



FEBRABAN

Federação Brasileira de Bancos

FEBRABAN

Diretoria de Regulação Prudencial,
Riscos e Economia

UNICAMP

Instituto de Economia

**Direcionamento do crédito no Brasil dos
anos 2010: um exame dos fundos de
poupança compulsória e das
exigibilidades sobre depósitos**

Julho/2015

**André Martins Biancarelli
Bruno Martarello de Conti**

FEBRABAN

Federação Brasileira de Bancos

Este estudo foi realizado no âmbito do Convênio Febraban - Unicamp, que tem por objetivo estimular a produção de trabalhos e estudos na área de economia.

O conteúdo foi desenvolvido pelos autores de forma independente. As opiniões, hipóteses e conclusões / recomendações contidas neste material são de responsabilidade exclusiva dos mesmos, não refletindo, necessariamente, a visão da FEBRABAN.

Direcionamento do crédito no Brasil dos anos 2010: um exame dos fundos de poupança compulsória e das exigibilidades sobre depósitos

André Martins Biancarelli

Instituto de Economia, Unicamp

andremb@unicamp.br

Bruno Martarello de Conti

Instituto de Economia, Unicamp

brunodeconti@eco.unicamp.br

Resumo

O foco do presente trabalho recai sobre dois instrumentos de atuação do Estado brasileiro nas relações financeiras: os fundos de poupança compulsória (que ajudam a compor o *funding* de bancos públicos); e as exigibilidades sobre depósitos nos bancos, públicos e privados (que canalizam os recursos para destinações setoriais específicas). O objetivo é compreender as justificativas para sua existência, descrever seus contornos gerais, contrastá-los com experiências nacionais similares e, por fim, avaliar as propostas de reforma dos mesmos. A pergunta de fundo diz respeito à necessidade e adequação de sua existência e modo de funcionamento. Para tanto, o artigo está dividido em mais quatro seções além da Introdução. Na segunda, resume-se o referencial teórico utilizado, que justifica as práticas neste campo no Brasil a partir do circuito *Finance-Funding* de inspiração keynesiana. Na terceira seção se procede a um exame dos dois principais fundos de poupança compulsória existentes no Brasil (o FAT e o FGTS) e detalha-se o funcionamento das exigibilidades sobre depósitos bancários. Na quarta, algumas experiências internacionais são selecionadas e apresentadas, de forma breve. A partir das ideias e informações apresentadas ao longo do trabalho, a quinta e última seção esboça algumas conclusões.

Palavras-chave: Direcionamento do crédito; poupança compulsória; exigibilidades; FAT; FGTS

I. Introdução

O tema da participação do Estado nas relações financeiras domésticas tem despertado muito calor, e também alguma luz, nas discussões econômicas no Brasil. Há aproximadamente uma década, um conjunto de ideias e proposições de inspiração liberal ganhou destaque e influência. Incentivadas por posicionamentos de autoridades¹ e consolidadas em discussões e estudos aprofundados (e.g. Pinheiro e Oliveira Filho, orgs., 2007; Bacha e Oliveira Filho, orgs., 2005), eram três as críticas principais à atuação governamental no sistema financeiro brasileiro.

Em primeiro lugar, sustentava-se que a existência do crédito direcionado - e, portanto, de um subsistema com taxas de juros inferiores às de mercado - dificultava a operação da política monetária ao enfraquecer o canal do crédito. Por este raciocínio, se encontraria parte importante da explicação não apenas para a taxa Selic mais alta do que seria preciso em condições normais, como também para os elevados *spreads* característicos da intermediação financeira do Brasil.

O segundo argumento era o de que a atuação dos bancos públicos (notadamente o BNDES) financiando o investimento em condições facilitadas inibiria o aprofundamento do mercado de capitais. Grande parte das análises contidas em Pinheiro e Oliveira Filho (orgs., 2007) comunga de outra face deste argumento: como à época a Bolsa de Valores e outros segmentos do mercado viviam fase de euforia e permitiam a captação de montantes até superiores aos emprestados pelo banco de desenvolvimento, o Brasil já estaria maduro para dispensar esta forma de intervenção. Por fim, o financiamento em condições especiais seria incompatível com a seleção dos melhores projetos, estimulando ineficiências e prejudicando a produtividade da economia (além de comprometer a saúde financeira de tais instituições, afetando em última instância o equilíbrio fiscal).

¹ Em janeiro de 2006, o então diretor-gerente do FMI sugeriu, em passagem pelo Brasil, a eliminação dos mecanismos de direcionamento do crédito (a declaração fez coro a manifestações do presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, que desde 2004 externava a mesma opinião).

Nos últimos anos, este debate ganhou novos elementos, dada a mudança no contexto econômico. Ao mesmo tempo em que os bancos públicos foram instrumentos fundamentais na reação anticíclica à crise financeira internacional (Carvalho *et al.*, 2012), a crítica a eles subiu de tom. A euforia com as emissões de ações e outros instrumentos já não mais existe. A redução do custo da dívida pública, que motivou muitas previsões otimistas de aprofundamento financeiro com a queda dos juros básicos para o piso histórico de 7,25% a.a. até 2013, parece ter mudado de direção.² Banco do Brasil (BB) e Caixa Econômica Federal (CEF), especialmente entre 2012 e 2013, foram utilizados como instrumentos de aumento na concorrência bancária e redução dos *spreads*. O BNDES, que já vinha ganhando importância na estratégia desenhada nos governos Lula, adquire musculatura adicional a partir de vultosas capitalizações por parte do Tesouro Nacional e personifica o “desenvolvimentismo” que parecia se consolidar no primeiro governo Dilma (Lopreato, 2013 cap. 5; 2014).

Por outro lado, o banco de desenvolvimento se tornou um dos alvos principais da agenda crítica ao rumo geral das gestões petistas, que se fortalece com a piora do quadro macroeconômico. Em acréscimo aos argumentos da década passada, já comentados, a crítica ao BNDES passa a estar centrada na falta de transparência, na chamada “política de campeões nacionais” (que contribuiria para o baixo crescimento da produtividade do país) e nos custos fiscais dos subsídios implícitos nos seus empréstimos (Musachio e Lazzarini, 2014; CDPP 2014; Ferreira e Fragelli, 2015).

Se os contornos de tais críticas e argumentos são específicos ao Brasil das duas primeiras décadas do século XXI, as bases do raciocínio respeitam longa tradição intelectual. Dos primórdios da “Teoria dos Fundos Empréstáveis” à “Teoria da Repressão Financeira” (Shaw, 1973; McKinnon, 1973) que orientou as fracassadas liberalizações no Cone Sul no fim dos anos 1970, a defesa do livre funcionamento das forças de mercado na alocação das poupanças é o

² Como exemplo, o número de empresas que emitiram ações na Bovespa (*IPOs e follow-ons*) caiu do recorde de 76 em 2007 para 22 em 2010 e 2011; 12 em 2012; 17 em 2013 e apenas 2 em 2014. No primeiro semestre de 2015, foram outras 2. A taxa Selic, no momento em que se conclui este texto, acaba de ser elevada para 14,25% a.a.

fundamento para a rejeição das várias formas de intervenção estatal: tabelamento de juros, direcionamento de recursos, presença e critérios de atuação de bancos públicos. Mesmo tendo sido ingredientes fundamentais em todas as experiências exitosas de mudança estrutural (com exceção da industrialização originária inglesa), estas são tidas como entraves ao desenvolvimento, devendo ser eliminadas.

Ainda nas décadas de 1980 e 90, mesmo no interior do *mainstream* acadêmico internacional, a visão liberal foi fortemente questionada a partir dos conceitos novo-keynesianos de assimetria de informações, seleção adversa e racionamento de crédito (Stiglitz e Weiss, 1981). Com o propósito de corrigir falhas, ou “completar” mercados e setores que não poderiam deixar de ser financiados, voltava a ser justificada a atuação estatal nos mercados financeiros (Stiglitz, 1994).

No período mais recente, as análises convencionais sobre o tema produziram algumas sínteses e ideias-força importantes. O trabalho “pioneiro” de La Porta *et al.* (2000), ao mapear a vasta presença de bancos públicos nos países em desenvolvimento (já que nos desenvolvidos esta seria uma característica em rápida superação), estabelece uma dicotomia em duas grandes explicações para o fato. De um lado, uma “visão desenvolvimentista”, associada a teóricos como Gerschlenkon (1962) que entendia tal intervenção como essencial para a acumulação de capital e a industrialização: as forças de mercado não seriam capazes de fornecer as bases financeiras para o desenvolvimento.³ De outro, o que La Porta *et al.* (2000) chamam de “visão política”, que enfatiza as vantagens da privatização destes órgãos, dada a ineficiência dos projetos financiados e dos próprios bancos, além da tendência de utilizá-los para fins políticos (empregos, subsídios e benefícios a setores aliados aos governantes). Esta segunda visão teria maior poder explicativo e seria mais adequada para a realidade do século XXI.

Os trabalhos empíricos de Micco e Panizza (2004) e Micco *et al.* (2004) contribuem para o debate ao apontar um caráter anticíclico no comportamento

³ Por vezes (como em Novaes, 2007), esta visão é agrupada a uma outra, a “social”, baseada na ideia das “falhas de mercado” citadas no parágrafo anterior. Ambas defendem a intervenção, mas as bases teóricas e o alcance dos argumentos parecem distintos.

do crédito originado nos bancos públicos. O capítulo 11 de IADB (2005) acrescenta ao debate teórico uma terceira visão, mais recente e intermediária entre as duas anteriores: apesar de as imperfeições de mercado existirem, os custos de agência no interior do aparato burocrático estatal acabariam por superar eventuais ganhos da intervenção estatal.

Após a crise internacional eclodida em 2008, a defesa dos bancos públicos volta ao primeiro plano do debate internacional e doméstico, com algumas importantes novidades. No Brasil, no contexto do já comentado protagonismo que ganharam no segundo governo Lula, visões favoráveis à sua presença renovam seus enfoques, incluindo argumentos de natureza concorrencial (Hermann, 2010; Freitas, 2010), de desenvolvimento regional (Jaime Jr. e Crocco, 2010) e sobre estabilidade/instabilidade financeira (Deos e Mendonça, 2010). As duas últimas autoras, em outro trabalho (Mendonça e Deos, 2012), esboçam os fundamentos para outra justificativa fundamental, explicitada pela atuação do BNDES na recuperação pós-crise: os bancos públicos atuariam como organizadores (e orientadores) da decisão de investimento. Também buscando ir “além das falhas de mercado”, os argumentos recentes de Mazzucato e Penna (2014) sugerem um papel mais amplo para os bancos de desenvolvimento estatais, o de criação e “moldagem” (*shaping*) de mercados.

O foco do presente trabalho é muito mais restrito do que este amplo debate, mas para ele pretende contribuir com um objeto específico. Examinam-se aqui dois instrumentos de atuação do Estado brasileiro nesse campo, que em geral são menos discutidos do que os bancos públicos em si e suas operações ativas: os fundos de poupança compulsória (que ajudam a compor o *funding* de tais instituições); e as exigibilidades sobre depósitos nos bancos, públicos e privados (que canalizam os recursos para destinações setoriais específicas). São características constitutivas do sistema financeiro brasileiro há várias décadas, com inegável papel na evolução econômica do país, e que desde a década passada (nos debates citados nos primeiros parágrafos) vêm sofrendo críticas e propostas de mudanças.

Parte-se do fato de que “(e)m qualquer lugar do mundo, o Estado direciona o crédito (...) segundo prioridades políticas...” (Torres Filho, 2006, p. 37). O

que varia, e muito, são as formas dessa atuação, e elas guardam relação com o estágio de desenvolvimento do país e do seu sistema financeiro. Em outras palavras, não há um modo único, ou superior, de direcionamento do crédito em qualquer país ou qualquer circunstância - o que não significa que não se possa compará-las.

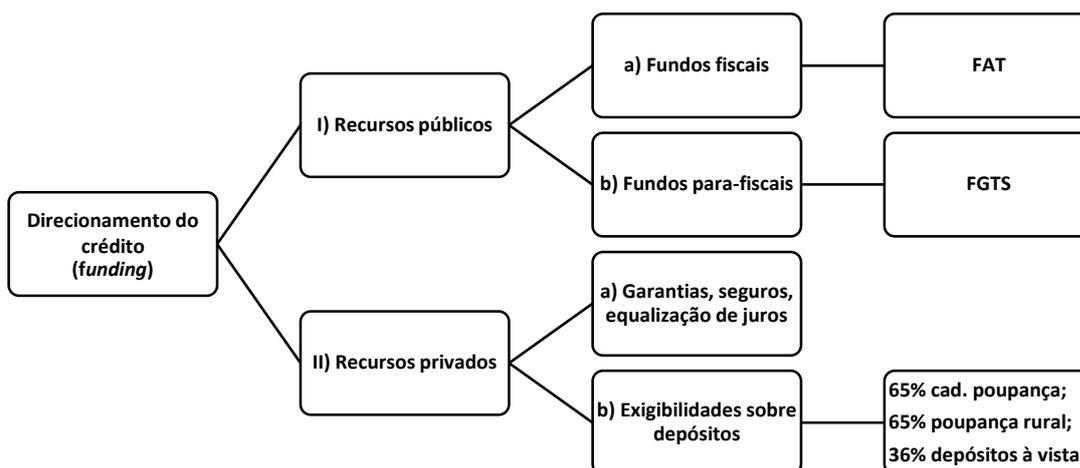
Por esta razão, parece útil seguir uma tipologia insinuada pelo mesmo autor, que se basearia em duas subdivisões para classificar tais mecanismos. A primeira divide o direcionamento segundo a origem: a partir de recursos públicos ou captados no sistema bancário (ou mesmo no mercado de capitais). A segunda é uma subdivisão dentro de cada um desses grupos: no primeiro caso o direcionamento pode ser feito com recursos fiscais (receitas de impostos e contribuições) ou para-fiscais (a arrecadação é obrigatória, mas a propriedade deles é dos entes privados); no segundo, o direcionamento pode se dar atraindo poupanças privadas de maneira voluntária (com o uso de garantias públicas, seguro de crédito e equalização de taxas de juros) ou compulsória (dirigindo parcela dos recursos depositados nos bancos para aplicações específicas).

Na Figura 1, a tipologia de mecanismos de direcionamento do crédito é apresentada de modo esquemático, situando os exemplos brasileiros que aqui serão estudados, segundo sua característica principal. É importante ressaltar este último adjetivo: o “enquadramento” de cada instituição em uma categoria não é exclusivo. Nada impede que um fundo tenha mais de uma fonte de recursos (fiscais, para-fiscais e captações com garantia pública, ou mesmo a partir de exigibilidades).

Apesar de existirem no Brasil alguns mecanismos de seguro e garantias, tais instrumentos nunca foram muito relevantes mesmo sendo, a princípio, uma forma mais econômica do que as outras. Nela, limita-se o impacto fiscal ao diferencial de juros ou ao eventual não pagamento das operações. Como mostram Cintra (2007a) e Aronovich e Fernandes (2006) entre outros, esta é a forma típica de *funding* para o crédito direcionado em países avançados, nos quais há baixo custo de captação por parte do setor público nos mercados

doméstico e externo.⁴ Nestes casos, a boa classificação de risco é “aproveitada” pela instituição direcionadora do crédito e o financiamento pode ser feito em condições favoráveis.

Figura 1: Instrumentos de direcionamento do crédito (do ponto de vista do *funding*) e exemplos brasileiros⁵



Fonte: Elaboração própria, a partir de Torres Filho (2006).

Mas mesmo no uso dos fundos e exigibilidades, a experiência brasileira está longe de ser original: várias outras economias, em diferentes estágios de desenvolvimento, fazem e/ou já fizeram uso de mecanismos semelhantes, cujos contornos e evolução podem trazer ensinamentos e paralelos.

Pretende-se, no atual contexto e com tais referências, apresentar e discutir os fundos e as exigibilidades utilizados no direcionamento do crédito no Brasil. A pergunta de fundo diz respeito à necessidade e adequação de sua existência e modo de funcionamento. Para tanto, o artigo está dividido em mais quatro seções além desta Introdução.

Na segunda, resume-se o referencial teórico aqui utilizado, que justifica as práticas neste campo no Brasil a partir do circuito *Finance-Funding* de

⁴ São notórios os exemplos dos Estados Unidos (que subsidiam o crédito imobiliário por meio de agências hipotecárias patrocinadas pelo governo) ou Alemanha (onde o gigante banco público KfW capta recursos no mercado com risco igual ao do Tesouro).

⁵ A caracterização do FAT como um fundo fiscal obedece à tipologia aqui proposta. Há autores, no entanto, que o classificam como um fundo para-fiscal (por exemplo, Pinheiro, 1997).

inspiração keynesiana. Na terceira seção se procede a um exame dos dois principais fundos de poupança compulsória existentes no Brasil (o FAT e o FGTS) e detalha-se o funcionamento das exigibilidades sobre depósitos bancários. Na quarta, algumas experiências internacionais são selecionadas e apresentadas, de forma breve. A partir das ideias e informações apresentadas ao longo do trabalho, a quinta e última seção esboça algumas conclusões.

II. A canalização dos recursos para o financiamento, de um ponto de vista teórico

Em curto texto no qual reafirma os argumentos e propostas de Arida (2005) para a reforma do FGTS e do FAT - aos quais se voltará - Amadeo (2007, p. 370) conclui sobre as diferentes opções então em discussão: *“seja qual for a escolha feita, o importante é que ela liberte a poupança, a fim de favorecer a redução da taxa de juros, o desenvolvimento do mercado de capitais e a elevação da taxa de poupança privada”*. Tais conceitos, e as relações entre eles, podem ser compreendidos teoricamente de maneira muito distinta. E não se trata apenas de uma divergência intelectual: há implicações diretas sobre o tema discutido neste trabalho.

“Poupança”, no referencial teórico de inspiração keynesiana, é uma categoria bem menos autônoma ou decisiva: seu montante (ou a propensão a poupar da população) não é determinante ou limitante da quantidade do investimento. Esta recusa da causalidade tradicional vem acompanhada, em alguns autores desta corrente, por uma outra definição dos papéis de empresários, bancos e consumidores/poupadores no financiamento do investimento. A alternativa é o chamado circuito *Finance-Investimento-Poupança-Funding*, tal qual desenvolvido em Studart (1999) e Carneiro (2009) entre outros.⁶

Nesta formulação, o necessário para dar início ao processo de investimento (depois da decisão nesta direção ter sido tomada pelo empresário) é o

⁶ Em Prates e Cintra (2010, seção 2) é feita uma sistematização do raciocínio semelhante à realizada aqui, com o mesmo propósito de justificar teoricamente mecanismos compulsórios de poupança e canalização de recursos para o financiamento.

adiantamento, por parte dos bancos, de recursos geralmente de curto prazo, que viabilizem a inversão. E esta capacidade de criação ativa de moeda bancária, tal como desenvolvido pelo próprio Keynes (1930 cap. 2), prescinde de poupança prévia, depende apenas da disposição do agente financeiro ficar menos líquido temporariamente - até que o poder de compra criado seja gasto e restaure a liquidez do sistema bancário como um todo. Este é o *Finance*, “fundo rotativo”, que na obra keynesiana surge, após a publicação da *Teoria Geral*, como um quarto motivo de demanda por moeda ou preferência pela liquidez (Keynes, 1937a e 1937b).

Garantida tal provisão financeira inicial, é a efetivação do investimento e a conseqüente criação e multiplicação da renda que vai gerar, como resíduo dependente da propensão a consumir, a quantidade de poupança (que, contabilmente, se iguala ao investimento). O que não quer dizer, em absoluto, que as formas de alocação dessa poupança - entendida como estoque de riqueza, mais do que um fluxo macroeconômico - não tenham nenhum significado ou consequência. É aqui que entra o *Funding*.

As empresas que acessaram o “fundo rotativo” para dar a partida nos seus investimentos, a fim de liquidar estas posições curtas, desejam alongar os seus compromissos, visto que o horizonte de maturação das inversões é muito maior do que o prazo dos empréstimos e, neste meio tempo, ficarão expostas ao risco de variações nas taxas de juros se permanecerem “penduradas” no *Finance*.⁷

Ora, as possibilidades de consolidação dessas posições - de “fundar” os compromissos financeiros vinculados ao investimento produtivo - dependem, estas sim, de uma decisão dos consumidores/poupadores: a disposição para conservar sua riqueza em instrumentos financeiros de longo prazo (títulos, ações, depósitos etc.). A discussão crucial, portanto, não é sobre o montante, mas sim sobre a distribuição da poupança em formas mais ou menos líquidas, mais ou menos compatíveis com o horizonte temporal do projeto de investimento.

⁷ “*The entrepreneur when he decides to invest has to be satisfied on two points: firstly, that he can obtain sufficient short-term finance during the period of producing the investment; and secondly, that he can eventually fund his short-term obligations by a long-term issue on satisfactory conditions.*” Keynes (1937b, p. 664).

Na ausência de mecanismos adequados, ou mesmo de disposição do público detentor de riqueza, para a emissão dos compromissos de longo prazo, o circuito não se completa e, desta forma, ficam não apenas as empresas como também os bancos fornecedores do *Finance*, em posição frágil. Ou seja, ficam à espera da confirmação das expectativas otimistas que deram origem tanto à decisão de investir como à de conceder o crédito, com a agravante de que esta confirmação só se dá (ou não) no longo prazo, e as dívidas têm que ser roladas no curto.⁸

Com tal perspectiva teórica, é possível questionar o sentido geral das conclusões liberais relativas ao arranjo institucional do sistema financeiro - que, com algumas variantes, advogam a redução da participação estatal nos diferentes segmentos do setor e a superioridade dos mercados de capitais como modo de mobilização de recursos para o financiamento do desenvolvimento.

Para Studart (1995), o conceito de eficiência que embasa tais recomendações está baseado estritamente no paradigma do mercado competitivo e, como consequência, qualquer forma de organização que fuja a este modelo é encarada como fonte de distorções.⁹ Porém, se não se garante o pleno cumprimento das duas funções acima apontadas (o *Finance* e o *Funding*), tal concepção não faria sentido. Propõe, em contraposição, o critério de “funcionalidade” do sistema financeiro para avaliar a adequação dos diferentes arranjos institucionais.

Em termos microeconômicos, a funcionalidade diz respeito à alocação dinâmica dos recursos e sua contribuição para o crescimento. Não se trata meramente da melhor distribuição estática dos recursos existentes, e sim de contribuir para o investimento em sua capacidade de ampliar estes recursos. Já no aspecto macroeconômico, trata-se de garantir a estabilidade do sistema

⁸ Como conclui Hermann (2002, p. 205): “A fragilização financeira ocorrerá se os investimentos forem apoiados exclusivamente, ou predominantemente, em operações de *finance*, isto é, em créditos de curto prazo que precisam ser, sucessivamente, renovados durante o período de maturação do investimento. Em outros termos, se os investimentos forem sustentados por estruturas de dívida especulativa (no sentido de Minsky), expondo os devedores e, indiretamente seus credores ao risco de mudanças desfavoráveis nas taxas de juros”.

⁹ Em vertente paralela, Arestis *et al.* (2005) apontam o caráter “a-institucional” da teoria e do receituário da liberalização, baseados apenas em preços relativos e nos quais não há espaço para a incorporação e problematização das instituições envolvidas nas relações financeiras.

financeiro, ou seja, a avaliação aqui é sobre a capacidade da estrutura de criação e alocação de poupança - ao desempenhar satisfatoriamente suas funções de *Finance* e *Funding* - suportar o crescimento econômico de maneira estável (não geradora de fragilidade financeira).

Particularmente nos países em desenvolvimento, ainda mais quando passam por processos de crescimento acelerado, não há motivo algum para imaginar que o bom cumprimento destas tarefas aconteça espontaneamente, pelos estímulos competitivos do mercado. Bancos e outras instituições financeiras tendem a auferir grandes lucros apenas com o *Finance*, concentrando-se em operações curtas, e a lacuna do *Funding* não é preenchida, muito menos quando se procede à desregulamentação total dos mercados.

Para isto, seriam necessários, muito mais do que incentivos de curto, estratégias de longo prazo que envolvam providências pelo lado da demanda pelos papéis de longo prazo, e cuidadosa regulação para evitar que a estreiteza dos mercados para negociação desses títulos levem a um forte caráter especulativo e a manipulações por alguns poucos participantes maiores. Estamos tratando, obviamente, dos riscos da estratégia de liberalização e da necessidade de saídas alternativas coerentes com a ideia de funcionalidade. Seria preciso, em termos mais claros, montar mecanismos que garantam a constituição do *Funding* necessário ao financiamento do desenvolvimento.

Justifica-se, por este caminho, a utilização pelos Estados nacionais de mecanismos compulsórios de canalização da riqueza (ou poupança financeira) para aplicações mais alongadas, de um lado; e para o financiamento de setores prioritários, de outro. Entre as providências do primeiro tipo, historicamente foram utilizados vários tipos de fundos de natureza fiscal e para-fiscal, que formam o *Funding* (não necessariamente exclusivo) de instituições financeiras para o desenvolvimento. Em paralelo - com menos impacto nas condições financeiras gerais para o desenvolvimento, mas importância crítica no funcionamento e crescimento de setores específicos - o direcionamento direto do crédito por meio de exigibilidades sobre depósitos (nos bancos públicos ou privados) também é uma providência largamente utilizada.

Retomando o argumento de Torres Filho (2006), o fato de existirem teoricamente formas menos custosas de influenciar esta canalização - por meio de garantias públicas para a captação de recursos no mercado, seguros de crédito e equalizações de taxas de juros - não significa que sejam viáveis em todas as condições históricas específicas.

Em primeiro lugar, é necessário haver um mercado desenvolvido - profundo, estável, com prazos compatíveis - para que tomadores privados e mesmo as agências públicas de financiamento - emitam seus papéis. O mercado de capitais enquanto fonte de *Funding*, portanto, é uma primeira pré-condição para que se prescindia do direcionamento ou se transite para suas formas mais “amigáveis”. Nem sempre, ou em todos os países em que há preocupação com o investimento de longo prazo, isso se verifica. Pelo contrário, o que geralmente caracteriza o comportamento dos mercados de títulos e ações dos países em desenvolvimento é sua baixa profundidade e dimensões, além da sensibilidade aos ciclos internacionais de liquidez, resultando em fases de maior ou menor abertura para captações privadas.

A segunda seriam condições favoráveis de financiamento do setor público - para que o “empréstimo” da avaliação de risco para outros agentes que não o Tesouro signifique, de fato, custos e prazos compatíveis com projetos de investimento longos e incertos. Novamente, esta é uma condição desigualmente distribuída entre os países, e as razões estruturais destas diferenças dificilmente seriam superadas apenas por fatores domésticos.¹⁰

Com base nestes pressupostos, as propostas de redução ou eliminação (mais ou menos drástica) dos mecanismos atualmente existentes de direcionamento do crédito no Brasil não parecem as mais adequadas. Em essência, os argumentos compartilhados pela maioria dos trabalhos reunidos em Pinheiro e Oliveira Filho (orgs., 2007) partem não apenas do paradigma dos mercados eficientes, mas também da superioridade - independentemente do contexto -

¹⁰ As afirmações finais deste e do último parágrafo estão baseadas em pressupostos (sobre a inserção externa de economias como a brasileira e sobre as assimetrias do sistema monetário-financeiro internacional) cujo detalhamento ultrapassa o escopo deste trabalho. Como referência geral (já carente de atualização), ver Biancareli (2007).

do mercado de capitais enquanto mecanismo de mobilização de recursos para o investimento.

Arida (2005) e vários outros analistas próximos partem de um diagnóstico comum: a “lacuna de poupança” no mercado brasileiro, que teria justificado a criação dos mecanismos compulsórios e direcionamento, estaria desaparecendo com o crescimento nas emissões de ações e títulos por empresas naquele momento. Ao mesmo tempo, a questão dos prazos e custos ainda prevaletentes nestas fontes privadas domésticas estaria sendo reduzida - e seus resquícios seriam causados apenas pela “incerteza jurisdicional” e pela inconvertibilidade formal da moeda brasileira, duas heranças que caberia à reforma financeira também eliminar. Tais alicerces do raciocínio acabaram se revelando muito mais conjunturais do que pareciam.

Outra ideia-força é aquela relativa aos efeitos de um eventual desmonte do direcionamento, que atingiriam justamente os dois pontos acima mencionados. De um lado, pelo canal da política monetária “fortalecido” ou pela redução dos custos fiscais embutidos nos esquemas, as taxas de juros da economia brasileira finalmente cairiam. Por outro, com o fim da “inibição” representada por fontes artificialmente mais baratas de financiamento, o mercado de capitais poderia florescer ainda mais. É um raciocínio circular que não esconde - como já havia feito a frase de Amadeo (2007) citada no início desta seção - seus pressupostos teóricos: a precedência da poupança sobre o investimento e seu papel na determinação da taxa de juros; e a demanda das empresas por recursos (além do arcabouço legal adequado) como grande determinante do movimento dos mercados de capital.

As propostas de reforma em si também parecem pouco satisfatórias à luz da visão alternativa, resumida acima, sobre a canalização de recursos para o investimento. As três sugestões concretas de Arida (2005) em relação ao FAT eram: zerar a alíquota do PIS; mudar a sua remuneração da TJLP para uma taxa vinculada ao IGP-M; e eliminar o monopólio dos bancos oficiais na aplicação dos seus recursos.¹¹ Tais providências certamente atendem a alguns anseios do

¹¹ Torres Filho (2005) faz uma crítica detalhada à proposta, sob o prisma da operação do BNDES na eventualidade desta reforma.

raciocínio liberal (redução dos subsídios, maior eficiência na alocação de recursos, “desembarque” do BNDES de sua fonte cativa¹²) e a outros interesses envolvidos na discussão.

Porém sobre o custo, e a própria viabilidade, do financiamento do investimento, os resultados são previsíveis até para seu formulador (Arida, 2005, p. 214): *“Resta examinar seus efeitos sobre a formação de capital. Na ótica estrita dos que se beneficiam do atual sistema, o efeito é negativo, pois as propostas reduziriam o montante dos recursos à disposição do BNDES e aumentariam o custo de novos empréstimos tanto da CEF quanto do BNDES.”* Do ponto de vista aqui privilegiado - quais mecanismos substituiriam a fonte de *Funding* que se pretende eliminar? - as respostas são aquelas aqui julgadas insatisfatórias, por razões conceituais: *“Em compensação, reduziriam a taxa de juros de curto prazo (...) e fariam crescer a formação de capital lastreada em mecanismos voluntários de poupança”*.

Nas seções seguintes, este conjunto de ideias - tanto o arcabouço teórico que justifica o direcionamento quanto as dúvidas sobre as propostas de reforma, do modo como apareceram no debate brasileiro - ilumina a descrição dos fundos de poupança compulsória e das exigibilidades no Brasil, e também o exame de outras experiências internacionais com instrumentos semelhantes.

III. Fundos e exigibilidades no Brasil

No Brasil, os principais fundos de poupança compulsória são o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), que, conjuntamente, detêm um patrimônio que supera os R\$ 600 bilhões¹³. Esses fundos são utilizados para financiar programas sociais e, simultaneamente, prover recursos para linhas de crédito relacionadas a setores estratégicos para o país. Complementarmente, existem também no Brasil algumas exigibilidades sobre depósitos bancários, que preveem sanções às

¹² A expressão é de Giambiagi (2007). Ver também uma versão mais ampla e atualizada das propostas em Giambiagi *et al.* (2009).

¹³ Deve-se destacar também os Fundos Constitucionais (destinados às regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste), que, no entanto, fogem do escopo deste artigo. Para uma análise sobre esses fundos, ver Cintra (2008).

instituições financeiras que não respeitarem percentuais pré-estabelecidos de concessão de determinadas modalidades de crédito. Essa seção dedica-se à análise dos dois fundos mencionados e das exigibilidades atualmente vigentes.

i) O Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS

O Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) foi criado pela Lei nº 5.107, de 13 de setembro de 1966, como alternativa ao regime de estabilidade decenal determinado pela CLT (Consolidação das Leis Trabalhistas), que previa o pagamento de multas, por parte dos empregadores, em caso de demissão sem justa causa. Com a instituição do FGTS, surgiu a opção de um recolhimento contínuo (mensal), por parte dos empregadores, de um montante de recursos que configuraria uma poupança compulsória para o empregado, relativa ao seu tempo de serviço - em uma ou mais empresas -, para assisti-lo nos casos previstos pela lei - notadamente, em caso de demissão sem justa causa, ou aos seus dependentes em caso de falecimento.

A Constituição Federal de 1988 eliminou o caráter facultativo dessa adesão, extinguindo a estabilidade decenal e instituindo a obrigatoriedade da contribuição dos empregadores ao FGTS. Nos dois anos seguintes, uma sequência de leis¹⁴ estabeleceu os detalhes sobre a constituição do fundo, gestores, reponsabilidade e forma de gestão, possibilidades de aplicação de recursos e demais aspectos relativos ao seu funcionamento¹⁵.

De acordo com essas leis, definiu-se que o empregador deve recolher mensalmente, nas contas individuais de seus empregados, 8% da remuneração a eles devida - o que, com a correção monetária, configura algo como um salário adicional por ano. São contemplados por esse direito constitucional os

¹⁴ A Lei nº 7.839, de 12 de outubro de 1989, revogou a Lei nº 5.107, de 1966. Esta, por sua vez, foi revogada pela Lei nº 8.036, de 1990, regulamentada pelo Decreto nº 99.684, de 8 de novembro de 1990. Alguns aspectos foram alterados por leis posteriores e as principais mudanças serão destacadas abaixo.

¹⁵ Para detalhes, consultar os Relatórios de Gestão do FGTS.

trabalhadores celetistas urbanos e rurais, os diretores não empregados¹⁶, os trabalhadores avulsos e, mais recentemente, os empregados domésticos¹⁷.

É importante destacar, no entanto, que o estabelecimento do FGTS atendeu a um duplo objetivo: se por um lado ele visa assegurar aos trabalhadores uma poupança compulsória, por outro lado ele serve à constituição de um fundo contábil, de natureza financeira e privada, mas sob gestão pública (Cintra, 2007b), passível de uso para o financiamento de setores prioritários para o país, quais sejam, de habitação popular, saneamento ambiental e infraestrutura urbana, em linha com as diretrizes nacionais para esses setores e a política nacional de desenvolvimento urbano definida pelo Governo Federal. Em realidade, o programa de aplicação de recursos do FGTS determina que ao menos 60% deles sejam aplicados em habitação popular; outros 5% em operações especiais de habitação; 30% em saneamento básico; e 5% em infraestrutura urbana¹⁸.

Desde 1990, o conjunto das contas individuais supramencionadas, que conforma o FGTS¹⁹, é centralizado, mantido e controlado pela Caixa Econômica Federal (CEF), o agente operador do fundo²⁰. As normas e diretrizes relativas ao fundo, no entanto, são determinadas pelo Conselho Curador do FGTS (CCFGTS), presidido pelo Ministro do Trabalho e Emprego e composto por representantes dos trabalhadores, empregadores e governo. Os recursos são remunerados por uma taxa de juros de 3% ao ano mais a TR (Taxa de Referência). Devido à natureza de suas atividades, o lucro obtido pelo FGTS está isento de tributação.

¹⁶ Diretor que exerce cargo de administração, mas que, no tocante ao FGTS, foi equiparado aos demais trabalhadores da empresa.

¹⁷ A obrigatoriedade de recolhimento do FGTS para empregados domésticos é parte da Emenda Constitucional nº 72, de 2013, mas ainda não está regulamentada.

¹⁸ Para detalhes, ver Cintra (2007b).

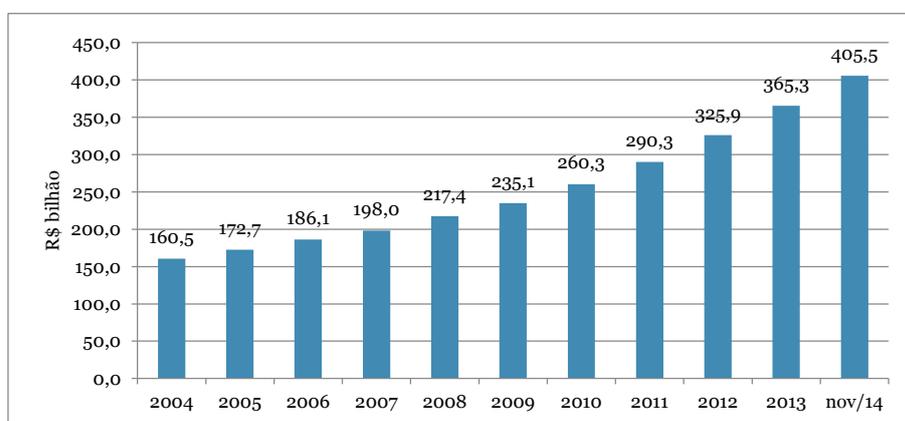
¹⁹ Além das dotações orçamentárias específicas, relativas à folha de pagamento dos trabalhadores, o fundo é conformado por recursos resultantes de suas aplicações; multas, correção monetária e juros moratórios devidos; receitas oriundas da Lei Complementar n. 110/2001; e demais receitas patrimoniais e financeiras.

²⁰ A CEF recebe, como taxa de administração, 1% ao ano sobre o ativo total do fundo. Para detalhes, ver a Resolução do CCFGTS nº 570, de 26 de agosto de 2008.

De acordo com os últimos dados disponíveis (novembro de 2014), os ativos totais do FGTS alcançam o expressivo valor de R\$ 405,5 bilhões (7,3% do PIB brasileiro de 2014). Como mostra a Figura 2, esse valor apresentou considerável crescimento ao longo dos últimos dez anos.

A destinação desses recursos é definida pelo CCFGTS, que deve zelar pelo equilíbrio econômico-financeiro do fundo e pela manutenção de reservas para saldar compromissos futuros, mas que alocará recursos também para o crédito às áreas supracitadas - em linha com as diretrizes básicas estabelecidas pela Lei n. 8.036/1990.

Figura 2: FGTS – Ativos totais (R\$ bilhões)



Fonte: Demonstração Financeira do FGTS. Elaboração própria.

Além dos necessários gastos administrativos, os recursos são movimentados para: i) saques por parte dos trabalhadores, mediante autorização da CEF; ii) constituição de um fundo de liquidez e carteira de títulos públicos; iii) financiamento no âmbito de programas determinados.

No que diz respeito aos saques, os recursos do FGTS só podem ser retirados pelos trabalhadores - ou seus dependentes - em circunstâncias condizentes com o duplo propósito discutido acima, a saber, pecúlio para os trabalhadores e fonte de financiamento habitacional ou de infraestrutura urbana. Em linha com o primeiro dos propósitos, são autorizados saques nas seguintes situações: demissão sem justa causa - inclusive a indireta, de culpa recíproca ou de força maior; extinção total da empresa; aposentadoria; falecimento; quando o trabalhador atinge 70 anos de idade; quando o

trabalhador ou seu dependente são portadores do vírus HIV, acometidos de neoplasia maligna ou estão em estágio terminal de vida; permanência do titular, por três anos ininterruptos, fora do regime do FGTS; suspensão total do trabalho avulso, por período igual ou superior a 90 dias; extinção normal do contrato a termo; necessidade pessoal, em face da urgência e gravidade decorrente de desastre natural; quando o trabalhador com deficiência, por prescrição, necessite adquirir órtese ou prótese para promoção de acessibilidade e de inclusão social²¹. Em linha com o segundo dos propósitos do FGTS, os trabalhadores podem movimentar suas contas para o pagamento de parte das prestações e liquidação ou amortização do saldo devedor de financiamento habitacional concedido no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH); e para pagamento total ou parcial do preço de aquisição de moradia própria²².

Foram permitidas, adicionalmente, movimentações da conta para duas aplicações financeiras bem específicas: i) em 1997, a Lei n. 9.491 autorizou o uso de até 50% dos saldos para a compra de quotas de Fundos Mútuos de Privatização; ii) em 2007, a Medida Provisória n. 349 - e posteriormente a Lei n. 12.087/2009 - permitiu o uso dos saldos para a integralização de cotas do FI-FGTS, fundo para infraestrutura que será descrito abaixo. Nota-se, destarte, que os distintos governos flexibilizam a possibilidade de saques de acordo com suas prioridades - privatizações no primeiro caso e investimento em infraestrutura no segundo.

A despeito de a lista ser relativamente grande, são três os motivos que concentram praticamente 80% do número de saques e 90% do valor, a saber, demissão sem justa causa - de longe, a modalidade mais importante -, aposentadoria e aquisição de moradia (ver Tabela 1).

²¹ Essa última possibilidade foi incluída pela Lei n. 13.146, de 6 de julho de 2015.

²² Para detalhes, ver a Lei n. 8.036/1990.

Tabela 1: FGTS – Saques, por modalidade – Quantidade e Valor (R\$ mil)

Modalidades	2011		2012		2013	
	Quantidade	Valor (R\$ mil)	Quantidade	Valor (R\$ mil)	Quantidade	Valor (R\$ mil)
Demissão sem justa causa	18.953.921	35.553.824	19.641.299	41.163.989	20.793.207	48.676.034
Aposentadoria	5.093.671	8.139.844	5.885.231	9.253.393	6.619.698	10.353.604
Moradia	1.086.154	7.618.990	1.248.896	8.510.690	1.457.579	9.798.324
Inatividade da Conta	872.354	854.591	812.573	897.276	769.584	945.464
Neoplasia maligna / HIV /Doença fase terminal	259.781	492.868	290.061	528.672	326.310	599.206
Demais Modalidades	8.111.415	4.986.812	7.288.801	4.694.979	7.477.851	5.290.369
TOTAL	34.377.296	57.646.929	35.166.861	65.049.000	37.444.229	75.663.002

Fonte: Demonstração Financeira do FGTS.

Apesar de os valores sacados serem consideravelmente grandes, a arrecadação de contribuições regulares e rescisórias, acrescidas de encargos por atrasos, desde 2000, é mais do que suficiente para compensá-la. A tabela 2 mostra que a arrecadação líquida²³ do FGTS nos últimos dez anos é positiva, tendo se acelerado no período recente, principalmente em função do aumento do emprego formal associado à elevação do rendimento médio do trabalhador.

Tabela 2: Arrecadação líquida do FGTS

2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
6,2	6,3	6,8	3,3	6	6,9	11,9	14,6	18	18,7

Fonte: Caixa Econômica Federal. Elaboração própria.

Além de a arrecadação líquida ser positiva, o saldo das receitas e despesas operacionais também vem resultando em elevados lucros líquidos²⁴, gerando o crescimento contínuo dos ativos do fundo, como mostrado na Figura 2.

Para fazer frente à necessidade de recursos imediatamente disponíveis para possíveis saques e demais despesas, o FGTS mantém um Fundo de Liquidez,

²³ Arrecadação líquida = arrecadação bruta – saques efetuados pelos trabalhadores.

²⁴ Em 2013, as receitas operacionais do FGTS foram de R\$ 29,8 bilhões – oriundas notadamente de rendas de operações de crédito e rendas de títulos e valores mobiliários – e as despesas operacionais foram de R\$ 20,6 bilhões, resultando em um lucro líquido do exercício de R\$ 9,2 bilhões. Para detalhes, ver FGTS (2013).

que em dezembro de 2013 era da ordem de R\$ 14 bilhões, integralmente alocados em Notas do Tesouro Nacional (NTN-B). Adicionalmente, a Carteira Própria do FGTS possuía, ainda, R\$ 51,7 bilhões também em NTN-B e R\$ 9,5 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN). Nota-se, portanto, que o FGTS possuía, no mês em questão, R\$ 75,2 bilhões alocados em títulos públicos - o equivalente a 61% da carteira de títulos e valores mobiliários e a 21% dos ativos totais.

Para reduzir a participação desses títulos públicos na carteira de títulos e valores mobiliários, mas também para lidar com contingências específicas, foram adotadas duas medidas que visavam à diversificação desse portfólio. Em 2008, como forma de enfrentar os efeitos da recém-eclodida crise financeira internacional, foram autorizadas aplicações no mercado de capitais: Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), debêntures e cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) associados a operações de saneamento, infraestrutura urbana e habitação²⁵.

Mais importante, no entanto, havia sido, no ano anterior, a criação do Fundo de Investimento do FGTS (FI-FGTS). Para incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, mas principalmente para enfrentar a necessidade de investimentos em infraestrutura, a MP nº 349, de 22 de janeiro de 2007 - associada ao Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) - viabilizou a destinação de recursos anteriormente aplicados em títulos da dívida pública para alavancar projetos de rodovias, ferrovias, hidrovias, portos e saneamento. Em dezembro de 2013, o balancete do FGTS indicava recursos da ordem de R\$ 28,6 bilhões em cotas do FI-FGTS.

É perceptível, portanto, que tanto nos critérios para autorização de saques para os trabalhadores, quanto nas aplicações em títulos e valores mobiliários, já está contemplado o propósito de fomento a habitação, saneamento e infraestrutura urbana. No entanto, do ponto de vista dos valores, o instrumento

²⁵ Para detalhes, consultar a Resolução CCFGTS nº 578, de 02 de dezembro de 2008.

mais importante de estímulo a esses setores são as operações de crédito realizadas com os recursos do FGTS.

Para o financiamento de habitação popular, estão disponíveis a pessoas físicas (individualmente ou organizadas em grupos associativos) ou a Unidades Federativas e municípios quatro programas (Pró-Moradia, Carta de Crédito Individual - CCI, Carta de Crédito Associativo - CCA, Apoio à Produção²⁶), voltados a construção ou reforma de habitação popular, produção de lotes urbanizados e reabilitação urbana. Os programas têm taxas de juros e condições de pagamento diferenciados em relação ao padrão do mercado, com o intuito de adequar-se ao seu público-alvo (famílias com renda mensal bruta de até R\$ 5.400). Adicionalmente, são previstos descontos nos financiamentos a pessoas físicas para permitir a capacidade de pagamento do mutuário tendo em vista o valor financiado e sua renda. O Programa Pró-Cotista também é voltado ao financiamento habitacional, mas destina-se ao público que não se enquadra nos programas de habitação popular.

Para o saneamento básico, são oferecidos os Programas Saneamento Básico Para Todos nas modalidades Setor Público (Estados, municípios e o Distrito Federal) e Setor Privado (para as concessionárias), que financiam investimentos para abastecimento de água, esgoto sanitário, saneamento integrado, manejo de águas pluviais, de resíduos sólidos, preservação e recuperação de mananciais, dentre outros. Para a infraestrutura urbana, o Programa Pró-Transporte, implementado em 2008, também pode ser acessado pelas Unidades Federativas, municípios e concessionárias de serviços públicos para o financiamento de infraestrutura do transporte coletivo urbano e mobilidade urbana.

Tabela 3: Operações de crédito do FGTS, por setor – Quantidade e Valor (R\$ mil)

Área	Quantidade	Valor (R\$ mil)
Habitação	111.92	169.868.642
Saneamento	2.057	16.584.699
Infraestrutura	289	8.575.156
Total	114.266	195.028.497

Fonte: Demonstração Financeira FGTS.

²⁶ Para detalhes, ver FGTS (2014).

Em dezembro de 2013, o FGTS detinha 114 mil contratos vigentes de operações de crédito, que somavam um montante de R\$ 195 bilhões. Como mostra a tabela 3, o crédito para habitação é absolutamente preponderante, mas os montantes destinados a saneamento e infraestrutura não são desprezíveis. A taxa de juros média ponderada para o conjunto de operações era de 5,16% ao ano e o prazo médio remanescente para o pagamento estava em torno de 16 anos.

Dentre as operações de crédito habitacional do FGTS, vale destacar sua crucial participação no Programa Minha Casa Minha Vida (MCMV). Como mostra a Tabela 4, desde a origem do programa, em 2009, o FGTS já contribuiu com um valor total que supera R\$ 100 bilhões²⁷.

Tabela 4 – Recursos do FGTS usados no Programa Minha Casa Minha Vida – Valores (R\$ bilhões)

Ano	Financiamentos		Descontos FGTS	Valor Total
	Quantidade	Valor	Valor	
2009	80.742	4,0	1,3	5,3
2010	244.684	13,9	3,9	17,8
2011	287.023	18,1	4,3	22,4
2012	293.316	20,4	5,6	26
2013	320.724	25,0	6,9	31,9
Total	1.226.489	81,4	22,00	103,4

Fonte: Demonstração Financeira FGTS.

Nota-se, destarte, que além de servir de pecúlio aos trabalhadores, o FGTS é um pilar fundamental para o Sistema Nacional de Habitação. O déficit habitacional brasileiro é ainda muito grande - de acordo com as últimas estimativas, ele estaria em torno de cinco milhões de moradias²⁸ - e o FGTS é peça-chave na articulação de políticas públicas que visem à sua superação.

²⁷ Além do FGTS, o programa conta com Recursos do Orçamento Geral da União (OGU) que são aportados ao FAR – Fundo de Arrendamento residencial – e ao FDS – Fundo de Desenvolvimento Social.

²⁸ Para detalhes, ver Lima *et al.* 2013.

ii) O Fundo de Amparo ao Trabalhador - FAT

O Fundo de Amparo ao Trabalhador foi instituído pela Lei nº 7.998, de 11 de janeiro de 1990, que em realidade regulamentou o Artigo 239 da Constituição Federal de 1988, para consolidar os recursos oriundos do Programa de Integração Social (PIS) e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (Pasep)²⁹. Trata-se de um fundo contábil, de natureza financeira, vinculado ao Ministério do Trabalho e Emprego, mas gerido pelo CODEFAT, órgão composto por representantes dos trabalhadores, empregadores e governo.

Assim como o FGTS, o FAT também atende a um duplo propósito: por um lado, serve de “núcleo organizador das políticas de emprego” do país (Cintra, 2007b); por outro lado, constitui uma importante fonte de *funding* para o financiamento para programas de desenvolvimento econômico.

No que concerne ao primeiro propósito, o FAT custeia os programas de Seguro-Desemprego (pagamento do benefício do seguro-desemprego, de qualificação e requalificação profissional e de orientação e intermediação do emprego) e Abono Salarial; no que concerne ao segundo propósito, o FAT constitui parte relevante do *funding* do BNDES; adicionalmente, o fundo provê recursos para os Programas de Geração de Emprego e Renda, servindo, portanto, aos dois propósitos em tela.

Como se verá abaixo, diferentemente do que ocorre com o FGTS, os recursos do FAT não ficam centralizados em um único banco. No entanto, é importante destacar que a própria constituição do FAT serviu à consolidação de uma fonte perene de recursos para uma das mais importantes instituições financeira brasileiras, o BNDES. A supracitada lei que instituiu o FAT prevê que pelo menos 40% de seus recursos sejam destinados ao BNDES, para o

²⁹As referidas contribuições sociais foram criadas, respectivamente, pelas Leis Complementares nº 07, de 07 de setembro de 1970, e nº 08, de 03 de dezembro de 1970.

financiamento de programas de desenvolvimento econômico, sem definição de um prazo de reembolso do principal³⁰. A esses recursos, dá-se o nome de Empréstimos Constitucionais - ou simplesmente FAT Constitucional.

Excluídos essa parcela mínima destinada ao BNDES e as despesas com o Programa Seguro-Desemprego e Abono Salarial, os recursos podem ser alocados de duas formas: em um primeiro momento, é necessária a constituição de uma reserva mínima de liquidez - em geral, calculada como o valor capaz de garantir o pagamento dos Programas de Seguro-Desemprego e Abono Salarial por um intervalo de seis meses -, que deve obrigatoriamente ser aplicada em Títulos Públicos do Tesouro Nacional; em um segundo momento, conformam-se os chamados Depósitos Especiais³¹, que são as disponibilidades financeiras “excedentes”, repassadas às instituições oficiais federais que funcionam como agentes financeiros dos Programas - Banco do Brasil (BB), Caixa Econômica Federal (CEF), Banco do Nordeste (BNB), Banco da Amazônia (BASA), Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP)³². Esses recursos sustentam os Programas de Geração de Emprego e Renda, que oferecem crédito notadamente para micro e pequenos empresários, cooperativas ou setores informais, com vistas à promoção de novas vagas de emprego ou ao aumento da renda. Em simultâneo, apoiam iniciativas de capacitação dos trabalhadores. São priorizados setores considerados estratégicos para o desenvolvimento do país, tais como transporte coletivo e infraestrutura voltada à elevação da competitividade do país.

O patrimônio total do FAT atingiu, ao fim de 2014, o valor de R\$ 232,4 bilhões. Como se nota na tabela 5, 84,1% estão alocados no BNDES, na forma de Empréstimos Constitucionais e Depósitos Especiais. O valor aplicado em fundos extramercado³³ é de R\$ 29,4 bilhões e o restante está em Depósitos Especiais alocados nas demais instituições financeiras autorizadas. Além disso,

³⁰ A taxa de remuneração desses recursos é geralmente a TJLP e, em algumas situações, a *Libor*.

³¹ Para detalhes, consultar a Lei nº 8.352, de 28 de dezembro de 1991.

³² Ao contrário do FAT Constitucional, os Depósitos Especiais têm um prazo definido de exigibilidade. A remuneração é a TJLP ou a taxa Selic.

³³ A rubrica Extramercado diz respeito à conta do Fundo no Banco do Brasil Extramercado Exclusivo FAT Fundo de Investimento Renda Fixa, administrado pela BBDTVM, e contendo notadamente Títulos do Tesouro Nacional.

montantes menores estão imobilizados, em caixa ou em trânsito.

Tabela 5: FAT – Evolução Patrimonial – R\$ milhões

Patrimônio / ano	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Extramercado (a)	15.541	13.864	8.157	9.975	17.454	19.603	23.157	26.612	32.871	25.268	29.403
Emprést. ao BNDES (b)	59.832	65.924	72.777	79.842	91.315	99.526	110.689	125.218	141.215	156.543	178.683
Depósitos especiais (c)	27.350	36.658	48.485	49.272	45.680	41.145	36.839	33.362	30.649	27.839	24.058
BNB	1.523	937	673	550	444	395	687	622	661	520	420
BB	8.919	11.898	18.250	17.908	15.010	12.759	10.360	7.984	6.023	5.290	4.579
BNDES	14.568	20.773	25.149	25.817	24.934	22.971	21.574	21.047	20.648	19.553	16.808
FINEP	156	356	709	890	996	1.111	1.043	1.013	835	646	459
CEF	2.123	2.667	3.681	4.083	4.267	3.880	3.144	2.664	2.450	1.795	1.763
BASA	61	26	23	23	29	28	31	32	32	35	29
Outros valores (d)	164	173	213	262	288	259	236	265	703	361	263
Imobilizado	133	147	160	162	182	199	218	220	214	223	230
Em caixa	30	26	53	100	106	60	18	44	489	138	32
Em trânsito	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL (a+b+c+d)	102.886	116.619	129.632	139.351	154.737	160.533	170.922	185.457	205.438	210.011	232.407
Varição Patrimonial	15,60%	13,40%	11,20%	7,50%	11,00%	3,80%	6,50%	8,50%	10,80%	2,20%	10,70%

Fonte: SIAFI.

A despeito de seu patrimônio continuar crescendo, a análise dos fluxos revela que o FAT incorreu em déficits nominais nos anos de 2009, 2010 e 2013 (ver Tabela 6). Apesar de as receitas primárias crescerem, os resultados negativos se explicam pelo grande crescimento das despesas com Seguro-Desemprego e Abono Salarial. Segundo as análises realizadas pelo próprio CODEFAT, isso se deve notadamente a: i) processo de formalização do mercado de trabalho brasileiro; ii) considerável aumento real no salário mínimo a partir de 2003; iii) aumento da rotatividade do mercado de trabalho brasileiro no período recente. No ano de 2014, a execução financeira do FAT retornou a um relativo equilíbrio (superávit nominal de R\$ 851 milhões) em função, sobretudo, de um grande aumento nos recursos repassados pelo Tesouro Nacional (R\$ 4,6 bilhões em 2013 para R\$ 13,7 bilhões em 2014).

Mesmo em face desses resultados negativos no período recente, julga-se um tanto quanto prematura uma possível alegação sobre a inviabilidade do FAT como fonte de recursos dos programas sociais voltados ao mercado de trabalho e como *funding* para as operações do BNDES. É certo que o BNDES deve buscar formas alternativas de captação de recursos para diminuir sua dependência do FAT - como, aliás, já vem fazendo -, mas defende-se aqui a pertinência de manutenção do fundo como fonte de recursos para o referido banco.

Tabela 6: FAT – Demonstrativo da Execução Financeira – R\$ milhões

ANO	Receita Primária	Obrigações							Resultado Primário	Outras Receitas	Resultado Nominal
	Contribuição PIS/PASEP - FAT	Emprést. ao BNDES 40%	Benefício do Seguro Desemprego	Benefício do Abono Salarial	Qualific. Profissional	Intermediação de Emprego	Outros Projetos / Atividades	Total das Obrigações			
	(A)	(B)	(C)	(E)	(F)	(G)	(H)	(I)			
2004	15.151	6.257	7.186	2.287	73	78	318	16.199	-1.048	7.863	6.815
2005	17.158	6.852	8.623	2.755	85	84	373	18.773	-1.614	9.747	8.132
2006	19.622	7.628	10.953	3.957	82	89	505	23.214	-3.592	9.177	5.585
2007	19.349	8.271	12.860	5.096	80	93	503	26.904	-7.556	9.732	2.176
2008	25.045	9.515	14.718	5.975	137	101	481	30.927	-5.882	9.956	4.075
2009	24.365	9.626	19.571	7.565	154	93	357	37.365	-13.000	10.661	-2.339
2010	28.765	11.586	20.446	8.758	145	70	329	41.334	-12.569	12.159	-409
2011	36.506	13.524	23.794	10.379	75	95	389	48.257	-11.751	12.324	573
2012	37.864	15.061	27.614	12.337	58	141	331	55.542	-17.679	20.653	2.975
2013	39.735	16.910	31.902	14.659	7	117	373	63.968	-24.233	13.868	-10.365
2014	43.107	16.907	35.956	15.877	1	139	380	69.259	-26.152	27.003	851

Fonte: SIAFI. Elaboração própria.

Obs: As “Outras Receitas” são constituídas majoritariamente pelas remunerações dos ativos, contribuições sindicais e recursos do Tesouro Nacional.

Como visto acima, além dos programas de desenvolvimento econômico, o FAT tem também importância crucial, por meio dos Depósitos Especiais, no financiamento dos Programas de Geração de Emprego e Renda. No ano de 2014, foram destinados R\$ 3,5 bilhões a programas e linhas de créditos especiais. A Tabela 7 mostra que o maior percentual desses recursos (56,6%) foi destinado ao FAT - Fomentar para Micro e Pequenas Empresas.

Tabela 7: Demonstrativo da execução da programação anual de Depósitos Especiais do FAT – Exercício de 2014 – R\$ milhões

PROGRAMAS	3.356,10
FAT - FOMENTAR	1.900,00
MICRO E PEQUENAS EMPRESAS	1.900,00
FAT - PNMP	51,1
PROGER URBANO	805
INVESTIMENTO	795
- Micros e Pequenas Empresas, Coop., Liberais, Outros	795
PROGER EXPORTAÇÃO	10
PRONAF	600
INVESTIMENTO	600
LINHAS DE CRÉDITO ESPECIAIS	190
FAT - TAXISTA	130
FAT - TURISMO	60
INVESTIMENTO	60
TOTAL	3.546,10

Fonte: Boletim de Informações Financeiras do FAT, 2014.

Adicionalmente, foram destinados R\$ 0,8 bilhão para o PROGER Urbano Investimento (Micro e pequenas empresas, cooperativas, liberais e outros) e R\$

0,6 bilhão para o PRONAF Investimento (Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar). Em linha com as diretrizes gerais do fundo, nota-se, portanto, uma priorização de setores altamente geradores de emprego.

iii) As exigibilidades sobre depósitos à vista e de poupança

Os recolhimentos compulsórios são parte do instrumental disponível ao Banco Central do Brasil (BCB) para realização de política monetária. Por essa via, o BCB pode interferir no multiplicador monetário da economia e, portanto, na oferta monetária disponível³⁴. Vigem atualmente no país cinco tipos de recolhimentos compulsórios e encaixes obrigatórios: recolhimento compulsório sobre recursos à vista; recolhimento compulsório sobre recursos de depósitos e de garantias realizadas; encaixe obrigatório sobre recursos de depósitos de poupança; recolhimento compulsório sobre recursos a prazo; exigibilidade adicional sobre depósitos³⁵.

O BCB destaca ainda a existência legal de três outras modalidades de recolhimento compulsório que hoje estão com alíquota zerada: recolhimento compulsório sobre a concessão de aval, fiança ou outras garantias em operações de empréstimos/financiamentos entre pessoas físicas ou jurídicas não financeiras; recolhimento compulsório sobre operações ativas e passivas; recolhimento compulsório sobre posição vendida de câmbio.

Mas para além do propósito supramencionado, de interferir na liquidez da economia, o BCB pode valer-se também desses compulsórios para o direcionamento de crédito. A esse artigo interessa justamente esse último tipo de exigibilidades, que têm atualmente no Brasil o intuito de canalizar recursos financeiros para financiamento em três setores: habitacional; rural; e população de baixa renda e microempreendedores.

No tocante ao setor habitacional, a Resolução 1.980, de 30 de abril de 1993, estabeleceu que as instituições integrantes do Sistema Brasileiro de

³⁴ Evidentemente, o controle absoluto dessa oferta monetária não está ao alcance do BCB, já que os bancos têm papel ativo nesse processo de criação e destruição monetária.

³⁵ Para detalhes, consultar www.bcb.gov.br. Para uma análise mais sistemática sobre os compulsórios no Brasil ao longo do tempo, ver Cavalcanti e Vonbun (2013).

Poupança e Empréstimo (SBPE)³⁶ deveriam direcionar um percentual de seus depósitos de poupança para o crédito habitacional. A exigibilidade serve, portanto, como um pilar complementar para o financiamento habitacional viabilizado pelo FGTS e discutido na subseção III.i. A Resolução nº 3.932, de 16 de dezembro de 2010, define que no mínimo 65% dos depósitos de poupança sejam atualmente direcionados para operações de financiamento imobiliário. Deste montante, pelo menos 80% devem ser no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação; e o restante pode ser em operações de financiamento imobiliário contratado a taxas de mercado. Em caso de descumprimento da exigibilidade, os recursos “desenquadrados” são compulsoriamente recolhidos ao BCB, com remuneração calculada da seguinte forma: $80\% \cdot (TR + 0,5\% \text{ ao mês})$ ³⁷.

Outra importante exigibilidade destina-se ao provimento de recursos para o crédito rural. A Lei nº 4.829, de 5 de novembro de 1965, que institucionalizou o crédito rural, já dava ao Conselho Monetário Nacional a prerrogativa de fixar um percentual dos recursos operados por um grupo de instituições financeiras que deveriam ser direcionados para essa modalidade de crédito. Atualmente, o Manual do Crédito Rural (Capítulo 6, Seção 4) determina o direcionamento de no mínimo 65%³⁸ dos depósitos de poupança rural para financiar operações de custeio, investimento ou comercialização no setor rural. Como política anticíclica, esse valor fora elevado como resposta à contração do crédito resultante da crise de 2008 e veio sendo gradualmente reduzido até atingir, em 2014, o patamar prévio de 65%. Essa exigibilidade deve ser cumprida pelo Banco da Amazônia, Banco do Brasil, Banco do Nordeste do Brasil, bancos cooperativos e demais instituições integrantes do SBPE que operem crédito rural. As operações devem seguir à normatização do MCR e o descumprimento da exigibilidade implica o recolhimento ao BCB do montante “desenquadrado”, que será devolvido à instituição de origem apenas em agosto do ano seguinte;

³⁶ Segundo o artigo 2º da referida Lei: “O sistema brasileiro de poupança e empréstimo (SBPE) é integrado pelos bancos múltiplos com carteira de crédito imobiliário, pelas caixas econômicas, pelas sociedades de crédito imobiliário e pelas associações de poupança e empréstimo”.

³⁷ Essa é a remuneração quando a meta da taxa Selic é superior a 8,5% a.a. Se ela for inferior, a fórmula de cálculo da remuneração muda para: $80\% \cdot (TR + 70\% \text{ da meta da Selic a.a.})$.

³⁸ A rigor, trata-se de 65% da média aritmética do Valor Sujeito a Recolhimento (VSR) relativo aos depósitos de poupança rural no ano-safra em questão. Para detalhes, consultar o Manual do Crédito Rural (MCR).

ou, alternativamente, o pagamento ao BCB de uma multa de 20% sobre o valor do desenquadramento identificado.

O MCR prevê também uma exigibilidade sobre os depósitos à vista. Em seu Capítulo 6, Seção 2, determina que 34% dos depósitos à vista³⁹ devem ser destinados a operações de crédito rural⁴⁰. Adicionalmente, o MCR define também algumas subexigibilidades para esse crédito rural, destinando recursos para linhas prioritárias de crédito. Do total dos recursos da exigibilidade, no mínimo 13% devem ser destinados ao Programa Nacional de Apoio ao Médio Produtor Rural (Pronamp), 10% ao Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar (Pronaf) e 20% em linhas de crédito a cooperativas. Algumas operações recebem um peso maior para o cálculo das exigibilidades⁴¹. O descumprimento dessas determinações resulta nas mesmas sanções previstas para a poupança rural, com a diferença de que a multa é de 40% sobre o valor desenquadrado. Para o cumprimento das exigências, faculta-se aos bancos repassar recursos a outras instituições financeiras por meio dos Depósitos Interfinanceiros Vinculados ao Crédito Rural (DIR) que utilizarão esses recursos para crédito rural.

A última das exigibilidades serve ao direcionamento de crédito para a população de baixa renda e microempreendedores. Instituída pela Lei nº 10.735, de 11 de setembro de 2003 e atualmente regulamentada pela Resolução nº 4.153, de 30 de outubro de 2012, ela determina que os bancos múltiplos com carteira comercial, os bancos comerciais e a Caixa Econômica Federal devem destinar ao menos 2% de seus depósitos à vista para a modalidade de crédito supracitada. Para essas operações, as taxas de juros devem ser de no máximo 2% ao mês - ou 4% ao mês no caso de operações vinculadas ao Programa Nacional de Microcrédito Produtivo Orientado (PNMPO); o valor do crédito não pode superar R\$ 2.000 no caso da população de baixa de renda; e R\$ 15.000 no

³⁹ A rigor, 34% da média aritmética do VSR do período em questão.

⁴⁰ Estão dispensados dessa obrigação os bancos sem carteira comercial, as cooperativas e sociedades de crédito e os bancos de desenvolvimento. A CEF estava isenta até 2012 e, desde então, submete-se a uma exigibilidade que aumenta gradualmente, devendo atingir o patamar dos demais bancos em 1º de julho de 2016.

⁴¹ Por exemplo, operações no âmbito do Pronaf com taxas de juros de 2,5% ao ano são multiplicadas por 1,36 para o cálculo do cumprimento das exigibilidades.

caso dos microempreendedores enquadrados no PNMPO; e o prazo da operação não pode ser inferior a 120 dias.

Concluindo, uma última observação é relevante: em geral, cabe ao Tesouro Nacional arcar com a diferença entre os custos de captação dos recursos e a remuneração oferecida pelas linhas de crédito exigidas. Para as exigibilidades relativas aos depósitos à vista, essa questão não se coloca, já que eles não são remunerados. Para aquelas relativas a depósitos de poupança, porém, se o retorno dado pelas operações exigidas for inferior ao custo de captação dos recursos, o Tesouro Nacional efetua o procedimento de “equalização dos encargos financeiros”, repassando às instituições financeiras o valor que iguala custos e retornos.

IV. Algumas experiências internacionais

Análises comparativas, ainda mais em se tratando de aspecto tão dependente da história e das especificidades institucionais como a organização do sistema financeiro, devem ser feitas sempre de forma cuidadosa. Há poucos levantamentos na literatura nacional e internacional sobre este aspecto específico do direcionamento de crédito. Os trabalhos de Cintra (2008) e Novaes (2007) são úteis na identificação dos casos mais interessantes para o propósito deste artigo, apesar de fazerem um exame bem mais amplo da presença estatal.

Ao buscar experiências de outras economias com o uso de fundos de poupança compulsória e exigibilidades sobre depósitos, deve-se ter em mente que não se pode transportar automaticamente modelos de um país ou época a outros. Mas as condições de criação, funcionamento e reformas dos mesmos ajudam a iluminar por diferentes ângulos a discussão sobre a realidade brasileira, atual e futura.

Com este cuidado e objetivos, foram selecionados para análise dois fundos de poupança compulsória (o Fiscal *Investment and Loan Program* do Japão e o National Investment Fund da Coreia) - ambos não mais funcionando do modo como foram criados. E duas experiências com exigibilidades sobre depósitos que permanecem em operação (na Índia e novamente na Coreia do Sul).

Em cada caso, na medida do possível, procurou-se inserir o aspecto em questão no conjunto das características do sistema financeiro local e, também muito importante, de sua trajetória de transformações ao longo do tempo.

i) O *Fiscal Investment and Loan Program* (FILP) no Japão

A importância do sistema de financiamento para a recuperação e reindustrialização japonesa após a Segunda Guerra Mundial é um fato bastante conhecido na literatura sobre o desenvolvimento. As reformas do início da década de 1950 - guiadas pela especialização e segmentação do crédito de curto e de longo prazo, mas cuidadosamente interligadas - foram capazes de criar uma institucionalidade funcional à captação de recursos e ao apoio aos conglomerados (*keiretsu*). Ingredientes fundamentais desta receita foram a divisão em bancos regionais (*local banks*) e municipais (*city banks*), a proximidade destes últimos com as grandes empresas, o acesso facilitado às fontes de liquidez no *Bank of Japan*, o extremamente capilarizado sistema de poupança postal e, não menos importante, a criação de uma série de instituições públicas para financiar setores e atividades consideradas prioritárias (com destaque para o *Japan Development Bank*, a *Hokkaido-Tohoku Development Finance Corporation* com enfoque regional, e o *Export-Import Bank of Japan*).⁴²

Estas e outras instituições públicas tinham como uma das principais fontes de recursos o *Fiscal Investment and Loan Program* (FILP), fundamental para o financiamento de longo prazo no país. Ao contrário do que o nome sugere, foi criado em 1953 como um instrumento de direcionamento a partir de recursos públicos, mas estes eram de natureza essencialmente para-fiscal (em que a propriedade dos valores é do contribuinte e não do Estado).

Ele funcionou e ainda funciona, como um “orçamento paralelo” do Estado japonês (Vittas e Cho, 1995; Cintra, 2007a). Seus valores representavam de 40%

⁴² Para uma análise do sistema financeiro japonês e seu papel na reconstrução, ver Torres Filho (1999) e Vittas e Cho (1995), entre outros. Cargill e Yoshino (2003) fazem detalhado exame do sistema de poupança postal e suas ligações com o FILP. Park (2011), por sua vez, analisa o fundo fiscal também com uma abordagem de ciência política.

a 50% do oficial até os anos 1980, atingiram um auge de quase 70% em 1995 (quando foram largamente utilizados para combater os efeitos da crise financeira sobre a economia real) e se situam em torno de 20% nas últimas décadas (Enatsu, 2013).

Tão importante, para os objetivos deste trabalho, quanto esta importância histórica, é sua evolução institucional, especialmente no início do século XXI: em 2001, o fundo passa por radical transformação, cujo sentido mais importante é alterar a natureza de suas captações de recursos, eliminando o seu caráter compulsório (e portanto alterando seu “enquadramento” na tipologia aqui adotada).

Durante boa parte de sua existência (até 2001), quatro foram as principais fontes de recursos para o FILP: captações no mercado por meio de títulos e empréstimos com garantias públicas (pouco importantes); aplicações (não compulsórias) do *Postal Life Insurance Fund (Kanpo)*; os superávits acumulados em “contas especiais” do governo relativas a investimentos industriais; e o *Trust Fund Bureau*, que respondeu em média por cerca de 80% do total. Este fundo, administrado pelo Ministério das Finanças, era formado pelos depósitos no sistema japonês de poupança postal e pelas contribuições oficiais para os sistemas de pensão dos funcionários públicos.⁴³

Desta maneira, a capacidade de financiamento do FILP evoluiu em paralelo com os movimentos no sistema japonês de poupança postal, talvez a característica distintiva mais importante da organização das finanças naquele país (Cargill e Yoshino, 2003). Isso explica o auge na disponibilidade de recursos durante a década de 1990, em que esta forma de poupança (junto com as outras) teve uma escalada, levando o fundo a representar mais de 10% do PIB em 1995.

Do ponto de vista da utilização dos recursos, o FILP operava durante o período de alto crescimento (anos 1950-60) por meio de uma variedade de instituições: não só os governos locais e as agências financeiras públicas (como o *Japan Development Bank* e as instituições de crédito imobiliário) tinham

⁴³ Para maiores detalhes das fontes de *funding* do FILP antes das reformas, ver Enatsu (2013, pp. 4 e 5) e Tomita (2000, seção 1).

acesso a seus fundos, como também empresas estatais nos setores aéreo, ferroviário e de telecomunicações. Nesta época, o foco setorial foi o financiamento das indústrias de base, exportadoras, grandes obras de infraestrutura, construção de residências, e o apoio a pequenas e médias empresas. Nas décadas seguintes, de queda no dinamismo, estas últimas duas categorias suplantaram as outras enquanto destino dos financiamentos, e o número (e abrangência) das agências financiadoras se reduziu.

Ao longo dos anos 1990, algumas críticas e reavaliações, internas e externas à burocracia japonesa, foram feitas ao funcionamento do FILP. Como destaca Enatsu (2013), diante do amadurecimento da economia e do desenvolvimento do mercado de capitais, tal esquema representaria três riscos: o de inchaço e ineficiência de instituições mantidas por fundos públicos; o da não avaliação do custo dos subsídios implícitos; e o de que as taxas de remuneração (da poupança postal e dos fundos de pensão) fossem pressionadas para cima para atrair poupadores, elevando os custos de captação e, assim, dificultando a missão de fornecer crédito em condições favoráveis aos investimentos prioritários.⁴⁴

Não há dúvida de que o sentido geral das reformas foi ampliar os critérios de mercado na intermediação dos recursos - ou, como diziam os debates, estabelecer uma ligação mais harmoniosa entre os fluxos de entrada e saída do fundo. É, portanto, um rumo liberalizante. O ponto a notar, no entanto, é que tal debate e alterações não ocorrem em abstrato. Pelo contrário, se relacionam intimamente com o estágio de desenvolvimento japonês, de seu mercado de capitais, e das baixíssimas taxas de remuneração da dívida pública.

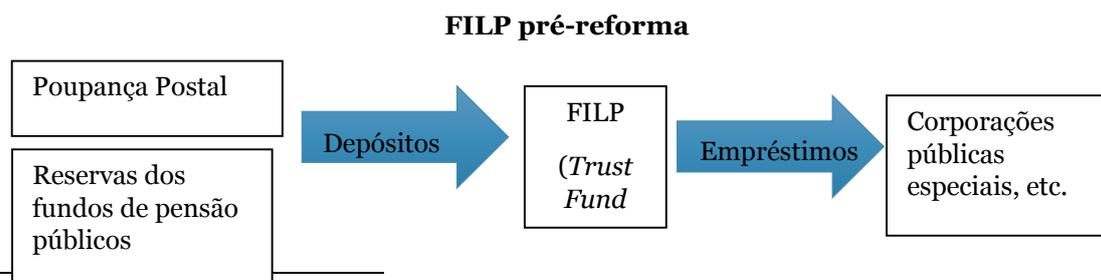
Da lista de três riscos resumida acima, o último é o exato oposto da discussão no Brasil atual: o direcionamento por meio do fundo compulsório *encarecia* o custo dos empréstimos, e isto seria uma distorção em relação às taxas de mercado. Do mesmo modo, um problema identificado antes das reformas soa curioso para observadores brasileiros: tipicamente os depósitos da poupança postal tinham uma duração de sete anos, mas os prazos dos empréstimos a partir do FILP variavam de 5 a 30 anos. Neste caso, recorrer às

⁴⁴ Tomita (2000) apresenta um quadro mais amplo dos debates entre os agentes envolvidos, inclusive citando os alertas sobre os riscos de se abolir os depósitos obrigatórios e guiar o funcionamento apenas por critérios de mercado.

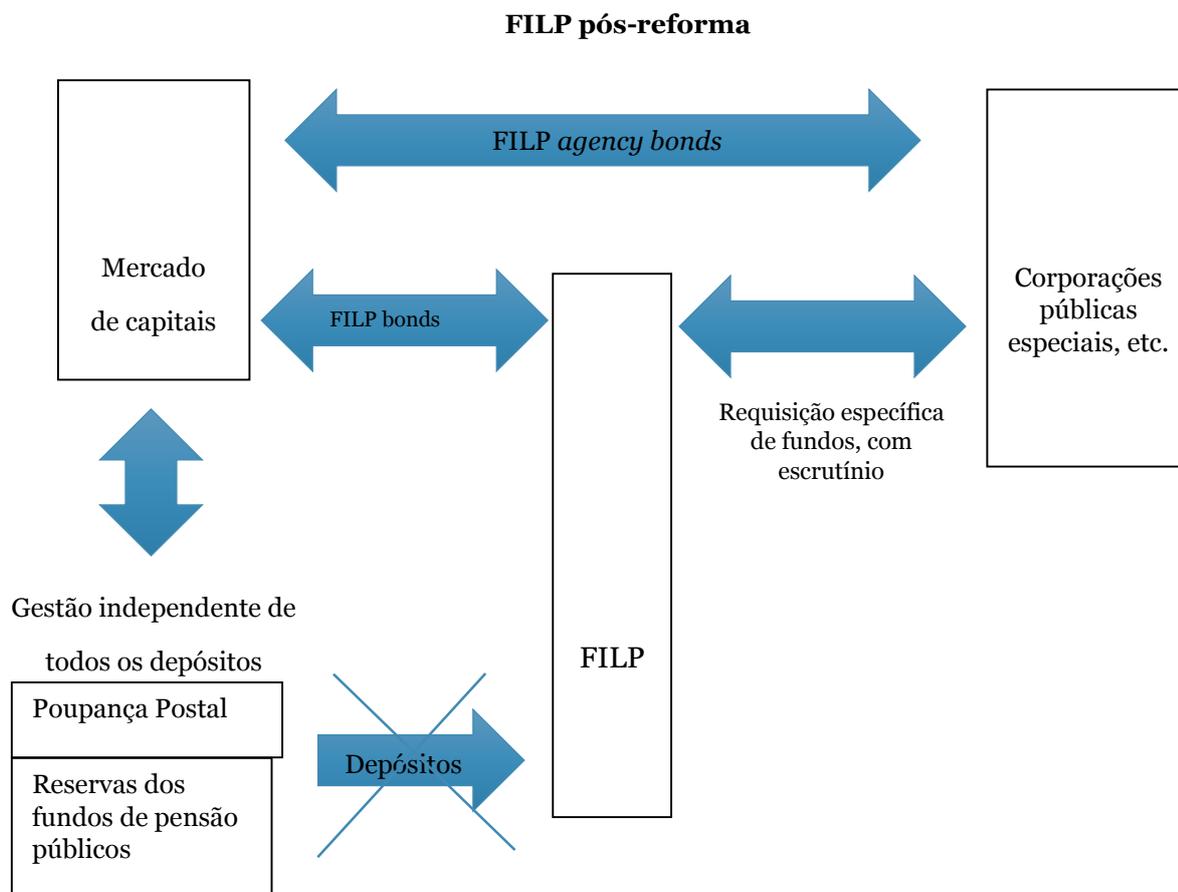
captações de mercado para financiar o *funding* do crédito direcionado *resolveria* o problema de descasamento de prazos.

Além de eliminar a obrigatoriedade dos depósitos da poupança postal e dos fundos de pensão no FILP, a reforma de 2001 definiu outras mudanças importantes. A gestão destas poupanças de longo prazo passou a ser feita de maneira independente do governo, por meio de aplicações nos mercados financeiros. A estes, o FILP passa a recorrer para se financiar, emitindo *FILP bonds* (um título público). O relacionamento com as agências financiadoras (as corporações públicas especiais⁴⁵) também muda: de empréstimos pouco transparentes passa a haver uma demanda específica sob escrutínio público. Além disso, tais agências necessariamente precisam captar no mercado por conta própria (e risco de crédito próprio também: são os *FILP agency bonds*). Análises de custo dos subsídios também passam a figurar entre os requisitos para o uso dos recursos do fundo.

Figura 3: Funcionamento estilizado do FILP, antes e depois da reforma de 2001



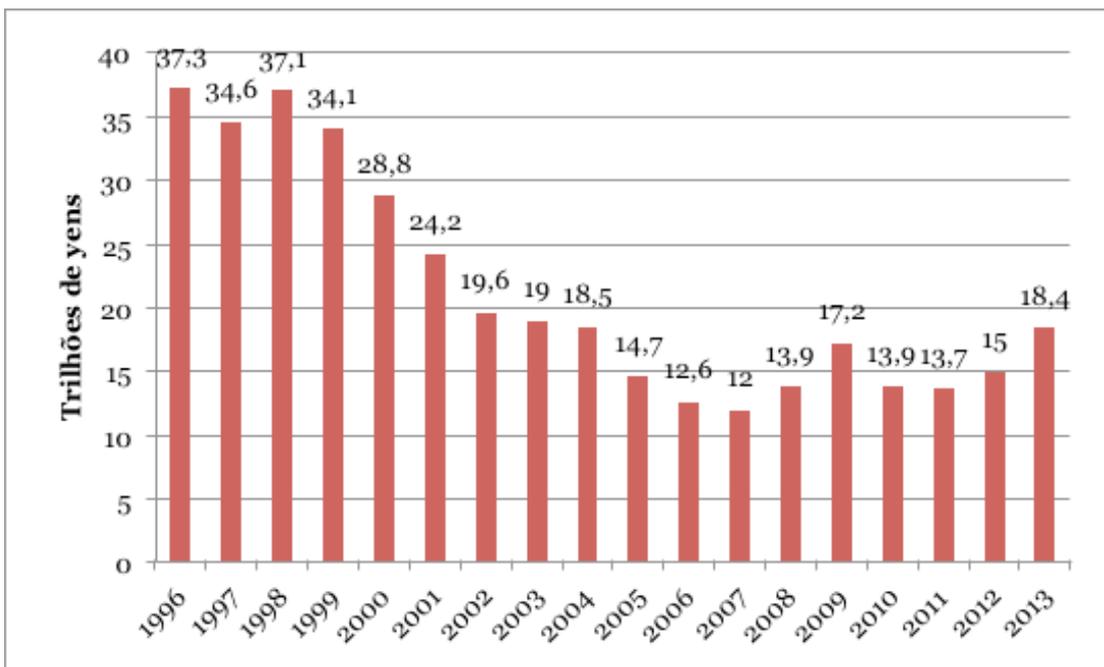
⁴⁵ Que também sofreram reestruturações, fusões e algumas privatizações (quando não fechamentos) ao longo dos anos 1990 e 2000. A bibliografia mais recente utilizada nesta seção detalha também este lado da liberalização financeira japonesa.



Fonte: Elaboração própria, adaptado de FILP (2012, p. 7)

Os efeitos da reforma no FILP e sua capacidade de mobilização de recursos são inequívocos: uma redução significativa e contínua nos fluxos aplicados e nos estoques totais. Esta queda, como mostram as Figuras 4 e 5, só foi parcial e temporariamente revertida em resposta aos efeitos da crise financeira internacional de 2008 e ao grande terremoto que atingiu o país no início de 2011.

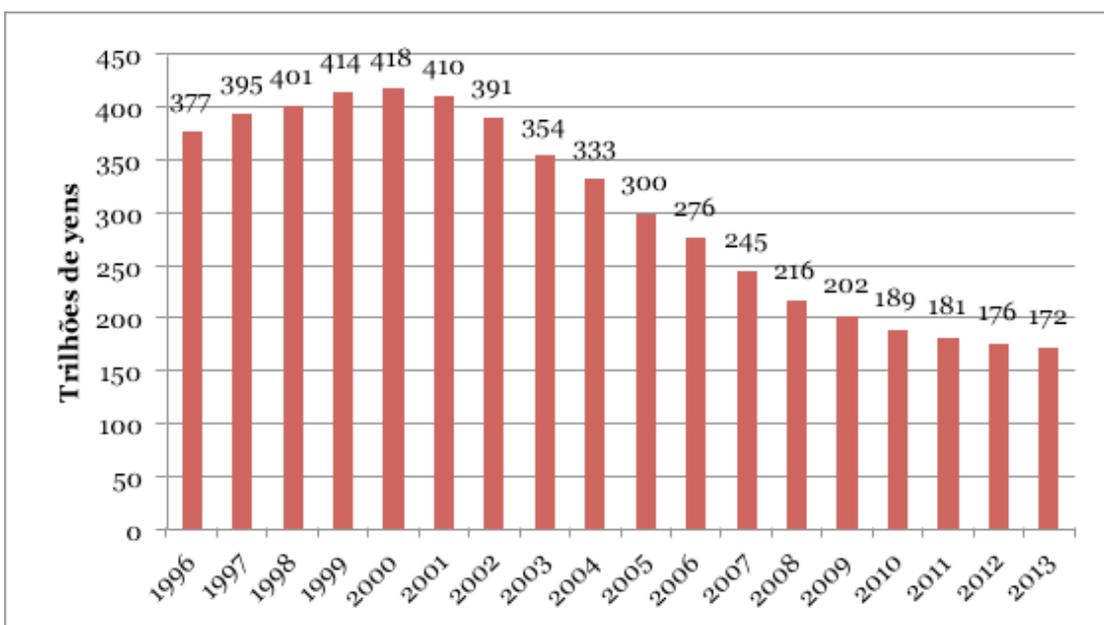
Figura 4: Fluxos nos orçamentos do FILP, em trilhões de reais



Fonte: FILP (2013). Elaboração própria.

Os dois eventos extraordinários exigiram reação expansionista da política fiscal - que, neste caso, foi atendida com a política de direcionamento de crédito, com capacidade de mobilização bem menor e os mecanismos de captação, agora, voluntários. Não deixa de ser, mesmo atenuada, uma ferramenta importante de ação anticíclica.

Figura 5: Estoques nos orçamentos do FILP, em trilhões de yens



Fonte: FILP (2013). Elaboração própria.

ii) O *National Investment Fund* na Coreia

À semelhança do Japão, a exitosa trajetória de desenvolvimento da Coreia do Sul após a Segunda Guerra Mundial também está intimamente vinculada à abrangência da intervenção governamental na mobilização de recursos para o financiamento. As políticas creditícias e, mais do que isso, a forma de organização do sistema financeiro estiveram a serviço do projeto de industrialização com viés exportador, a partir dos anos 1960.⁴⁶ Esta organização se inicia, logo no início do governo do general Park em 1961, pela estatização do sistema bancário e pela criação de um amplo conjunto de instituições públicas de crédito, com foco especializado de atuação.

A propriedade estatal dos bancos comerciais - fundamental nos estágios iniciais do salto industrializante, ao permitir a expansão do endividamento dos grandes conglomerados empresariais (*chaebols*) que iam sendo formados - não foi a única característica relevante desta institucionalidade funcional ao desenvolvimento. Uma série de outras iniciativas de controle de taxas de juros, direcionamento do crédito foram utilizadas, de forma dinâmica (conforme os objetivos iam sendo atingidos e as prioridades se alteravam, como será visto na seção seguinte) e articulada com outras frentes de política (monetária, fiscal, cambial). E há, aqui também, uma série de rodadas de liberalização financeira, desde os anos 1980, passando pela abertura dos anos 1990 (que ajuda a entender as raízes da crise financeira de 1997) e, mais ainda, as reformas no pós-crise - após a falência de parte importante do sistema bancário, o rumo da internacionalização e universalização foi aprofundado, além do aprofundamento do mercado de capitais.

O que interessa mais de perto a este trabalho, na experiência coreana, é em primeiro lugar um fundo de poupança compulsória criado em 1973: o *National Investment Fund* (NIF). Em comparação com os fundos brasileiros e também como FILP japonês, ele apresenta importantes diferenças relativas às fontes de *funding*, à destinação dos recursos e também à sua evolução.

⁴⁶ Como referências gerais sobre o desenvolvimento coreano e o papel do sistema financeiro, ver entre outros Canuto (1994); Cintra (2007); Coutinho (1999); Cho e Kin (1995)

A criação deste instrumento decorreu, já transcorrida mais de uma década de estratégia industrializante, da percepção de que o avanço da mudança estrutural demandava esforços concentrados na indústria pesada e química, alvos estratégicos do terceiro plano quinquenal (os dois primeiros haviam focado a indústria leve e setores exportadores). Pelas características destas novas prioridades, os requisitos financeiros seriam muito maiores, exigindo novas fontes de mobilização de poupanças (IDN, 2012). Tratava-se, portanto, de um fundo com destinação setorial pré-determinada, ao contrário do FAT (cujo direcionamento depende em grande parte do BNDES) e do FILP, mas de maneira similar ao FGTS.

As regras para sua constituição e “abastecimento” também são peculiares, pois misturavam aportes de recursos públicos diretamente do orçamento (caracterizando-o como um fundo fiscal); as reservas da maior parte dos fundos públicos de pensão⁴⁷ (para-fiscal); e, mais importante, de parcelas dos depósitos bancários nas instituições privadas e companhias de seguro (seria, portanto, também um fundo formado a partir de exigibilidades). Neste último caso, as regras variaram ao longo do tempo, mas giraram em torno de 10 a 30% dos acréscimos líquidos nas aplicações de poupança, e 40 a 50% dos prêmios de seguro.⁴⁸

Do ponto de vista da importância relativa, estas exigências de canalização sobre o sistema financeiro privado se constituíram como a principal fonte. De início correspondendo a pouco mais de 15% e atingindo um auge em torno de 20% do total no início dos anos 1980, os fundos públicos sofrem um declínio ao longo desta década, chegando ao fim dela com percentuais inferiores a 5%. Como apontado por Cho e Kin (1995, p. 80), a elevação das contribuições orçamentárias, previstas no ato de seu lançamento, nunca se materializaram; e desde 1982 houve uma série de relaxamentos nas obrigações de aplicação por parte dos fundos de pensão. Não fizeram falta, já que foram mais do que compensados pelos recursos provenientes das aplicações dos bancos

⁴⁷ A regra obrigava o depósito no NIF de 90% do capital, percentual que foi reduzido para 80% após 1981. As associações de militares, servidores do governo central e professores do ensino privado estavam isentas da obrigatoriedade.

⁴⁸ Ver detalhes nas tabelas 1 e 2 de IDN (2012).

comerciais (média superior a 60% do total ao longo de todo esse período, crescendo para cerca de 90% ao final) e das companhias de seguro (média um pouco abaixo de 15%).

Este esquema, que ao longo do tempo passou a contar também com os repagamentos dos empréstimos, deu ao NIF um significativo poder financeiro. O estoque total de recursos cresce de menos de 70 bilhões de *wons* em 1974 para quase 3 trilhões dez anos depois, e a partir de então se estabiliza e passa a cair. No auge do esforço de constituição da indústria de base (até 1985), as operações de crédito com recursos do fundo representaram em média 22% de todos os empréstimos bancários da Coreia, e mais de 60% daqueles destinados à aquisição doméstica de máquinas e equipamentos dos setores priorizados. Além desse fim, o apoio à indústria de bens de capital, naval, de defesa, petroquímica, siderurgia e eletrônica dominou o uso dos recursos do NIF, com participação menor de investimentos em energia (relacionados aos setores anteriores) e outros fins.⁴⁹

Os operadores dos empréstimos foram principalmente os bancos estatais especializados, com destaque para o *Korea Development Bank* e o *Export-Import Bank of Korea*, mas alguns bancos comerciais e locais também receberam empréstimos (totalizando em média menos de 2% do total). Do ponto de vista da governança, um conselho de gestão presidido pelo próprio primeiro ministro do país - e composto por todos os ministros da área econômica e afins, os dirigentes do banco central e do banco de desenvolvimento, além de especialistas do setor privado - supervisionava e definia os critérios operacionais para a utilização dos recursos. A base compulsória de *funding* permitiu a prática de prazos longos e taxas de juros em patamar sempre de 4 a 6 pontos abaixo das taxas gerais de mercado para empréstimos equivalentes destinados a outros setores, durante os anos 1970.

A evolução do fundo também é interessante para iluminar possíveis caminhos alternativos para os fundos brasileiros. Como já dito, as regras de

⁴⁹ Dada a escassez de alimentos enfrentada pelo país nos anos 1970, o financiamento à expansão da produção agrícola foi posteriormente acrescentado às destinações autorizadas para os recursos do NIF. O financiamento de exportações também absorveu parcelas próximas a 15% dos recursos.

alocação obrigatória dos fundos públicos de pensão foram sendo reduzidas desde 1982, e as contribuições diretas do orçamento nunca foram muito relevantes. Já com a política industrial tendo abandonado a prioridade para a industrialização pesada e o *drive* exportador, em 1988, foi extinto canal de ligação entre os fundos de pensão e o NIF. E a partir de 1992 todas as outras fontes de *funding* deixam de existir, passando o governo apenas a gerir o fluxo de caixa e o retorno dos empréstimos. Em 2003, o fundo foi oficialmente extinto.

No contexto de liberalização do mercado financeiro coreano dos anos 1990, que desenvolveu o mercado de capitais e facilitou o acesso a fontes externas de captação de recursos, aquele mecanismo compulsório deixava de fazer sentido. Mas a razão principal é o fato de os objetivos estratégicos (industriais e de comércio exterior) que justificaram sua criação já terem sido plenamente atingidos no início da década de 1980, com contribuição fundamental do NIF. A prioridade da política industrial coreana, desde aquele momento, passa a ser o apoio às pequenas e médias empresas - o que, como será visto na seção IV.iv), não dispensou mecanismos importantes de direcionamento de crédito na forma de exigibilidades sobre depósitos.

iii) O sistema de *Priority Sector Lending* na Índia

No final dos anos 1960, constituiu-se na Índia um grupo de estudos vinculado ao *National Credit Council* que identificou certas distorções no mercado de crédito do país. Como exemplo mais eloquente, embora a agricultura representasse cerca de 60% do PIB nacional, apenas 5,4% do crédito bancário fora destinado a esse setor no ano de 1969. Como consequência, os produtores agrícolas captavam 41,9% de seus empréstimos junto a agiotas (Shajahan, 1998). Ademais, o crédito era concedido de forma extremamente concentrada (Kohli, 2015). A partir desse diagnóstico, implementou-se no país uma política de crédito direcionado fortemente baseada na determinação dos chamados “setores prioritários”⁵⁰. Diferentemente das políticas praticadas em

⁵⁰ Adicionalmente, estimulou-se a abertura de agências bancárias em áreas anteriormente desprovidas.

outros países asiáticos no mesmo período, o intuito na Índia não era destinar recursos para a indústria pesada, mas sim para setores socialmente importantes e geralmente negligenciados pelos bancos, como agricultura - notadamente pequenos produtores -, pequenas empresas industriais e população de baixa renda - principalmente os trabalhadores por conta própria.

Destarte, a partir dos anos 1970, o sistema financeiro indiano tornou-se regulado por estritos critérios de direcionamento de crédito, sobretudo por meio de exigibilidades. Como regra mais importante, determinou-se que os bancos comerciais deveriam direcionar ao menos 40% do crédito aos setores considerados prioritários, sendo ao menos 18% para a agricultura⁵¹. Somando-se ainda o percentual que deveria ser alocado em títulos públicos, o resultado é que os bancos tinham autonomia sobre a alocação de menos de um quarto do valor de seus fundos. Outros intermediários financeiros também estavam sujeitos a essa política de direcionamento, de forma que os “créditos prioritários” representavam cerca de 50% do total de fundos mobilizados pelo conjunto do sistema financeiro indiano⁵² (Vittas e Cho, 1995).

Além das exigibilidades, a política de crédito direcionado assentou-se também sobre a regulação das taxas de juros incidentes sobre os setores considerados prioritários. Com isso, as taxas de juros dessas operações contavam com um subsídio público que variava de 3% a 5% (*op. cit.*).

Em 1991, iniciou-se um processo de liberalização do sistema financeiro indiano que colocou em xeque a política de crédito direcionado. Sob a alegação de que a política diminuía a eficiência do sistema financeiro⁵³, o intuito explicitado pelo *Committee on the Financial System*, que dava as diretrizes da reforma financeira em curso, era de gradualmente extinguir a política em tela⁵⁴. Ao fim, a despeito das pressões liberalizantes - em âmbito nacional, mas também mundial - o governo da Índia julgou que a extinção dessa política de

⁵¹ Foram determinadas, ainda, subexigibilidades relativas a pequenos produtores agrícolas, setores alimentícios e exportação.

⁵² A título de comparação, em 1969, o conjunto dos setores eleitos como prioritários recebia apenas 18,2% do crédito bancário (Shajahan, 1998).

⁵³ Kohli (1997) apresenta uma análise empírica para contestar essa ideia.

⁵⁴ Para detalhes, consultar o Relatório do *Narsimham Committe*.

setores prioritários não era viável, pois traria consequências bastante negativas sobre os setores em questão e, em decorrência, sobre o conjunto da economia e sociedade indianas.

Ainda assim, importantes alterações foram colocadas em prática para reduzir o rigor da política. Como forma de aliviar as exigências, destacam-se a ampliação do espectro de setores considerados como prioritários, a flexibilização nas formas de cumprir a legislação vigente⁵⁵ - os chamados “atalhos” - e um menor rigor na fiscalização (Shajahan, 1998). Segundo Kohli (2015), é como se o objetivo de extinção da política tivesse entrado em cena “pela porta dos fundos”.

Como consequência, os setores prioritários sofreram grande queda na oferta de crédito disponível. Já em 1992, o crédito para esses setores havia declinado para 34,7% do crédito total (Kohli, 1997). A queda foi particularmente grande para os pequenos produtores rurais o que, segundo Kohli (2015), gerou consequências negativas sobre a oferta de bens agrícolas e, conseqüentemente, sobre a inflação, o consumo dos trabalhadores e a própria produção industrial indiana.

De toda forma, o sistema de exigibilidades foi mantido e os bancos indianos continuam obrigados a manter 40% de sua carteira de crédito⁵⁶ alocada nos setores prioritários. Com a gradual ampliação do escopo da política⁵⁷, esses setores prioritários hoje incluem: agricultura; micro, pequenas e médias empresas; exportação; educação; moradias; infraestrutura social; energias renováveis; população de baixa renda; e organizações estatais de apoio a castas e tribos determinadas.

⁵⁵ Por exemplo: crédito a comerciantes de insumos agrícolas passou a ser contado como crédito agrícola para efeito do cumprimento das exigibilidades.

⁵⁶ Em realidade, tratam-se de 40% do que for maior entre o “Adjusted Net Bank Credit” ou o “Credit Equivalent Amount of Off-Balance Sheet Exposure”. Para detalhes sobre a fórmula de cálculo desses valores, consultar: <https://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/notification/PDFs/53MN7BF63B7F465A4A2F9341D423B5773C5A.PDF>

⁵⁷ A última delas tendo ocorrido em 23 de abril de 2015 para incluir os setores de energia renovável e infraestrutura social e a categoria das médias empresas.

Mantém-se a subexigibilidade de 18% relativa à agricultura, mas em abril de 2015 foi eliminada a distinção até então existente entre o crédito direto e indireto à agricultura, o que facilita imensamente o cumprimento da regra por permitir o enquadramento como crédito agrícola, por exemplo, de empréstimos para a indústria de alimento processado. Por outro lado, foi elevada a subexigibilidade para pequenos produtores, que será de 8% a partir de março de 2017.

As subexigibilidades relativas às micro empresas foram alteradas da mesma forma que aquelas relativas aos pequenos produtores rurais. Existe, ainda, uma subexigibilidade que determina que 10% do crédito total devem ir para setores considerados carentes (“weaker sections”): pequenos produtores rurais; artesãos; beneficiários de alguns programas sociais indianos; castas e tribos determinadas; grupos de autoajuda; comunidades minoritárias; pessoas com deficiências; indivíduos endividados junto a emprestadores não-institucionais; microcrédito para mulheres.

Até 2015, os bancos estrangeiros estavam sujeitos a regras bem mais flexíveis, mas vêm gradualmente tendo que se adaptar às exigências. Aqueles com mais de 20 agências na Índia já passaram a enquadrar-se nos mesmos critérios dos bancos domésticos, enquanto aqueles com menos agências terão um prazo para adequação: em 2015-16, devem respeitar uma exigibilidade de 32% do crédito nos setores prioritários e esse percentual vai crescendo de forma escalonada até atingir os 40% a partir 2019-20. No entanto, para esses bancos com menos de 20 agências há uma cláusula bastante permissiva, que autoriza o enquadramento do crédito à exportação como parte dos setores prioritários; com isso, as subexigibilidades não são aplicáveis.

A tabela 8 resume as exigibilidades e subexigibilidades vigentes em 2015⁵⁸.

Tabela 8: Exigibilidades e subexigibilidades do sistema indiano de *Priority Sector Lending*

Categorias	Bancos domésticos	Bancos estrangeiros com mais de 20 agências na Índia	Bancos estrangeiros com menos de 20 agências na Índia
------------	-------------------	--	---

⁵⁸ Segundo documento do *Reserve Bank of India* de 23 de abril de 2015.

Total dos setores prioritários	40%	Deverão atingir 40% em março de 2018	2015-16: 32% Aumento escalonado até atingir 40% em 2019-20
Agricultura	18%	18%	Não se aplica
Pequenos produtores agrícolas	7% em 2016 8% em 2017	Em princípio, deverão atingir 8% após 2018, mas a decisão relativa a isso será tomada em 2017	Não se aplica
Micro empresas	7% em 2016 7,5% em 2017	Em princípio, deverão atingir 7,5% após 2018, mas a decisão relativa a isso será tomada em 2017	Não se aplica
“Weaker sections”	10%	10% a partir de março de 2018	Não se aplica

Fonte: Elaboração própria a partir de documentos do Reserve Bank of India.

Para incentivar também o crédito para exportação, existe também uma cláusula que permite que se um banco doméstico ou estrangeiro com mais de 20 agências aumentar essa modalidade de crédito em mais de 2% de seu crédito total de um ano ao outro, esse incremento será considerado como parte dos setores prioritários.

O não enquadramento nas exigências acima implica a alocação do saldo deficiente como contribuição ao Fundo de Desenvolvimento de Infraestrutura Rural (RIDF).

Nota-se, portanto, que a despeito de certas flexibilizações e da ampliação do escopo dos setores prioritários, que atende a alterações nas necessidades e desafios da economia indiana, a política de exigibilidades mantém-se como um importante pilar para garantir uma oferta de crédito setores julgados como cruciais para o desenvolvimento do país.

iv) As exigibilidades para pequenas e médias empresas na Coreia

Como visto na seção IV.ii), a prioridade do governo coreano nas décadas de 1960 e 1970 foi a industrialização pesada, com foco na petroquímica e bens de capital. Percebeu-se, no entanto, que essa priorização de setores inerentemente ocupados por grandes empresas não deveria significar o mero abandono das pequenas e médias empresas (PME). Constituiu-se, então, a partir de 1965, um sistema de exigibilidades para garantir a oferta de crédito também

para as PMEs⁵⁹ - dentre outros motivos, por sua grande importância na geração de emprego. O sistema exigia que pelo menos 30% dos empréstimos realizados pelos bancos domésticos fossem destinados a PMEs. Estabelecia-se, ainda, que o *Industrial Bank of Korea* (IBK), banco de propriedade estatal e voltado justamente às PMEs direcionasse ao menos 90% de seus empréstimos a esse tipo de empresas. Inicialmente, os bancos estrangeiros estavam isentos dessas obrigações (Javaid, 2008).

No ano de 1976 esse sistema de exigibilidades foi efetivamente legalizado - até então, segundo Cho e Kim (1995), funcionava na base da “persuasão”, ou seja, sem um arcabouço legal configurado - e estabeleceu-se uma diferenciação entre os bancos comerciais com abrangência nacional e os bancos locais. Para esses últimos, definiu-se um aumento da exigibilidade e, dos novos empréstimos, ao menos 40% deveriam ser concedidos às empresas em questão.

Nos anos 1980, a consolidação da indústria pesada permitiu uma elevação no grau de prioridade dado às PMEs, definindo-se um percentual ainda maior dos novos empréstimos que deveriam ser concedidos às PMEs: 35% para os bancos com abrangência nacional e 55% para os bancos locais. No entanto, determinou-se que as exigibilidades passariam a incidir apenas sobre os empréstimos realizados em moeda local (won). Revelando de forma mais explícita o aumento dado na priorização das PMEs, determinou-se, em 1985, que os bancos estrangeiros também deveriam respeitar uma exigibilidade, de 25% do crédito concedido; e, em 1986, ampliou-se para 80% o percentual incidente sobre os bancos locais. Nos anos 1990, medidas sucessivas alteraram novamente os percentuais, conforme mostra a Tabela X, até que se definissem as exigibilidades atuais: 45% para os bancos com abrangência nacional, 60% para os locais, 35% para os estrangeiros e 70% para o IBK.

Tabela 9: Exigibilidades relativas às Pequenas e Médias Empresas (%)

⁵⁹ Em geral, uma firma é classificada como PME se o número de seus funcionários não excede 300. Padrões mais específicos para essa classificação devem ser encontrados no documento *Framework Act on Small and Medium-sized Enterprises*.

	1965 (a)	1976 (b)	1980 (c)	1985	abr/86	ago/86	1992	1994	1997	1999	2010
Bancos com abrangência nacional	30	30	35	35	35	35	45	45	45	45	45
Bancos locais	30	40	55	55	80	80	80	70	60	60	60
Bancos estrangeiros	-	-	-	25	25	35	35	35	35	35	35
<i>Industrial Bank of Korea</i>	90	90	90	90	90	90	90	90	80	80	70

Fonte: Bank of Korea

Nota: (a) Percentual relativo ao total dos empréstimos; (b) Percentual relativo aos novos empréstimos; (c) Percentual relativo aos novos empréstimos em won.

Uma especificidade desse sistema coreano de exigibilidades é que o descumprimento dos percentuais estipulados não implica recolhimento de recursos ao Banco Central ou a algum fundo - como ocorre no Brasil e na Índia -, mas sim uma redução por um mês, e no exato valor deficitário, dos limites de crédito agregado (*aggregate credit ceiling*) autorizados pelo *Bank of Korea* ao banco “desenquadrado”. A medida é entendida, portanto, como uma recomendação - ou estímulo - e não como uma obrigação (KIM, 2010).

Como resultado dessa política de estímulos, as PMEs contam atualmente com mais de 70% de seus empréstimos originados no próprio sistema bancário e outros 22% provenientes de outras políticas públicas. Dos empréstimos com origem no sistema financeiro, 35% provêm dos chamados bancos especializados (em especial do IBK) e 50% são de bancos comerciais (Yi, 2012). Segundo Kim (2010), o sistema de exigibilidades - associado a outras modalidades de garantia ao financiamento das PMEs também existentes no país - permite uma maior resiliência da oferta de crédito a essas empresas⁶⁰.

V. Considerações finais

Poucos aspectos da vida econômica de um país são tão influenciados pelo contexto histórico, e pela institucionalidade estabelecida, quanto o funcionamento de suas finanças. O esforço aqui realizado optou por abordar o complexo tema da participação estatal no sistema financeiro por meio de um exame de um dos aspectos - específico mas fundamental - desta

⁶⁰ Segundo o autor, no ano de 2009 houve queda no crédito às grandes empresas - como decorrência da crise financeira internacional -, mas os empréstimos às PMEs continuaram aumentando.

institucionalidade no Brasil: os mecanismos compulsórios de poupança e as exigibilidades sobre depósitos, que ajudam a constituir o *funding* do crédito direcionado.

Além de situar tais mecanismos no conjunto do sistema e de organizar as informações qualitativas e quantitativas sobre o FAT, o FGTS e os requisitos obrigatórios de destinação de depósitos (no crédito imobiliário, rural e microcrédito), o objetivo foi discutir a necessidade e adequação dos mesmos, no contexto econômico atual do país. Para tanto, partiu-se de um conjunto bem organizado de críticas e propostas de reforma, formuladas quase uma década atrás e que continuam dominando o debate público sobre o tema - que foi, inclusive, objeto de polêmica no processo eleitoral de 2014.

Procurou-se, no entanto, examinar a questão sob um ângulo distinto e tendo em vista o contexto econômico diferente daquele em que esta discussão começou. Como se argumentou na segunda seção, não são só as falhas de mercado ressaltadas pela “visão social”, as experiências históricas enfatizadas na “visão desenvolvimentista”, nem muito menos os defeitos da gestão pública apontados pela “visão política”, que explicam a utilização de tais instrumentos. De uma perspectiva keynesiana iluminada pelo circuito teórico *Finance-Funding*, e considerando as condições estruturais de funcionamento dos países em desenvolvimento, é pouco provável que a operação pura e simples das forças de mercado mobilizem recursos nos prazos e custos necessários para o investimento de longo prazo.

Mais do que isso, a defesa da transição para formas voluntárias de captação de poupanças pelo setor público e seu uso menos intervencionista no apoio a setores prioritários - por meio de garantias, seguros e equalização de taxas - parece fazer sentido de um ponto de vista abstrato. Mas no Brasil de 2015, este caminho certamente se defrontaria com dois velhos obstáculos cuja superação, infelizmente, deixou de figurar no horizonte de curto prazo: o elevado custo do financiamento do setor público (decorrente das avaliações de risco e também da forma de operação da política monetária no país) e a estreiteza do mercado de capitais.

Tais obstáculos podem parecer menos importantes se a discussão estiver pautada apenas pelas análises convencionais de eficiência na alocação dos recursos, custos dos subsídios ou outros aspectos microeconômicos. Por outro lado, se a expectativa (apoiada em pressupostos teóricos questionáveis) for a de que a eliminação do direcionamento levará à redução da taxa de juros e ao renascimento do mercado de capitais, estes problemas desapareceriam no próprio processo de transição. Por razões conceituais, e também por algumas experiências históricas, tal esperança não parece justificada, e o mais provável é que sejam desmontadas as fontes de *funding* existentes sem substituí-las por nada equivalente.

É aqui que as experiências internacionais abordadas são mais interessantes. Mesmo tomando o cuidado de não transportar realidades distintas para outros lugares e épocas, a transição ou extinção dos fundos de poupança compulsória no Japão e Coreia (respectivamente) mostram como tais mudanças dependem do contexto em que são realizadas. Não apenas os objetivos econômicos e políticos que justificaram a constituição do FILP e do NIF já haviam sido cumpridos no final do século XX (e ninguém pode negar a importância do direcionamento do crédito para o êxito destas duas economias), como também as condições financeiras - leia-se: desenvolvimento do mercado de capitais e custos de financiamento do setor público - tornavam desnecessárias ou contraproducentes as regras de alocação compulsória das poupanças. E estes dois adjetivos devem ser avaliados, repita-se, de acordo com a capacidade de mobilizar recursos para o financiamento adequado do investimento e da mudança estrutural.

No caso indiano de priorização setorial do crédito, e mesmo nas exigibilidades para o financiamento de pequenas e médias empresas na Coreia, o recado principal diz respeito ao caráter estratégico de tais instrumentos. Mesmo eventualmente desrespeitando critérios absolutos de eficiência alocativa, os mecanismos foram preservados dos amplos processos de reformas liberalizantes nas relações financeiras, e seguem sendo importantes instrumentos de política creditícia.

A análise comparativa nestes termos pode e deve ser estendida a outros casos nacionais em etapas futuras de pesquisa. Mas à luz destes poucos exemplos, explicitam-se não apenas a falta de condições objetivas para o Brasil, em 2015, prescindir dos fundos de poupança compulsória, como também a oportunidade de se preservar as exigibilidades para atender as necessidades de setores prioritários.

Além disso, a descrição dos fundos brasileiros e de sua evolução recente demonstrou que as outras razões da sua existência, segundo as opções da sociedade brasileira ainda não revogadas, vêm sendo cumpridas de forma bastante satisfatória. O FAT e o FGTS, a despeito das críticas recebidas, seguem sendo poderosos instrumentos de atuação do Estado brasileiro no financiamento de programas sociais e de necessidades de infraestrutura.

Em suma, a realidade em 2015 não parece ser nem a que animava as propostas já comentadas de eliminação do direcionamento de crédito em meados da década passada, nem a que fazia vislumbrar uma lenta e natural superação dos mesmos, poucos anos atrás. A euforia com a emissão de ações e títulos no mercado de capitais ficou para trás, assim como durou muito pouco o período de redução nas taxas básicas de juros, que poderia iniciar um processo de deslocamento da poupança voluntária para aplicações mais longas. Mesmo que estes dois processos positivos sejam retomados num futuro breve, não se deve nunca tomar a conjuntura como uma mudança estrutural, ainda mais na discussão sobre aspectos tão importantes da configuração econômica brasileira.

Assim, se a perspectiva é a das condições adequadas de financiamento para as inegáveis necessidades do Brasil em termos de investimentos de longo prazo, a conclusão não pode ser outra: será preciso conviver com os fundos de poupança compulsória e as exigibilidades por um prazo razoável à frente.

Referências Bibliográficas

- AMADEO, E. A libertação da poupança. Pinheiro & Oliveira Filho (op. cit., 2007)
- ARESTIS, P.; NISSANKE, M. & STEIN, H. Financial and development: institutional and policy alternatives to financial liberalization theory. *Eastern Economic Journal* 31 (2), 2005 pp. 245-263.
- ARIDA, P. Mecanismos compulsórios e mercado de capitais: propostas de política econômica. In: Bacha & Oliveira Filho (op. cit., 2005)
- ARONOVICH, S. & A. G. FERNANDES. A atuação do governo no mercado de crédito: experiências de IFDs em países desenvolvidos, *Revista do BNDES*, vol. 13, no. 25. Rio de Janeiro: BNDES, p.3-34, jun. 2006.
- BACHA, E. L. & L. C. OLIVEIRA Filho (Orgs.). Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria e Anbid, 2005.
- BIANCARELI, A. M. (2007) *Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira*. Tese de doutoramento, IE/Unicamp.
- CARGILL, T. F. & N. YOSHINO. Postal Savings and Fiscal Investment in Japan: The PSS and the FILP. Oxford University Press, 2003.
- CANUTO, O. Brasil e Coréia do Sul: os (des)caminhos da industrialização tardia. São Paulo: Nobel, 1994.
- CARNEIRO, R. M. O financiamento da acumulação de ativos (um esquema analítico). Texto para Discussão. IE/UNICAMP, n. 167, set. 2009.
- CARVALHO, C. E., OLIVEIRA, G. C. & TEPASSÊ, A. C. A relevância da atuação dos bancos públicos federais brasileiros diante dos impactos da crise financeira internacional. FERRARI Filho, F. & L. F. PAULA (orgs.). A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas. São Paulo: Editora Unesp, 2012.
- CAVALCANTI, M. A. F. H. & C. VONBUN. Evolução da política do recolhimento compulsório no Brasil pós-Real. Texto para discussão IPEA nº 1.826. Brasília, abril de 2013.
- CHO, Y. J. & KIM, J. Credit policies and the industrialization of Korea. World Bank, Discussion Papers n. 286, abril 1995.
- CINTRA, M. A. M. Caracterização dos fundos, delimitação conceitual, experiências internacionais e enfoques teóricos. Relatório I do Projeto de Pesquisa - O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento - Subprojeto IX. Crédito direcionado e desenvolvimento econômico no Brasil: o papel dos fundos públicos. Campinas: Cecon/IE/UNICAMP e Rio de Janeiro: BNDES, nov. 2007b.
- _____. Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Relatório II do Projeto de Pesquisa - O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento - Subprojeto IX. Crédito direcionado e desenvolvimento econômico no Brasil: o

papel dos fundos públicos. Campinas: Cecon/IE/UNICAMP e Rio de Janeiro: BNDES, nov. 2007b.

- _____. Fundos Constitucionais de Financiamento (do Nordeste, do Norte e do Centro-Oeste). Relatório III do Projeto de Pesquisa - O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento - Subprojeto IX. Crédito direcionado e desenvolvimento econômico no Brasil: o papel dos fundos públicos. Campinas: Cecon/IE/UNICAMP e Rio de Janeiro: BNDES, jan. 2008. Mimeografado.
- _____ & D. M. PRATES. Fundos de poupança compulsória como instrumento de *funding* na economia brasileira. JAYME JR, F. G. & M. CROCCO (Orgs) Bancos públicos e desenvolvimento. Brasília: IPEA, 2010.
- COUTINHO, L. G. Coréia do Sul e Brasil: paralelos, sucessos e desastres. FIORI, J.L. (org.) Estados e Moedas no desenvolvimento das nações. Petrópolis: Editora Vozes, 1999.
- DEOS, S. & A. R. MENDONÇA. Aspectos teóricos e institucionais: uma proposta de delimitação conceitual de bancos públicos. JAYME JR, F. G. & M. CROCCO (Orgs) Bancos públicos e desenvolvimento. Rio de Janeiro: IPEA, 2010.
- ENATSU, A. The Significance of Japan's Fiscal Investment and Loan Program during Japan's Period of Rapid Economic Growth and Possible Lessons for the Rest of Asia. Nomura Journal of Capital Markets, Vol.5, n. 2, Autumn 2013.
- FAT. Relatório de gestão - Exercício 2014. Brasília, Ministério do Trabalho e Emprego, 2015.
- _____. Boletim de informações financeiras do Fundo de Amparo ao Trabalhador - 6º bimestre de 2014. Brasília, Ministério do Trabalho e Emprego, 2014.
- FGTS. Relatório de gestão do exercício de 2013. Brasília, Ministério do Trabalho e Emprego, 2014.
- _____. Demonstrações contábeis do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço. Brasília, 2013.
- FILP. Outline of FILP Plan for FY2013.
- _____. Outline of FILP Plan for FY2012.
- FREITAS, M. C. P. Dinâmica concorrencial e bancos públicos: questões conceituais. JAYME JR, F. G. & M. CROCCO (Orgs) Bancos públicos e desenvolvimento. Rio de Janeiro: IPEA, 2010.
- GIAMBIAGI, F. BNDES: exercício sobre o “desembarque” gradual do FAT. In: Pinheiro & Oliveira Filho (op. cit., 2007)
- GIAMBIAGI, F. & O. BARROS (orgs.). Brasil pós-crise: agenda para a próxima década. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- HERMANN, J. Liberalização e Crises Financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990. Tese de Doutorado. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ), 2002.
- HERMANN, J. Desenvolvimento financeiro e concorrência privada: desafios para a funcionalidade macroeconômica dos bancos públicos. JAYME JR, F. G. & M. CROCCO (Orgs) Bancos públicos e desenvolvimento. Rio de Janeiro: IPEA, 2010.

- IADB. Unlocking credit: the quest for deep and stable banking lending, Economic and Social Progress in Latin America and the Caribbean, 2005 Report. Washington, D.C.: Inter-American Development Bank, 2005.
- IDN (INOVATION AND DEVELOPMENT NETWORK). The National Fund for Industry Development in South Korea. Case Studies on Innovation and Development n. 09, 2012.
- JAVOID, M. N. Financial System, Corporate Diversification and Technological Catching-up: South-Korea; an imitator to innovator. Globelics, June 2008.
- JAYME JR, F. G. & M. CROCCO (Orgs) Bancos públicos e desenvolvimento. Rio de Janeiro: IPEA, 2010.
- KEYNES, J. M. *Treatise on money*, vol.2 - The Applied Theory of Money. The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. VI. London: MacMillan, 1930.
- _____. *Alternative Theories of the Rate of Interest*. (Vol. CW). London, 1937a.
- _____. *Mr. Keynes Finance* (Vol. CW). London, 1937b.
- KIM. H. T. Financial System Architecture for Effective SME Financing. ADB Seminar, 2010.
- KOHLI, R. Directed Credit and Financial Reform. Economic and Political Weekly, Vol. 32, No. 42, pp. 2667-2676, Oct. 1997.
- KOHLI, V. Macroeconomics of directed credit reforms in India, International Review of Applied Economics, 29:4, 553-578, 2015.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANEZ, F. & A. SHLEIFER. Government ownership of banks. NBER Working paper n. 7620, 2000.
- LIMA Neto, V. C.; FURTADO, B. A. & C. KRAUSE. Estimativas do déficit habitacional brasileiro (PNAD 2007-2012). Nota técnica DIRUR-IPEA nº 5. Brasília, novembro de 2013.
- LOPREATO, F. L. C. *Dívida pública: o limiar de mudanças?* In: CALIXTRE, A. B.; BIANCARELLI, A. M. & M. A. M. CINTRA. *Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro*. Brasília: IPEA, 2014.
- _____. Caminhos da política fiscal do Brasil. São Paulo: Editora Unesp, 2013.
- MAZZUCATO, M. & C. C. R. PENNA. Beyond Market failures. The Market creating and shaping roles of state investment banks. University of Sussex, Science policy research unit, Working paper series, SWPS 2014-21, Oct. 2014.
- McKINNON, R. I. Money and Capital in Economic Development. Washington, DC: Brookings Institution, 1973.
- MENDONÇA, A. R. R. & S. DEOS. O papel dos bancos públicos e a experiência brasileira recente. FERRARI Filho, F. & L. F. PAULA (orgs.). A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas. São Paulo: Editora Unesp, 2012.
- MICCO, A.; PANIZZA, U. Bank ownership and lending behavior. Washington, D.C.: Research Department/Inter-American Development Bank (Working Paper, no. 520), November 2004.

- _____. & M. YAÑEZ. Bank Ownership and performance. Washington, D.C.: Research Department/Inter-American Development Bank (Working Paper no. 518), November 2004.
- MUSACCHIO, A. & S. G. LAZZARINI. Reinventing State Capitalism Leviathan in Business, Brazil and Beyond. Harvard University Press, 2014.
- NOVAES, A. Intermediação financeira, bancos estatais e o mercado de capitais: a experiência internacional. In: Pinheiro & Oliveira Filho (op. cit., 2007)
- PARK, G. Spending Without Taxation: FILP and the Politics of Public Finance in Japan. Stanford University Press, 2011.
- PINHEIRO, A. C.; OLIVEIRA FILHO, L. C. de. (Org.). Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, Anbid, 2007.
- PINHEIRO, M. M. S. O papel dos fundos para-fiscais no fomento: FGTS e FAT. Texto para discussão IPEA nº 485, junho 1997.
- SHAJAHAN, K. M. Priority Sector Bank Lending: Some Important Issues. Economic and Political Weekly, Vol. 33, No. 42/43, pp. 2749-2756, Oct. 1998.
- SHAW, E. Financial Deepening in Economic Development. New York: Oxford University Press, 1973.
- STIGLITZ, J. E. The role of the State in financial markets. The World Bank, 1994.
- _____. & A. WEISS. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. The American Economic Review, Vol. 71, No. 3, pp. 393-410, Jun. 1981.
- STUDART, R. Investment finance in economic development. London: Routledge, 1995.
- _____. Financiamento do desenvolvimento: duas visões alternativas. LIMA, G. T.; SICSU, J. & L. F. PAULA (orgs.). Macroeconomia moderna. São Paulo: Ed. Campus, 1999.
- TOMITA, T. Reform of Japan's Fiscal Investment and Loan Program. Capital Research Journal Vol.3 n. 1, 2000.
- TORRES FILHO, E. Japão: da industrialização tardia à globalização financeira. FIORI, J.L. (org.) Estados e Moedas no desenvolvimento das nações. Petrópolis: Editora Vozes, 1999.
- TORRES FILHO, E. A reforma do sistema FAT-BNDES: críticas à proposta Arida. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, pp. 31-42, dez. 2005.
- TORRES FILHO, E. Crédito direcionado e direcionamento do crédito: situação atual e perspectivas. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 13, n. 25, pp. 35-5-, jun. 2006.
- VITTAS, D. & Y. J. CHO. Credit policies - Lessons from East Asia. World Bank, Policy Research Working Paper n. 1458, may 1995.
- YI, J. G. Towards a better framework for supply of funds in Asian financial markets: lessons from Korea. International Conference on Asian Market Integration and Financial Innovation. February 10, 2012