu o atendimento financeiro e técnico para as áreas de infraestrutura de transportes e energia, e posteriormente para o financiamento do setor industrial (sobretudo a indústria química e metal-mecânica). Já com Banco do Brasil, o Estado buscou atender as necessidades de capital de giro das empresas, mas foi especialmente importante na oferta de crédito agrícola. Além do Estado, mas ainda fruto dos compromissos e negociações do Estado, o setor externo financiava as importações de bens de capital (Eximbank dos EUA), e, de forma mais autônoma, o autofinanciamento das empresas cumpria a outra parte da estrutura de financiamento das empresas no Brasil<sup>16</sup>. No caso do autofinanciamento das empresas privadas, as opções eram o Investimento Direto do Exterior (das matrizes para as filiais), os lucros acumulados no país ou os fundos oriundos da depreciação acelerada do capital. O setor produtivo, marcadamente oligopolístico, garantiu parte de seu financiamento pela prática de *mark-up*, um dos elementos estruturais da inflação brasileira<sup>17</sup>.

Costa & Deos (2002), em referência aos conceitos de "economia do endividamento" e "economia do autofinanciamento" de Hicks, caracterizam o Brasil como uma economia mais próxima deste segundo tipo, cuja característica é o menor dinamismo econômico, dada a dependência da acumulação de recursos financeiros (que deixam de voltar à *circulação produtiva*) ao longo de vários períodos correntes - autofinanciamento das empresas (lucros retidos) - até serem invertidos. Este tipo de economia contrasta fortemente com o dinamismo de uma economia que opera com crédito de forma generalizada, a exemplo da economia americana<sup>18</sup>. Nesta última, os recursos financeiros são canalizados mais rapidamente, o investimento não precisa esperar para

---

<sup>16</sup> Até hoje, o autofinanciamento das empresas continua como item relevante do financiamento das empresas, o que reflete também o subdesenvolvimento do mercado financeiro e suas condições desfavoráveis de financiamento.

<sup>17</sup> A inflação foi ainda agravada pelas restrições e choques externos pelos quais passou uma economia vulnerável em suas contas externas, como o Brasil - elevada dependência de importações de maquinários, insumos estratégicos, necessidade de remeter lucros ao exterior em grande volume e despesas financeiras do endividamento externo.

<sup>18</sup> Guttman (1994) descreve a institucionalidade do crédito como alavanca primordial da economia americana, desde o pós-II Guerra Mundial.

ocorrer. No caso brasileiro, a característica do autofinanciamento foi de certa forma atenuada, mas não revertida, o Estado criou mecanismos *funding*, bem como toda uma rede de bancos públicos federais e estaduais para amparar o investimento e elevar o volume de crédito da economia<sup>19</sup>.

A elevada inflação e a vulnerabilidade externa da economia brasileira, derivadas da posição subdesenvolvida e dos esforços de superação desta condição, sempre representaram obstáculos à estabilidade das expectativas dos empresários e dos detentores de riqueza e, portanto, foram entraves à realização do investimento de forma mais ampla e sob liderança privada, cabendo ao Estado - enquanto investidor, indutor e interventor - assumir a liderança do processo de transformação estrutural da economia. Após a estabilização inflacionária, seguida de maior abertura da economia, sobretudo na dimensão financeira nos anos 1990, reduziu-se um dos fatores de instabilidade (a inflação), mas agravaram-se outros (câmbio, juros e setor externo). A estabilidade monetária ainda não foi alcançada, em referência à volatilidade de câmbio e de juros. Raciocínio que destaca que a própria estabilidade de preços é uma conquista efêmera caso as demais *instabilidades* não sejam equacionadas. Coutinho & Borges (2009) entendem que na conjuntura dos anos 2000, assentada no ciclo de *commodities*, avançou-se na estabilização da economia. Tanto no âmbito da consolidação da estabilidade inflacionária, a partir de 2004, quanto em termos de transformações, ainda que lentas, para maior estabilidade das taxa de juros e do câmbio. A partir destes avanços, já seria possível observar avanços sobre a estruturação do mercado de capitais e de crédito, isto é, com a expansão dos volumes de crédito e das negociações com títulos de dívida .

Apesar das melhorias apontadas pelos autores, pode-se argumentar que o problema de vulnerabilidade do país aos ciclos de liquidez internacional persiste. A particularidade do contexto de 2002-2008 reflete a combinação de liquidez internacional abundante, expansão do comércio internacional e inflação dos preços das *commodities*. Estes três elementos beneficiaram indubitavelmente as contas externas brasileiras. Contudo, frente ao cenário de incerteza e de crise internacional, sem o âmparo dos vultuosos saldos comerciais e do aporte de capitais internacionais, o prosseguimento da estabilização monetária mostra a sua fragilidade, com reflexos inclusive sobre a inflação doméstica<sup>20</sup>.

Na situação recente da economia brasileira, como destaca Carneiro (2009), ocorreram avanços nos mercados financeiros, em particular na emissão de títulos privados, a partir da trajetória de queda da taxa Selic. Nos mercados de crédito também avançou-se, sobretudo pela ação dos

---

<sup>19</sup> Vargas enquanto governador do Rio Grande do Sul iniciou a experiência com bancos de fomento à produção, modelo que levaria para o âmbito nacional. No Segundo Governo Vargas instituiu-se o adicional sobre imposto de renda como *funding* básico para o BNDE em seus primeiros anos, além de impostos específicos - encargos que incidiam mais sobre as maiores rendas e usuários de serviços específicos. No Regime Militar, os fundos compulsórios, ainda que de forma regressiva pela sua incidência sobre a renda do trabalho, passaram a fazer parte do *funding* dos bancos públicos.

<sup>20</sup> Fato destacado pelo prosseguimento da inflação internacional dos preços das *commodities* alimentícias e industriais, apesar da desaceleração da economia mundial, sendo uma das principais causas da elevação da inflação brasileira no pós-crise de 2008.

bancos públicos e do crédito direcionado na fase anticíclica, em voga desde 2008. A questão que permanece em Carneiro (2009) e que é compatível com as preocupações de Coutinho & Borges (2009), bem como de Torres Filho (2006), é sobre os limites existente para a construção de um ciclo duradouro e profundo de investimentos no Brasil no momento atual. Há quase trinta anos a economia brasileira não apresenta um ciclo longo e amplo de investimentos, isto significa que o crescimento econômico não tem pressionado mais intensamente a demanda por recursos para investimento, uma vez que o nível deste último tem sido reduzido nas últimas décadas. Está claro, pela ótica dos bancos públicos, que os fundos compulsórios são insuficientes para sustentar os investimentos em um ritmo mais acelerado do que o atual, sendo necessária a indução de mecanismos privados de financiamento, sem que se recorra aos riscos e fragilidade financeira que representam o financiamento pelo setor externo. Novamente, não se trata de uma questão de elevar a *poupança interna*, uma vez que qualquer tentativa neste sentido é contraproducente, uma vez que o seu resultado é uma menor poupança pela redução do nível do produto e da renda, uma vez que a redução dos gastos correntes leva à redução do faturamento dos empresários, da geração de renda e do motivo para se ampliar o investimento. Trata-se de uma questão de canalizar o estoque de riqueza financeira para propósitos interligados à produção e ao investimento, como se faz nos mercados financeiros desenvolvidos.

Neste quadro, considerando os impactos sobre os ativos nos mercados financeiros, expectativas e decisões de investimento, é importante prosseguir na redução do patamar da taxa de juros básica, sobretudo tendo em vista os impactos sobre toda a estrutura a termo da economia. O movimento de queda recente da Selic (desde 2003) já permitiu a observação de modificações no sistema financeiro brasileiro, em especial na emissão de títulos privados de dívida. Contudo, medidas adicionais e mais robustas são necessárias, no sentido de ampliar o volume de recursos disponíveis para o financiamento, melhorar os prazos e reduzir os custos para os demandantes de recursos, bem como no que se refere ao desafio de ampliar os mecanismos privados e voluntários de financiamento.

## **2. O SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO E O DESAFIO DO FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO**

Como destacam Costa & Deos (2002), as reformas financeiras de 1964-1966, inspiradas no sistema financeiro americano, tentaram estruturar e desenvolver o sistema financeiro nacional nas bases de um sistema com instituições especializadas e segmentadas - tal como ocorreu no Japão. Até então, este setor era visto como um entrave cada vez mais evidente à expansão econômica no Brasil, sobretudo pela gravidade do processo inflacionário doméstico, sendo este o maior fator de

desestímulo às aplicações financeiras, bem como para a existência de mecanismos de financiamento público via títulos, em suma, era o maior obstáculo à intermediação financeira.

Com as reformas de 1964-1965, criaram-se instituições financeiras específicas, como os *bancos comerciais* voltados para a concessão de capital de giro, as *financeiras* para o crédito ao consumidor, os *bancos de investimento* para prover o *funding* de longo prazo. O Estado criou ainda fundos sociais de financiamento, bem como passou a financiar o déficit público através de títulos com a cláusula de correção monetária. Contudo, enquanto nos EUA, após a 2ª Guerra Mundial, pode-se falar da constituição de uma "economia do endividamento"<sup>21</sup>, no Brasil, não se conseguiu o mesmo processo. Avançou-se na expansão do crédito, sobretudo, no crédito ao consumo, no capital de giro para empresas e no financiamento da dívida pública, por outro lado o financiamento do investimento continuou amparado no setor financeiro estatal e no setor externo. As instituições financeiras privadas montadas e incentivadas para financiar o longo prazo não vingaram, entre outras razões, pela falta de densidade do mercado de capitais. Existe um limite estrutural no sistema financeiro de países periféricos, e este é dado por sua *elevada concentração* de renda e riqueza. Esta concentração limita o número de participantes destes mercados, bem como limita a constituição de amplos mercados secundários, tendo como resultado a formação de mercados financeiros de pequena dimensão. Com relação a este último ponto, a reduzida dimensão acaba por fazer a dinâmica de preços e ativos depender de um reduzido número de participantes e posições<sup>22</sup>.

Assim, as razões históricas para a baixa geração de *funding* no Brasil, além da instabilidade inflacionária e macroeconômica, estaria também no baixo nível de renda e na sua concentração. Mais da metade da população não teve acesso ao sistema financeiro, e por conta da magnitude da renda, sempre apresentou (e ainda hoje apresenta) uma elevada propensão a consumir<sup>23</sup>, restando pouco para a intermediação financeira. A concentração de renda limita a canalização de recursos para o *funding* de longo prazo. Assim, desde a não realização de uma reforma agrária ampla, das restrições impostas ao avanço da distribuição de renda ao longo do regime militar - em especial, pelo arrocho dos reajustes salariais, não atendimento das reivindicações trabalhistas, e deduções da renda do trabalho -, pela elevada carga de impostos indiretos sobre o consumo, bem como por uma estrutura tributária regressiva, pode-se argumentar que não se consolidou uma ampla classe trabalhadora/consumidora no Brasil nos moldes da ampla *classe média* americana dos anos 1950 e 1960. O Brasil não contou com o dinamismo que a

---

<sup>21</sup> Guttman (1994) caracteriza os EUA do pós-guerra como *Debt-economy*.

<sup>22</sup> Não é por outra razão o fato dos sistemas financeiros periféricos serem mais voláteis, sobretudo quando abertos ao investidor estrangeiro que acaba tendo um peso elevado em relação ao tamanho destes mercados, inflacionando ativos com sua entrada e deprimindo o mercado quando retorna aos sistemas financeiros de origem (Centro: EUA e Europa).

<sup>23</sup> Segundo Keynes, nos capítulos do consumo na Teoria Geral, uma vez que o indivíduo atende as suas necessidades básicas e de sua família - em geral, pela via do consumo - um novo conjunto de fatores passaria a influir sobre a decisão dos agentes. Isso quer dizer, atingido um mínimo em termos de renda e cesta de bens, motivações sobre os recursos excedentes do consumo e a sua alocação passam a fazer parte das decisões, ver Rosa (2012).

melhoria de renda permitiu aos EUA, isto é, ampliação do acesso ao crédito, da ampliação do padrão de consumo e da escala de produção, bem como os benefícios da canalização de poupanças disponíveis para intermediação financeira.

De forma complementar ao exposto acima, Coutinho & Borges (2009) afirmam que frente ao quadro de instabilidade macroeconômica, expressa tanto na inflação elevada, quanto na vulnerabilidade externa do país às sucessivas crises cambiais e de endividamento externo, consolidou-se um quadro de insuficiência de mecanismos adequados e voluntários de financiamento na economia. Esta insuficiência explicar-se-ia, em parte, pela aversão ao risco dos poupadores (incerteza inflacionária), e, em parte, pela incapacidade de poupar da população, dada extrema desigualdade de renda (elevada propensão a consumir da maioria da população). O Estado (militar), em que pese a *sua* visão de desenvolvimento<sup>24</sup>, estruturou formas alternativas de *funding*, para viabilizar o desenvolvimento, utilizando-se de mecanismos compulsórios de poupança, como FGTS, PIS-PASEP, para apoiar os investimentos. Segundo Coutinho & Borges, trocando parte do consumo por investimento, ou seja, reduzindo o PIB corrente para ampliar o PIB potencial<sup>25</sup>.

Passadas as etapas de industrialização pesada do país, superada a crise da dívida dos anos 1980, bem como as reformas liberais nos anos 1990 e a estabilização inflacionária, observa-se que no cenário atual o sistema financeiro brasileiro permanece essencialmente bancário e de curto prazo. O crédito continua sendo escasso em comparação às experiências internacionais, apresenta uma dinâmica volátil e é de elevado custo<sup>26</sup>. Até o momento presente não se desenvolveram mecanismos privados de longo prazo para financiar o investimento, com exceção de alguns avanços associados à última fase do ciclo de liquidez internacional (2003-2007) e com as medidas anticíclicas das IFPs em curso desde 2008.

Ainda hoje os bancos públicos são os principais responsáveis pelo fornecimento de crédito à produção (indústria e agricultura), à comercialização (exportações) e à modalidades de financiamento de longo prazo (habitacional e investimento). Por meio dos fundos compulsórios e do direcionamento de crédito, esses bancos são os principais financiadores do desenvolvimento, porém, representam pouco menos da metade do sistema financeiro brasileiro. A questão mais grave, no entanto é que a dimensão do nosso sistema financeiro é incompatível com os desafios de um país de dimensão continental e com necessidades de investimento elevadas em diversos setores (indústria, logística, energia, habitação, saneamento), com população numerosa e com quase 30

---

<sup>24</sup> De acordo com Mantega (1998), a visão de desenvolvimento do Regime Militar contrastava com o que vinha sendo implementada no Brasil. Passou-se a um desenvolvimento "de direita", ancorado em premissas dos modelos de desenvolvimento da síntese neoclássica, como a *contenção do consumo dos trabalhadores* para formar poupança.

<sup>25</sup> Troca possível pelo direcionamento dos investimentos pelo Estado, caso contrário, a redução do consumo corrente deprimiria o incentivo ao investimento privado. O que não significa que foi uma troca sem problemas, uma vez que a escala de produção, em muitos casos, superava a demanda potencial, configurando a lógica dos ciclos de investimento.

<sup>26</sup> Ver gráficos 1 e 2, em anexo, é apresentada a capacidade financeira de países selecionados, e o gráfico 2 que denota o custo médio das operações de crédito do Brasil e de outros países.

anos de semi-estagnação do investimento público e privado. Nesse sentido, parece ser incontestável a importância do sistema financeiro público enquanto agente de transformação da estrutura econômica, porém, constata-se também a sua insuficiência em continuar a conduzir a mudança estrutural de forma isolada, sendo imprescindíveis medidas que estimulem/conduzam o sistema financeiro privado ao financiamento da transformação econômica, como historicamente realizou-se em outros países.

## 2.1. DIRECIONAMENTO DE CRÉDITO

O direcionamento de crédito busca atender com recursos monetários os setores da economia que de outra forma não teriam acesso a crédito em volume, prazos e condições adequadas por conta de vários fatores, como: o período de maturação dos projetos, o risco das atividades planejadas, a baixa rentabilidade inicial das operações. Os setores alvos do direcionamento possuem alguma importância em termos de política social e regional, ou são relevantes no sentido econômico, ou ainda, são de natureza estratégica por serem subsidiários a outros setores ou políticas públicas. No Brasil, o direcionamento de crédito busca atender setores como o agrícola, industrial, de exportação, de saneamento, habitação popular, entre outros. Nesse sentido, através da intervenção estatal estipula-se proporções dos depósitos bancários totais a serem empregados em empréstimos aos setores alvo do direcionamento, definindo-se volumes, prazos e o custo destes empréstimos. A alternativa à concessão do crédito direcionado é a manutenção dos recursos no Banco Central, sem o recebimento de remuneração, portanto, a penalidade é dada pelo *custo de oportunidade*.

De acordo com o *Relatório de Inflação* do Banco Central, em maio de 2012, a relação crédito-PIB atingiu a marca histórica de 50,1%, puxada pela expansão do crédito dos bancos públicos. Ademais, o crédito direcionado/PIB chegou a 18%, cerca de 9 p.p superior à média do período 2001-2008, configurando um papel estabilizador e de manutenção do circuito do crédito.

Segundo Costa & Lundberg (2004) e Costa & Nakane (2005), o direcionamento de crédito seria uma prática que traria *ineficiências* e *distorções* para o mercado de crédito. A hipótese dos autores considera que o direcionamento de crédito afeta o volume e o custo do crédito *livre* ofertado pelos bancos, em outras palavras, o custo de oportunidade seria compensado por um crédito mais custoso oferecido aos clientes tradicionais. Os autores partem do princípio de que o direcionamento de crédito interfere na escolha alocativa dos bancos, e supõem que o crédito direcionado apresentaria (por natureza) maior inadimplência e risco. Soma-se a estes elementos a exigência de margens líquidas estreitas nestas operações direcionadas. Assim, com a política de direcionamento de crédito, os bancos seriam forçados a atender setores/clientes que não seriam normalmente atendidos, ou seriam em condições diferentes. Dessa forma, como estratégia de portfólio, os bancos,

para recompor a sua meta de rentabilidade, agregariam ao *spread* do crédito livre o ônus da concessão e do risco do crédito direcionado, encarecendo o crédito livre e, portanto, concedendo crédito em menor volume.

Segundo os autores, o direcionamento de crédito implica um *trade off* entre eficiência e provimento de crédito. As políticas de direcionamento seriam responsáveis por ineficiências alocativas, cujo resultado seria o provimento de crédito abaixo do "equilíbrio" do ponto de vista agragado. Além disso, questionam o benefício do crédito direcionado por conta da *fungibilidade real e financeira*<sup>27</sup>, bem como pelo chamado *subsídio cruzado*, ou seja, a prática de taxas menores no crédito direcionado são financiadas por taxas maiores dos clientes que tomam crédito livre. O resultado final da política de direcionamento, segundo Costa & Nakane (2005) e Costa & Lundberg (2004), seria a de uma perda de bem-estar da sociedade, pois o crédito livre ficaria mais caro e escasso.

Frente às posições dos autores, as críticas são as seguintes:

- Primeiro, embora setores contemplados pelo direcionamento possam ser mais arriscados, como o setor rural, exportação e infraestrutura, os autores não apresentaram dados que comprovem que a inadimplência é maior nas operações com crédito direcionado. É interessante que a discussão dos autores sobre o direcionamento de crédito não contempla o direcionamento ao setor industrial, e esta é uma omissão grave quando se observa que a maior fonte de crédito direcionado no Brasil é o BNDES, com o agravante de que o banco é o que apresenta a menor taxa de inadimplência e a melhor carteira de crédito do sistema financeiro nacional<sup>28</sup>. Também no crédito habitacional, a CEF representa quase 75% do crédito para este setor, e sua carteira apresenta baixa inadimplência, logo direcionamento e inadimplência não são sinônimos, nem nos bancos que mais direcionam crédito.
- Segundo, desconsiderou-se de forma completa que a existência de qualquer tipo de concorrência bancária poderia forçar a redução dos *spreads* ou que impedir o encarecimento do crédito livre. Ou seja, partem de um pressuposto frágil ao tratarem de um país em que quase metade dos ativos do sistema financeiro é estatal<sup>29</sup>. Como tem sido visto, desde o início das políticas anticíclicas - com mais vigor em 2011 e 2012 - a pressão concorrencial dos bancos públicos, ao lado da queda da taxa de juros, tem contribuído para a redução dos

---

<sup>27</sup> *Fungibilidade real*: o agente toma recursos direcionados mas os utiliza para fins diferentes do objetivo do direcionamento; *fungibilidade financeira*: o agente toma recursos direcionados mas seria um agente que já teria acesso a recursos livres.

<sup>28</sup> Deos *et al.* (2012). Para uma comparação aproximada da inadimplência no Brasil por tipo de instituição financeira, ver Gráfico 2, em anexo.

<sup>29</sup> É curioso observar o trabalho de Lundberg (2011), no qual os dados do Banco Central mostram que o volume de crédito livre e direcionado tem se expandido, com taxas de juros e *spreads* declinantes ao longo do período 2008-2011, contrariando a hipótese de que o direcionamento encarece e reduz o volume de crédito na economia.



*spreads* e para o aumento do volume de crédito<sup>30</sup>. Induzindo os próprios bancos privados a saírem do ganho *na margem* para o ganho *no volume de operações*.

- Terceiro, Cintra (2009) critica os autores por desconsiderarem completamente a referência às elevadas taxas de juros praticadas pelo Banco Central, concluindo que há um claro viés em se condenar os mecanismos de intervenção do Estado no mercado de crédito. Sob a ótica do custo de oportunidade, derivada da teoria de composição de portfólios, a partir de Keynes (Capítulos 17 da Teoria Geral), Oliveira & Carvalho (2004), concluem que a alternativa aos empréstimos bancários, os títulos públicos federais, é um elemento importante da composição do *spread* nas operações livres.
- Quarto, como afirma Torres Filho (2006a), a maior parte do crédito direcionado é realizado pelos bancos públicos, em particular, pelo BNDES (na indústria, exportação e MPMes), pela CEF (no setor habitacional) e BB (no setor rural, sendo este último o maior repassador de recursos do BNDES), restando uma pequena cota do crédito direcionado que é efetivamente realizado pelos bancos privados<sup>31</sup>. Assim, o ponto que talvez devesse ser destacado pelos autores contrários ao direcionamento é que os bancos privados, em geral, preferem deixar os recursos ociosos no Banco Central a emprestar de modo direcionado. Ou seja, a hipótese não seria a de que os bancos estão correndo maior risco de crédito, pois a realidade mostra que eles emprestam a quem do exigido. Na verdade, os recursos que ficam ociosos no Banco Central representam um *custo de oportunidade*, eles não rendem juros, e talvez essa perda de rentabilidade (que é significativa frente a remuneração básica da economia) é que onere o crédito livre e não a concessão do crédito direcionado.

Sobre esse assunto, abordando uma outra dimensão do custo de oportunidade da atividade bancária, Oliveira & Carvalho (2004) argumentam que dada a elevada magnitude da remuneração dos títulos públicos federais, acrescida da liquidez e segurança destes títulos, os bancos acabam por exigir elevadas remunerações das operações de crédito (livre). Desde a estabilização monetária iniciada no Plano Real, o país opera com elevadas taxas de juros reais, sendo que os títulos públicos federais não representam um *trade-off* entre liquidez e rentabilidade. Costa (2006), no entanto, argumenta que os bancos não teriam preferência pela liquidez *mas pela rentabilidade*, e que ganhariam muito mais com operações de crédito do que com as de títulos.

---

<sup>30</sup> O efeito líquido do setor bancário privado tem sido de redução do volume de crédito, contudo, entre os maiores bancos, observa-se a expansão do crédito, mesmo que mais modesta em relação aos bancos públicos. Ou seja, estão atuando para manter *market share* num mercado altamente concentrado. Pode-se dizer que os bancos menores é que têm perdido participação nas operações de crédito.

<sup>31</sup> Torres Filho (2006a) estima que os bancos privados concedem cerca de 10% do crédito direcionado, o BNDES concede cerca de 61%, sendo BB e CEF responsáveis por quase 30% do crédito direcionado.

Em que se considere que parte do argumento de Costa (2004) é válido, é preciso reforçar que a preferência pela liquidez, no caso brasileiro, não é incompatível com um piso de rentabilidade. Os bancos privados realmente ganham mais ao emprestar, mas emprestam pouco e, em geral, para clientes de elevada capacidade de pagamento. Suas carteiras de crédito se concentram nos segmentos AA, A e B, sobretudo nas duas primeiras<sup>32</sup>. O que poderia sugerir uma elevada aversão ao risco dos bancos privados, ou de outro modo, o poder de mercado destes bancos, agravado por alternativas atrativas de aplicação de recursos. Costa (2008) destacou que as operações com títulos e valores mobiliários são um item importante do ativo bancário brasileiro (cerca de 1/3), estando, em geral, concentradas em títulos públicos federais, em contraste com as experiências internacionais, mesmo de países periféricos.

Como afirmam Oliveira & Carvalho (2004), não é que os bancos vão deixar de emprestar, eles vão emprestar, embutindo o custo de oportunidade dos títulos públicos e atribuindo um elevado preço ao fator inadimplência (ao risco)<sup>33</sup>. Desse modo, o universo de clientes que pode pagar é mais restrito, pois o peso dos encargos financeiros na renda é elevado, desqualificando muitos potenciais tomadores de crédito, configurando, no agregado, uma baixa razão crédito-PIB para a economia brasileira<sup>34</sup>. É este o diagnóstico da OCDE, de acordo com Torres Filho (2006b). O peso excessivo de títulos públicos *bem remunerados* na carteira dos bancos encarece e inviabiliza a extensão do crédito, bem como impacta negativamente a emissão de dívidas privadas.

Assim, com relação ao direcionamento de crédito, o poder de mercado (patamar do *spread*) dos bancos privados no crédito livre é um aspecto relevante da dinâmica do crédito no país, sobretudo frente às alternativas de aplicação para os bancos. Ou seja, na situação hipotética de se eliminar o direcionamento de crédito, nada garante que haverá uma queda no *spread* bancário. É nesse ponto que outra intervenção estatal no mercado de crédito ganha relevância, ou seja, o papel concorrencial dos bancos públicos em conjunto com as reduções da taxa básica de juros.

Seja como for, o direcionamento de crédito, apesar de sua essencialidade, apresenta problemas em sua execução através do segmento bancário privado, não porque cause distorções alocativas, mas porque ele não está sendo efetivado no nível das exigibilidades. O resultado, assim, pode ser sintetizado nas palavras de Torres Filho (2006a): "*crédito direcionado é eufemismo para crédito público*". E nesse sentido, como destaca o autor, é onde está o problema, pois o volume de crédito direcionado acaba sendo inferior às necessidades de crescimento e de transformação da economia. Algo que não seria tão problemático neste quesito se o setor financeiro público fosse amplo, como na China e Índia.

---

<sup>32</sup> Deos *et al.* (2012).

<sup>33</sup> O que é intrigante, pois basicamente atendem clientes com histórico de pagamento bom e conhecido, ou seja, o crédito não é estruturalmente mais arriscado.

<sup>34</sup> Sendo este o diagnóstico da OCDE, segundo Torres Filho (2006b).

Segundo Torres Filho (2006a), o direcionamento de crédito não é uma exclusividade da economia brasileira, ele é implementado de diferentes maneiras, algumas são compulsórias e outras voluntárias. As particularidades de cada país, bem como o aprofundamento das relações financeiras, condicionam o tipo de intervenção que pode ser realizada pelo Estado. De qualquer forma, em todos os países em que é praticado, o direcionamento de crédito visa atingir objetivos de política econômica e social. As formas compulsórias são mais frequentes em países com mercados financeiros subdesenvolvidos, com baixas relações crédito-PIB e em que predominam o sistema bancário no sistema financeiro. Nos EUA e Japão, há formas de direcionamento de crédito via mercado, com a prestação de garantias de crédito e com pagamento de parte dos juros do mutuário pelo governo, de forma que o resultado é o oferecimento de um crédito mais barato para o mutuário, e as vezes com taxas de juros mais estáveis. Segundo Torres Filho (2006a), há limitações para implementar estes mecanismos no Brasil, mas o ideal seria avançar para formas voluntárias.

No caso brasileiro, o diferencial de juros dos empréstimos é muito elevado para o governo assumir parte da carga financeira, diferentemente do que ocorre em outros países. Isto é, sem intervenção e regulação do *spread* bancário, este seria um mecanismo muito oneroso de direcionamento de crédito no país. Os seguros de crédito, outra realidade dos países desenvolvidos, e também defendidos por Costa (2006), parecem ser mais tangíveis à realidade brasileira, sobretudo, pelos potenciais efeitos no componente inadimplência do *spread* bancário, contribuindo tanto no crédito livre, quanto no direcionado.

## **2.2. Mecanismos de Poupança Compulsória**

Arida (2005) questionou a institucionalidade dos mecanismos de poupança compulsória, até então, uma das principais formas de *funding* dos bancos públicos. Em seu argumento, similar à discussão da incerteza jurisdicional<sup>35</sup>, o autor afirma que a lacuna no mercado de capitais não é decorrência de uma falha do sistema de mercado, mas é o resultado das políticas econômicas e do funcionamento das instituições públicas. Nesse sentido, considera que os mecanismos de poupança compulsória, já não cumprem seus propósitos originais, não apresentam equidade no acesso, favorecendo interesses de grupos privados e da burocracia estatal. Ademais considera que a existência destes fundos causa distorções no mercado de crédito, pois os bancos públicos acabam tendo custos de captação menores, podendo emprestar a taxas subsidiadas. Tendo como consequências o *crowding out* do crédito do setor privado pelo público e a geração de obstáculos à eficiência da política monetária, esta última, no argumento do autor, passaria a ter que praticar juros maiores para ter efeito sobre a economia.

---

<sup>35</sup> Ver Arida *et al* (2005) e Bacha (2004).

Além das propostas que buscam rever a forma de remuneração da poupança compulsória, bem como a própria gestão destes fundos. Arida argumenta que os mecanismos compulsórios de poupança estimulam a informalidade da economia, a subcontratação de funcionários, a registros de valores de remuneração inferiores na carteira de trabalho. Desta forma, o resultado seria o de perda de eficiência da economia, e de sacrifício de taxa de crescimento do produto. Assim, o autor propõe: i.zerar a alíquota de arrecadação do PIS; ii.alterar a TJLP, utilizando o IGP-M; iii. por fim ao *monopólio* dos bancos oficiais sobre os recursos compulsórios. Conclui sua exposição apresentando "vantagens óbvias" de suas medidas, onde entre elas estaria: a redução da informalidade da economia; a redução da carga tributária; a melhoria da distribuição de renda; a equalização do custo dos empréstimos da CEF e BNDES, e por fim, o aumento da eficiência da alocação de empréstimos de longo prazo.

Coutinho & Borges (2009), com o exemplo do BNDES, questionam o argumento de que o governo é obrigado a praticar SELIC mais elevada para compensar o impacto do crédito do sistema financeiro público. Segundo os autores, o BNDES realmente financia à taxas mais baixas que a SELIC, porém financia as exportações, que dependem da demanda internacional e que estão livres da influencia da política monetária brasileira, e financia o investimento de longo prazo, que gera capacidade produtiva no futuro e contribui para reduzir pressões inflacionárias. Nesta mesma linha pode-se argumentar que a relação crédito-PIB é demasiadamente baixa para causar impactos inflacionários de forma generalizada. A própria inflação, além de ter entre 25% e 1/3 da magnitude referente aos preços administrados (não sensível a juros), tem um elevado componente externo representado pelos preços das *commodities* internacionais (não sensível a juros) - em especial, alimentos, petróleo e outros -, ademais, dada a elevada abertura da economia ao exterior (importações), parte da inflação (quase 1/3) deve-se aos impactos da variação cambial. Ademais, o próprio uso da taxa de juros como instrumento único de combate a inflação é altamente questionável, sobretudo nas condições da economia brasileira em que apenas 1/3 dos preços (os livres) seriam sensíveis à taxa de juros - via desemprego e redução das transações econômicas.

Torres Filho (2005), em resposta às propostas de Arida, considera que a adoção destas medidas teriam impactos diretos sobre a captação dos bancos públicos e encareceriam os seus empréstimos, dificultando o direcionamento de crédito a setores prioritários da economia, e que dificilmente seriam atendidos pelos bancos privados. As vantagens alegadas por Arida, estariam longe de ser óbvias, mas seus custos seriam evidentes. De imediato representam custos fiscais ao Estado e tem impacto importante sobre a operação do sistema financeiro público, o que rebate no custo e volume de crédito na economia. Ademais, com relação à zeragem do FAT, Torres Filho (2005) argumenta que o Estado passaria a arcar com o custo do seguro desemprego, representando um gasto incerto sobre o orçamento fiscal. O ponto mais crítico, para o autor, estaria no uso dos

fundos compulsórios pelos bancos privados. No atual sistema, a fiscalização do uso dos recursos é feita pelos bancos públicos, e os fundos têm garantia plena de remuneração. A passagem destes fundos para o setor privado exigiria a prestação de garantia de retorno dos recursos, a criação de instituições para fiscalizar se o uso destes recursos está sendo realizado de forma compatível com a sua finalidade. Pode-se concluir, portanto que boa parte dos custos que a "privatização" dos fundos compulsórios implicaria, não é incorrida quando os bancos públicos operam estes recursos, ou seja, em termos de eficiência, a operação pública destes recursos é superior.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Seguindo as contribuições teóricas de Keynes, Schumpeter, a centralidade do problema econômico é o desenvolvimento cumulativo de sua estrutura de capital. O crédito é entendido como fator essencial nesse processo. As instituições, por sua vez, contribuem para reduzir a incerteza e estimular o desenvolvimento econômico, atuando de forma a promover características desejáveis à economia. Há determinações exógenas sobre a periferia e suas moedas, estes países estão sujeitos à volatilidade dos fluxos de capitais internacionais, comandada pelas condições domésticas das economias centrais. O desenvolvimento não é natural e linear. A "superação do atraso" demanda esforços conscientes e coordenados, por isso foi historicamente conduzida com a presença do Estado (em alguns países de forma mais direta e exclusiva, e em outros de forma indireta, juntamente com o setor privado). Até hoje o Estado atua nos mercados financeiros, buscando direcionar o crédito a setores específicos e em condições favoráveis, mesmo nos países desenvolvidos, como os EUA, ainda que com diferentes instrumentos.

Assim, tendo em vista a centralidade do crédito, o desafio brasileiro é o de elevar o volume de crédito, mas também dos mecanismos de *funding* para o investimento, alongando seus prazos e reduzindo seus custos. Para tanto é necessária a sustentação do sistema financeiro público como um pilar para o desenvolvimento e como braço financeiro da ação do Estado. Porém, o setor público é incapaz de sustentar a transformação econômica mais acelerada sem a mudança de sua própria estrutura<sup>36</sup>. Nesse sentido, os desafios passam, em alguma medida, em combinar a dimensão do sistema financeiro público (eventualmente com a sua ampliação) com a indução do comportamento do sistema financeiro privado para a atividade de financiamento. Como apontou Costa (2006), o sistema financeiro brasileiro, como um todo, tem capacidade de financiamento, a questão está em orientar essa capacidade, isto é, mobilizar o setor financeiro privado para apoiar as relações produtivas, em especial, o investimento de longo prazo.

---

<sup>36</sup> Para tal tarefa o setor financeiro precisaria ser predominantemente estatal.

Neste sentido, de um lado, a realidade brasileira demonstra a dificuldade para se encontrar suporte para o financiamento de longo prazo na iniciativa privada, de outro lado, evidencia, apesar da insuficiência frente as desafios da economia do país, a centralidade das Instituições Financeiras Públicas na oferta de recursos financeiros. Assim, observa-se a necessidade de reformas que objetivem o fortalecimento destas instituições, como forma de garantir a sua capacidade de atuação permanente contra crises, bem como para a continuidade e ampliação de seu papel de promoção da mudança estrutural, dando bases mais profundas, inclusive para induzir a participação do setor financeiro privado no processo. Nesse quadro, podemos afirmar que o desmonte da intervenção estatal, em um país como o Brasil, vai no sentido contrário da conquista da estabilidade monetária e, portanto, no sentido contrário ao aprofundamento das relações financeiras necessárias à transformação produtiva e ao avanço do país. Assim, *ação anticíclica e transformação estrutural* são deixadas de lado em nome de ajustes recessivos.

O setor financeiro privado escolhe não financiar ou financia de forma insuficiente atividades que são essenciais para a dinâmica econômica, mesmo nos momentos de estabilidade econômica. Nos momentos de aversão, o financiamento no Brasil repousa nas IFPs e no crédito direcionado. O investimento, independentemente dos humores do mercado, repousa quase sempre no sistema financeiro público e no autofinanciamento das próprias empresas. Quando se reflete sobre a questão do desenvolvimento do país, no risco e nas exigências do processo de *transformação estrutural*, observa-se que quase nunca estas questões são levadas a cabo sem intervenção do Estado, ainda que nas suas formas indiretas.

A intervenção estatal no mercado de crédito, como qualquer outra, vai além da correção de falhas de mercado. Em muitos casos trata-se da própria *criação de mercados* - de longo prazo, de financiamento do investimento, crédito rural, crédito habitacional, crédito às exportações -, em outros casos, trata-se do *caráter estratégico* da intervenção estatal, em suas várias formas: na regulação da concorrência bancária, na implementação de políticas públicas, na potencialização dos impactos das políticas de crédito, financeira e monetária. A existência destas instituições e de seus mecanismos justificam-se inclusive como estratégia para conter os efeitos da instabilidade financeira e econômica. Vale dizer, são arranjos institucionais que atuam como forma de garantir um nível mínimo de operação da atividade econômica em momentos crise, incerteza e baixa confiança. como também, configuram-se como fontes de *funding* em condições e volume mais adequados a diversos setores nos momentos de estabilidade. A crise financeira internacional demonstra que as instituições financeiras públicas devem ter caráter permanente na economia, a estabilidade de seu *funding* é crucial para o exercício de sua ação anticíclica.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARIDA, P. "*Mecanismos Compulsórios e Mercado de Capitais: propostas de política econômica*", Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa das Garças, Texto para Discussão nº8, 2005.

ARIDA, P.; BACHA, E.; LARA-RESENDE, A. "*Credit, Interest and Jurisdictional Uncertainty: conjectures on the case of Brazil*". In: GIAVAZZI, F.; GOLDFAJN, I.; HERRERA, S. (orgs). *Inflation targeting, debt, and the Brazilian experience: 1999 to 2003*. Cambridge: MIT Press, 2005.

BACHA, E. "*Incerteza Jurisdicional e Crédito de Longo Prazo*". Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa das Garças, dez. 2004.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. "*Relatório de Inflação*", vol.14, nº12, jun.2012.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Sistema Gerador de Séries Temporais*, várias séries históricas.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Informações Contábeis e Cadastrais*, balancetes, 50 maiores, vários períodos.

CARNEIRO, R. (2009) "*Perspectivas da Indústria Financeira Brasileira e o Papel dos Bancos Públicos: Relatório Síntese*". Convênio BNDES/FECAMP/CECON-IE-UNICAMP/IE-UFRJ, 2009.

CINTRA, M. A. M. "*Caracterização dos fundos, delimitação conceitual, experiências internacionais e enfoques teóricos*". Relatório I do Subprojeto IX da pesquisa O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento. Convênio BNDES-Cecon-IE-UNICAMP, jul.2007.

CINTRA, M. A. M. "*Crédito Público e Desenvolvimento Econômico: A Experiência Brasileira*". In: FERREIRA, F.; MEIRELLES, B. (orgs). *Ensaio sobre Economia Financeira*, Rio de Janeiro: BNDES, 2009.

COSTA, F. N.; DEOS, S. "*Reflexões sobre o financiamento na economia brasileira*". Análise Econômica. Porto Alegre, Revista da FCE-UFRGS, v.20, 2002/ Campinas: Texto para Discussão 109, abr.2002.

COSTA, Ana C. A.; LUNDBERG, E. "*Direcionamento de crédito no Brasil: uma avaliação das aplicações obrigatórias em crédito rural e habitacional*", In: *Economia Bancária e Crédito*, Brasília, DF, Banco Central do Brasil, dez.2004.

COSTA, F. N. "*Contra-acionamento de Crédito: do raro e caro ao farto e barato*". In: MENDONÇA, A. R.; ANDRADE, R. P. (orgs). *Regulação Bancária e Dinâmica Financeira: evolução e perspectivas a partir dos acordos de Basiléia*. Campinas: IE-Unicamp, 2006.

COSTA, F. N. "*Bancos e Crédito no Brasil: 1945-2007*". História e Economia. São Paulo, Revista da BBS, v.4, 2008.

COSTA, F. N. "*Comparando Capitalismos Financeiros*". Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, Texto para Discussão 160, mai. 2009.

COSTA, F. N. "*Microcrédito no Brasil*". Campinas, IE-Unicamp, Texto para Discussão 175, 2010.

- COUTINHO, L.; BORGES, B. *"A consolidação da estabilização e o desenvolvimento financeiro do Brasil"*. In: FERREIRA, M.; MEIRELLES, B. *Ensaio sobre Economia Financeira*: BNDES, 2009.
- DAVIDSON, P. *"John Maynard Keynes"*. Palgrave Macmillan, 2007.
- DEOS, S.; MENDONÇA, Ana Rosa. *"Uma Proposta de Delimitação Conceitual de Bancos Públicos"*. In: JAIME JR, F.; CROCCO, M. (Org.) *Bancos Públicos e o Desenvolvimento*. IPEA, Rio de Janeiro, 2010.
- DEOS, S.; RUOCCO, C. A.; ROSA, E. S. T. *"Federal public banks in Brazil: Historical overview and role in the recent crisis"*. Campinas, 2012 (mimeo).
- FREITAS, Maria Penido de. *"A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira"*. Revista Economia e Sociedade, Campinas, n. 9, jun.1997.
- GERSCHENKRON, A. [1962] *"Economic backwardness in historical perspective"*. Cambridge: Belknap, 1976.
- GUTTMANN, R. *"How Credit-Money Shapes the Economy: United States in a Global System"*, M.E. Sharpe, London, England, 1994.
- KEYNES, J. M. [1930] *"A Treatise on Money"*. The Collected Writings of John Maynard Keynes, MacMillan for the Royal Economic Society, Cambridge University Press, vol. V, 1973.
- KEYNES, J. M. [1936] *"A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda"*. São Paulo, Nova Cultural (Os Economistas), 1996.
- LUNDBERG, E. *"Bancos Oficiais e Crédito Direcionado - o que diferencia o mercado de crédito brasileiro?"*. Banco Central do Brasil, Trabalhos para Discussão, nº258, nov.2011.
- MINSKY, H. P. *"Uncertainty and Institutional Structure of Capitalist Economies"*, The Levy Economic Institute of Bard College, Working Paper, N. 155, April, 1996.
- MINSKY, H. P. (1975) *"John Maynard Keynes"*, McGraw-Hill books, 2008.
- MINSKY, H. P. (1986) *Stabilizing an Unstable Economy*. McGrall-Hill, 2008b.
- OLIVEIRA, G.; CARVALHO, C. *"O Componente Custo de Oportunidade do Spread Bancário no Brasil: uma abordagem pós-keynesiana"*. São Paulo: PUC-SP, Texto para Discussão nº6, 2004.
- ROSA, E. S. T. *"O Papel Macroeconômico das Famílias e a Geração de Fragilidade Financeira"*. Campinas, IE-Unicamp, Tese de Mestrado, 2012.
- SKIDELSKY, R. *"Keynes: The Return of the Master"*. Penguin Books, London, England, 2009.
- TORRES FILHO, E. (2006a). *"Crédito Direcionado e Direcionamento de Crédito: situação atual e perspectivas"*, Revista do BNDES, vol.13, nº25. Rio de Janeiro: BNDES, jun.2006.
- TORRES FILHO, E. (2006b). *"BNDES: o papel dos bancos públicos no desenvolvimento"*. In: Financiamento do Desenvolvimento Brasileiro, 3ª Mesa-redonda do Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento, 2006.

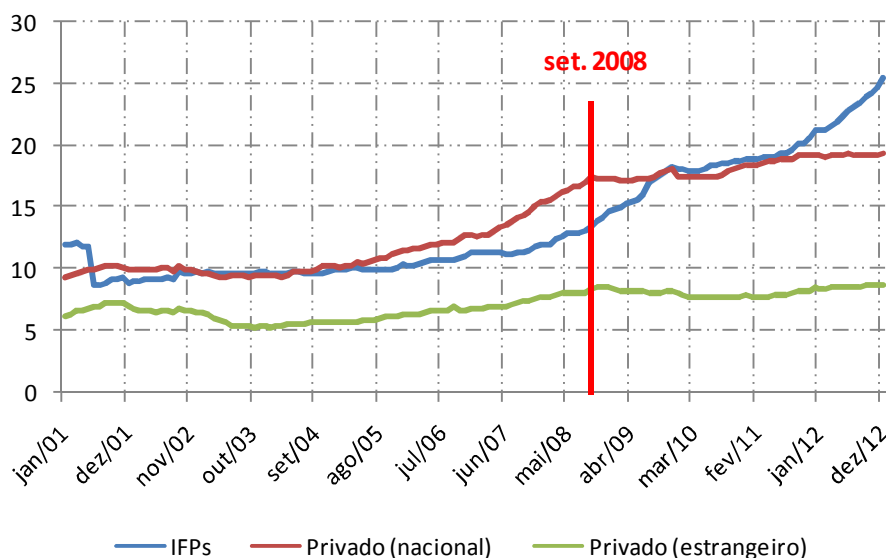


TORRES FILHO, E. "A Reforma do Sistema FAT-BNDES: críticas à proposta Árida", Revista do BNDES, vol.12, nº24. Rio de Janeiro: BNDES, dez.2005.

ZYSMAN, J. [1983] "Governments, Markets and Growth: finance and the politics of industrial change". Ithaca: Cornell University Press, 1987.

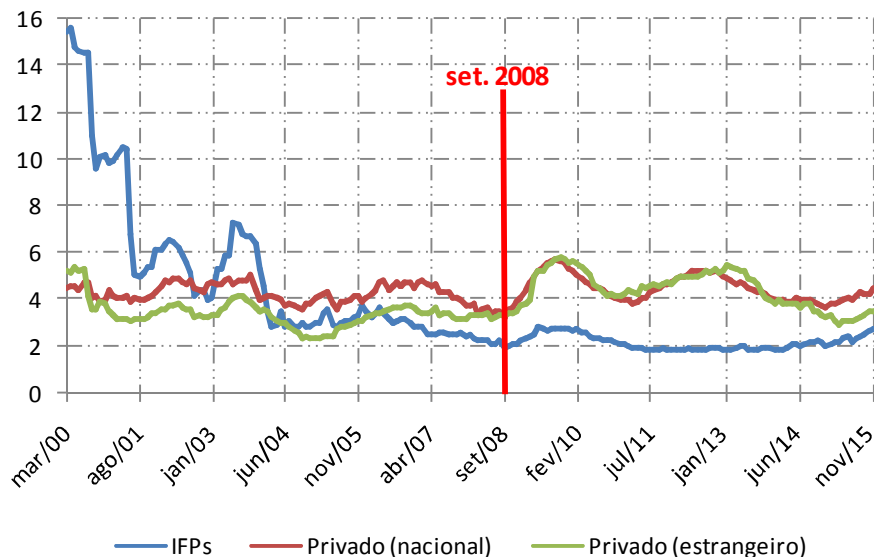
## ANEXO

**Gráfico 1. Brasil: Participação das Instituições Financeiras no Volume de Crédito, em %  
Janeiro de 2001 - Dezembro de 2012**



Fonte: Elaboração Própria, dados do Banco Central do Brasil. Série descontinuada a partir de dezembro de 2012.

**Gráfico 2. Brasil: Inadimplência no Sistema Financeiro Nacional por Tipo de Instituição,  
em %, Março de 2000 - Janeiro 2016**



Fonte: Elaboração Própria, Banco Central do Brasil, séries temporais.