



Um modelo dominado pelo crédito público

Monica Baumgarten de Bolle

No clássico "O Mercador de Veneza" de William Shakespeare, o protagonista recorre a um agiota, o judeu Shylock, para obter um empréstimo para um amigo, Antonio. Shylock concorda, mas exige como garantia do financiamento a vida do amigo do mercador, em nome de quem ele pretende tomar o empréstimo. Contudo, antes de repassar os recursos, alerta-o sobre os perigos das dívidas e o risco que corre o amigo, já que os navios e as mercadorias do veneziano estão em alto mar.

Como previra o agiota, os navios e as mercadorias se perdem, o mercador não tem como honrar a dívida contraída. Para evitar a morte do amigo, o mercador recorre à Corte, que ordena que a vida de Antonio seja preservada mas que o empréstimo seja pago. Porém, não antes de o judeu Shylock converter-se ao Cristianismo...

A obra de Shakespeare ilustra três pontos fundamentais sobre a natureza do crédito. Primeiramente, o poder do credor de extorquir o tomador com taxas e cobranças exorbitantes. Em segundo lugar, a necessidade de um arcabouço jurídico capaz de arbitrar e de resolver conflitos de forma imparcial e tempestiva. Por fim, a vulnerabilidade do credor ao risco intrínseco do tomador, à religião do juiz ou à incerteza jurisdicional, de que trarei mais à frente.

As três dimensões estão presentes e a luta do governo contra os spreads bancários no Brasil e na discussão sobre a criação de um mercado de crédito de longo prazo. No caso brasileiro, há dois fatores adicionais que afetam o crédito e seus dois principais atributos, risco e prazo, e que não estão representados no clássico shakespeariano: o papel da instabilidade macroeconômica do passado e o viés claramente inflacionista que persiste na condução da política econômica.

Há duas linhas de pensamento que tentam explicar as dificuldades de se criar as condições para o desenvolvimento dos mercados de crédito de longo prazo no país. A primeira é que as taxas de juros, apesar de terem caído sensivelmente nos últimos anos, ainda estão muito altas. Os juros cobrados ao consumidor, ou a uma empresa, para um financiamento de prazo relativamente curto — digamos de um ano — são de, em média, cerca de 30% a 40%.

É essa a taxa com garantias fiduciárias relevantes? Sem precisar chegar no pescoco do amigo? Segundo essa visão, para fomentar o mercado de crédito de longo prazo, seria necessário que a taxa de juros real caísse e se aproximasse dos patamares que vigoram em outros países. Não é por outro motivo que a presidente Dilma Rousseff, em discursos recentes, enfatizou a necessidade de trazer a taxa de juros real brasileira para os níveis de 2% a 3% ao ano.

Nossa taxa de juros real hoje, calculada como a diferença entre o Swap DI de 360 dias e a inflação dos últimos doze meses, é de cerca de 4,5% ao ano, uns 2,5 pontos percentuais mais alta do que a mediana de uma amostra de países emergentes que inclui México, Chile, Colômbia e Turquia. Já a taxa de juros real de longo prazo, medida pelo rendimento da NTN-B (os títulos do governo de rendimento nominal pós-fixado) com vencimento para daqui a 30 anos, está em torno de 5%, também muito mais elevada do que as observadas em outros países.

Por que as taxas continuam tão altas, apesar da convergência dos juros básicos para padrões internacionais?

Esses números suscitam uma questão importante. Por que as taxas cobradas pelos bancos continuam tão altas, apesar da lenta convergência dos juros básicos para os padrões internacionais — afinal, o rendimento real dos títulos do governo que referenciam as taxas de longo prazo no Brasil já foram de 9% no início dos anos 2000? Há diversas explicações para o tamanho do spread bancário no Brasil, que passam pelo peso da carga tributária; pelo maior risco do tomador numa sociedade que está começando a ter uma "cultura de crédito", isto é, que está nos estágios iniciais de um processo de endividamento para a aquisição de imóveis e de bens duráveis, antes impossibilitados pela fragilidade macroeconômica; pelos elevados depósitos compulsórios exigidos pelo Banco Central; e pelas dificuldades jurídicas, apesar da recente aprovação do chamado Cadastro Positivo, que deveria disponibilizar as informações sobre o histórico de crédito dos tomadores para as instituições financeiras, mas que ainda não está plenamente operacional.

Voltamos, assim, aos dois fatores tipicamente brasileiros mencionados no início deste artigo: os resquícios de superindexação no sistema financeiro brasileiro derivados do nosso passado de instabilidade e o viés inflacionista da política econômica. Segundo Edmar Bacha, em um artigo para o livro que organizamos em homenagem ao professor Dionísio Dias Carneiro, os mecanismos de proteção que foram mon-

Resende num artigo de 2005, a elevada taxa de curto prazo e as dificuldades de implantar um mercado de crédito de longo prazo seriam duas faces de um mesmo problema, isto é, da incerteza sobre a estabilidade e a segurança dos contratos financeiros firmados sob jurisdição brasileira. De fato, recentemente, respondendo às investidas do governo para reduzir os spreads bancários, muitas instituições têm insistido no argumento de que é preciso melhorar o aparato jurídico no país. Contudo, como lembram os próprios autores da tese da "incerteza jurisdicional", há diversos países em que a justiça é problemática, onde o credor precisa atravessar uma via crucis para recuperar uma dívida não paga — algo como a conversão religiosa de Shylock na peça de Shakespeare —, mas onde os mercados de crédito de longo prazo existem e funcionam relativamente bem. Algum grau de incerteza jurisdicional permeia muitas das economias emergentes, mas, ainda assim, várias delas têm mecanismos de financiamento de longo prazo para empresas e famílias, ainda que em alguns casos não sejam denominados em moeda nacional. Por que o Brasil é tão diferente?

Outra tese para as elevadas taxas de juros brasileiras que também não explica de modo definitivo nossas diferenças e dificuldades de implantar um mercado de crédito de longo prazo é a baixa taxa de poupança. O baixo nível da poupança no Brasil impede a existência de um pool de recursos que reduza o custo de captação de longo prazo das instituições financeiras. Se o custo de captação de longo prazo é alto, o problema será repassado para o custo do financiamento. Embora a taxa de poupança brasileira seja bem inferior à de alguns de nossos pares latino-americanos, como o México e o Chile, onde estas taxas são de mais de 25% do PIB, comparadas aos nossos parceiros 19%, o nível de poupança no Brasil é mais alto do que o da Nova Zelândia (16%), onde os mercados de crédito de longo prazo são plenamente funcionais.

Voltamos, assim, aos dois fatores tipicamente brasileiros mencionados no início deste artigo: os resquícios de superindexação no sistema financeiro brasileiro derivados do nosso passado de instabilidade e o viés inflacionista da política econômica. Segundo Edmar Bacha, em um artigo para o livro que organizamos em homenagem ao professor Dionísio Dias Carneiro, os mecanismos de proteção que foram mon-

tados ao longo do período inflacionário para preservar preços e crédito da corrosão inflacionária ainda não foram extintos e reduzem a potência da política monetária na contenção inflacionária.

Há dois mecanismos particularmente perversos: o volume do crédito direcionado (desembolsos do BNDES e de outros bancos de fomento, somados ao crédito habitacional e ao crédito agrícola), que corresponde a 35% do crédito total do sistema financeiro, e a forte presença de preços administrados no IPCA, isto é, preços que estão sujeitos a regras contratuais e que tendem a ser reajustados pela inflação passada (como os de alguns serviços, como os do empregado doméstico e da educação, por exemplo).

As decisões sobre a expansão dos créditos direcionados não têm relação com as taxas de juros praticadas pelo Banco Central, uma vez que são subsidiados e rationados por mecanismos administrativos. Isso obriga a autoridade monetária a aumentar os juros mais do que o que seria necessário na ausência desse tipo de financiamento. Como os preços administrados e de alguns serviços não variam de acordo com as condições de oferta e demanda, tampouco são influenciáveis pela taxa Selic, também reduzindo a potência da política monetária, como faz o crédito direcionado. O resultado são taxas de juros de curto e longo prazo mais elevadas.

Nos últimos anos, nota-se uma tendência a reiniciar a economia brasileira, como mostram as regras para os ajustes do salário mínimo que foram renovadas no ano passado. Dito isso, há ao menos uma iniciativa do governo brasileiro que pode render frutos ao longo dos próximos meses.

Trata-se da criação de mercados secundários de crédito, com um fundo de liquidez para títulos privados a fim de incentivar a compra e a venda de carteiras de médio e longo prazo usando o BNDES como um veículo catalisador

Embora todos os problemas apontados acima sejam relevantes, existe um que predomina. Ao contrário de outros países emergentes que operam regimes explícitos de metas de inflação, o governo sempre demonstrou um viés nitidamente inflacionista. Ao avaliar o comportamento do IPCA em relação ao centro da meta de inflação para o ano corrente, constata-se algo estarrecedor: entre julho de 2000 e março de 2012, o índice de preços que o Banco Central utiliza para monitorar a inflação ficou abaixo do centro da meta em apenas 20%

do tempo (ou 28 meses, somados em períodos distintos, de um total de cerca de 140). Isto é, salvo em algumas épocas de maior preocupação inflacionária, e nas quais a diretoria do Banco Central teve um perfil mais combativo em relação à trajetória dos preços, ou no momento mais recente de turbulência internacional (o ano de 2009), a política monetária sempre se esquivou de defender estritamente o centro da meta inflacionária, o que decerto afetou a convergência dos juros brasileiros.

Como mostram as declarações e as ações de política econômica mais recentes de nossas autoridades, o viés inflacionista permanece e, ao que tudo indica, pode, inclusive, ter se agravado.

A maior preocupação hoje demonstrada com o ritmo da atividade, reflexo também dos efeitos da crise internacional, revela que o governo está mais tolerante com a trajetória da inflação. A comunicação confusa do Banco Central, a sensação de que as autoridades não têm estratégia macroeconômica de médio prazo e de que apenas reagem aos problemas de curto prazo — o tsunami monetário, a desindustrialização, a luta contra os spreads bancários, os temores em relação à valorização cambial — desestabilizam as expectativas e prejudicam o planejamento de longo prazo, tanto dos tomadores de crédito, quanto daqueles que poderiam ter aproveitado a recente queda das taxas de juros para oferecer empréstimos de longo prazo mais baratos.

Nos últimos anos, nota-se uma tendência a reiniciar a economia brasileira, como mostra o ajuste do mínimo

As medidas macroprudenciais introduzidas no Brasil com crescente experimentalismo contribuem para o ambiente de incerteza, já que nem as instituições bancárias, nem a própria autoridade monetária sabem mapear os seus efeitos. E a relutância recente ao uso dos juros como instrumento monetário, em contraste com as políticas do Banco Central das eras FHC e Lula, somada à suspeita de que, caso a inflação brasileira volte a subir, as medidas macroprudenciais serão novamente usadas, apenas exacerbar a perspectiva de distorções crescentes na alocação de recursos.

Neste contexto, quando e como teremos um mercado de crédito de longo prazo no Brasil? O governo parece legitimamente preocupado em criar as condições para que os mercados e os instrumentos privados para o financiamento de longo prazo comecem a despontar. Porém, mantém o crédito subsidiado do BNDES como um de seus principais veículos de impulso ao investimento e tenta reduzir os juros bancários na marra, forçando os bancos públicos a reduzir o custo de suas linhas, a fim de "convencer" os bancos privados a segui-los. Essas ações não só aumentam o risco de instabilidade macroeconômica à frente, como podem induzir a um pernicioso processo em que o custo do financiamento fique desvinculado do risco do tomador, originando um subprime à brasileira. E, com a agressiva queda das taxas, a fobia dos bancos públicos no crédito total provavelmente tornará a crescer, beirando os níveis históricos de 50% observados antes das privatizações dos bancos estatais no início dos anos 2000.

Caminhamos, assim, para um modelo de mercado de crédito de longo prazo dominado por instituições financeiras públicas. Juízos de valor à parte, cabe lembrar o alerta de Shylock ao mercador de Veneza. O crédito é, por natureza, arriscado. É uma promessa de pagamento futura, sem que se tenha certeza sobre a higidez do tomador mais à frente. Seus navios, suas mercadorias, podem se perder em alto mar. Nas mãos do governo, o "pound of flesh" requisitado quando parte das dívidas não for honrada será sempre do contribuinte brasileiro. E não haverá Corte alguma para intervir, exigindo que o governo mude sua religião inflacionista....

Ou seja, apesar do bom momento relativo da economia brasileira, há uma densa nebulosidade nos horizontes de médio e longo prazo que impedem a formação desses mercados de crédito. Talvez isto explique por que os investidores institucionais com viés tradicionalmente mais longo, os fundos de pensão, que tanto cresceram nos últimos anos, não se mostram dispostos a impulsivar esses mercados. O mercado de crédito de longo prazo acaba prejudicado tanto pela incerteza inflacionária do lado do ofertante, quanto pela relutância do tomador em recorrer a um empréstimo indexado num índice de preços que pode não refletir seus próprios preços.

Monica Baumgarten de Bolle é economista, diretora do IEPE/Casa das Garças e professora da PUC-Rio