

Planejamento, Crédito e Distribuição de Renda (*)

João Sayad (**)

1. INTRODUÇÃO

O chamado modelo brasileiro tem sido analisado sob vários aspectos, como grau de dependência do exterior, concentração na distribuição de renda, desnacionalização, presença constante do governo, importância do mercado financeiro etc. Este trabalho dedica a atenção à intervenção governamental via crédito, que corresponde a uma forma de atuação do governo sobre a economia que não tem recebido a atenção devida, apesar de, sem sombra de dúvida, não somente importante e ativa como forma de intervenção, mas também extremamente peculiar à economia brasileira. Como evidência basta pensar na proliferação dos bancos de desenvolvimento, na presença constante do Banco do Brasil, do BNDE, e enfim na participação maciça do governo no setor financeiro. A análise que se apresentará conclui que a atuação do governo via crédito é muito pouco eficaz, ou seja, implica em custos relativamente grandes quando comparados a outras

(*) O Autor agradece aos comentários e críticas de Fernando Homem de Mello, Celso Martone e Guilherme Leite da Silva Dias, que leram a primeira versão deste trabalho.

(**) O Autor é professor do Instituto de Pesquisas Econômicas da USP.

formas de intervenção, particularmente após o crescimento recente do mercado financeiro. Sugere-se ainda que, apesar de as discussões recentes sobre a concentração de renda terem se centrado na política salarial, a política de planejamento via crédito assume um papel muito mais importante na explicação da distribuição de riquezas, e também pode ser responsabilizada por concentração.

O trabalho está assim organizado: a seção seguinte decreverá as principais formas que o planejamento via crédito assume no Brasil. A seção 3 analisa a eficácia dos programas de crédito, isto é, em que medida conseguem atingir os objetivos a que se propõem e a 4, enfim, seus efeitos sobre a distribuição de riqueza da economia.

2. OS PROGRAMAS DE CRÉDITO NO BRASIL

Suponha-se que, por uma determinada razão, o governo deseje expandir o volume de investimentos e a taxa de crescimento no setor A. No caso do Brasil, A pode representar o setor exportador, o setor rural, uma região como o Nordeste ou as regiões agrícolas de cerrado, ou uma atividade como o turismo ou reflorestamento. Várias são as formas pelas quais poderia transmitir um incentivo ao setor privado. Em primeiro lugar, poderia subsidiar a produção do setor, através de uma receita tributária cobrada de outros setores, ou isentá-lo de um imposto que recaia sobre os demais. Se a concorrência internacional for importante para a determinação dos preços do setor, a política de tarifas pode também ser utilizada, ou elevando o preço dos produtos para os consumidores brasileiros, ou isentando o setor de tarifas para os insumos que compra. Todas estas formas de incentivo atuam via preço, isto é, o governo através de impostos, subsídios e tarifas altera os preços de venda e os de compra do setor ou da região, de modo a aumentar sua taxa de retorno e, assim, atrair investimentos adicionais. O resultado depende da capacidade do setor privado de mobilizar poupanças e transferi-las para o setor A, assim como do diferencial de rentabilidade criado pela política de preços do governo.

Um programa de crédito é diferente. Se o setor A deve ser incentivado via programa de crédito, uma ou todas as medidas seguintes são tomadas. O conselho de Desenvolvimento Econô-

mico, ou o Conselho Monetário Nacional, cria um fundo especial de recursos para ser investido no setor A, que pode ser composto de receitas tributárias (como o Proterra, por exemplo), de recursos externos (como uma parte do FUNAGRI), ou como uma parte fixa das aplicações anuais das autoridades monetárias, definida quando da elaboração do Orçamento Monetário. Este fundo passar a ser oferecido pelos bancos oficiais, ou através de repasse, pelos bancos comerciais privados, para empréstimos ao setor A, a taxas de juros sensivelmente inferiores às de mercado. Alternativamente, o fundo também pode ser utilizado para a criação de uma linha de redesconto especial à disposição dos bancos comerciais que comprem duplicatas emitidas pelo setor A (como, por exemplo, o Refinanciamento de Manufaturas Exportáveis). Em terceiro lugar, pode-se também obrigar os bancos comerciais ou outras firmas do setor financeiro a aplicarem uma parcela fixa dos recursos captados em empréstimos para o setor A (como, por exemplo, a Resolução que obriga aos bancos comerciais a aplicarem 15% de seus depósitos em empréstimos rurais).

É óbvio que a intervenção via preço e a intervenção via crédito não são exclusivas. Muito pelo contrário, na maioria das vezes são complementares. Assim, por exemplo, quando o governo reluta em desvalorizar a taxa cambial, receoso de seus efeitos sobre a taxa de inflação, geralmente atende às reivindicações do setor exportador através da concessão de linhas especiais de crédito para exportações. No caso da agricultura a complexidade é maior. Como parte da política de combate a inflação, volta e meia o governo estabelece controles de preços diretos sobre alguns produtos, e penaliza as exportações agrícolas por um tratamento fiscal discriminatório, ou mesmo por uma taxa de desvalorização pouco compensadora⁽¹⁾. Como contrapartida, oferece ao setor um volume muito maior de crédito com taxas de juros que atingem um máximo de apenas 17% nominais ao ano.

Assim, a política de crédito atua também como compensação de possíveis reações originadas pela política de planejamento via preços. E é claro também que pode ser, e é, muitas vezes utilizada como forma de garantir o sucesso de outras políticas. O CIP, por exemplo, conta com a ameaça de corte de crédito dos

(1) **HOMEM DE MELLO, Fernando e ZOCKUN, Maria Helena G. P. — Exportações Agrícolas, Balança de Pagamentos e Abastecimento do Mercado Interno, IPE, mimeo, 1976.**

bancos oficiais como um de seus principais instrumentos de pressão.

Em conclusão, a política de crédito na realidade é usada como instrumento de planejamento, às vezes complementar à política de planejamento via preço, às vezes como instrumento que tenta anular a essa política, e outras ainda como instrumento coercitivo para garantir o cumprimento das políticas de controle de preços. A situação final de cada setor ou atividade, no Brasil, acaba sendo extremamente complexa, e conhecida apenas por alguns poucos "experts" que se dediquem a acompanhar a legislação fiscal, tarifária e as resoluções do Banco Central. Para os interessados no processo de formação da política econômica, este fato sugere que o governo enfrenta conflitos graves na formulação de suas políticas e que esta combinação de instrumentos seja a única solução de compromisso que consegue⁽²⁾. Neste trabalho, entretanto, analisa-se o crédito apenas como uma forma alternativa do planejamento via preço.

A Tabela 1 apresenta as principais linhas de crédito oficiais existentes em 1975. Demonstra que o Banco do Brasil administra programas cujas taxas são sensivelmente menores que as do BNDE. No caso do BNDE, a maioria dos programas conta com uma cláusula de correção monetária, ainda que muitas vezes limitadas a 20% a.a., o que os torna mais atraentes nos anos mais recentes, quando a inflação ultrapassou estes limites.

É interessante observar que as taxas de juros fixadas em 15% a.a., ou a correção monetária limitada a 20% a.a., não tiveram, na época da sua elaboração, nenhum caráter de subsídio, se se considerar que a inflação, há três anos atrás, girava em torno de 20%, chegando aos 14% em índices oficiais. Com a elevação das taxas inflacionárias, entretanto, estas taxas permaneceram constantes, tornando-as portanto muito mais atraentes, e gerando um crescimento sensível da demanda.

Para dar uma idéia da importância dessa forma de planejamento no Brasil, apresentam-se na Tabela 2 os dados de dispêndio governamental e o montante de empréstimos rurais do Banco do Brasil e dos bancos comerciais, assim como os empréstimos

(2) V., a respeito, os atritos entre Ministro da Fazenda e Presidente do Banco do Brasil nos governos de Getúlio Vargas (1953), Juscelino Kubitschek (1959), e João Goulart (1962), em SKIDMORE, Thomas E. — *Politics in Brazil*, Londres: Oxford University Press, 1967.

TABELA 1

PRINCIPAIS PROGRAMAS DE CRÉDITO — BANCO DO BRASIL E BNDE — 1975

Banco do Brasil	Objetivos	Juros
Proterra	Indústria e Agroindústria do Nordeste e Norte	12 a 17% a.a.
Proene	Agropecuário NE	3 a 7% a.a.
Polocentro	Cerros	15% a.a.
Procal	Calcário	12% a.a.
Programa para Pastagem Sob Técnicas Modernas	Formação de Pastagens	15% a.a.
Programa de Estímulos à Pecuária Leiteira	Pecuária	até 12% a.a.
Financiamento para Venda de Trigo Nacional	Triticultura	10% a.a.
Projeto Agroindustrial Fundípra	Agroindústria Exportadora Pequenas e Médias Empresas-Agroindústria	5% a.a. + Correção Monetária
FAD	Pequenas e Médias Empresas	12% a.a. + Taxas
FUNDECE	Democratização do Capital das Pequenas e Médias Empresas	12% a.a.
FINEX	Refinanciamento de Exportações	12% a.a. + 10% a.a. de Correção Monetária
FIMEQ	Exportações de Máquinas	7% a 17% a.a.
FESP	Capital de Giro Empresas Setor Privado	1% 31% a.a.

(Continua)

Tabela 1 (continuação)

FUNGIR PRODESAR	Capital de Giro — Setor Materiais de Construções Armazenagem	10% a.a. + Correção Monetária 8% a.a. e Correção Monetária
BNDE		
Programa de Insumos Básicos	Investimentos no Setor	5% + Correção Monetária até 20%
Programa Equipamentos Básicos	Equipamentos Básicos	3% a 5% + Correção Monetária até 20%
Programa de Infra- estrutura	—	4% ou 8% + Correção Monetária até 20% a.a.
Programa de Consumo Básico	Alimentação — Saúde	4 a 8% + Correção Monetária até 20% a.a.
FMRI	Reequipamento Industrial	4 a 8% + Correção Monetária até 20% a.a.
PROGIRO POC PIB — NE FINAME — Médio Prazo	Capital de Giro Programa de Operações Conjuntas Indústrias Básicas do Nordeste Máquinas e Equipamentos Nacionais	8% a.a. + Correção Monetária Correção Monetária Limitada 6% a.a. + Correção Monetária 9% a.a. + Correção Monetária até 10% a.a.
FINAME — Longo Prazo	Produção e Equipamentos Nacionais	7% a.a. + Correção Monetária

FONTE: Índice Banco de Dados, Associação Nacional de Bancos, 1975.

dos Bancos de Desenvolvimento federais e estaduais. Está se comparando fluxos de gastos governamentais por ano, com variações dos saldos à disposição do governo para aplicações em crédito ao setor privado. Pode-se observar que se verificou um crescimento substancial dos empréstimos destes dois bancos que se pode em princípio considerar como parte do montante de empréstimos subsidiados.

A tabela não apresenta as variações de saldos de fundos especiais (exportações, comercialização de produtos agrícolas) e produtos especiais (cacau, mamona, sisal, açúcar etc.), que elevariam ainda mais estes totais.

A constatação da importância do crédito como instrumento de planejamento sugere várias perguntas. Em primeiro lugar: porque o governo prefere, ou usa tão intensamente, a política de crédito como instrumento de planejamento? A resposta é complexa. Do ponto de vista da psicologia das autoridades encarregadas do planejamento, o crédito aparentemente representa uma solução muito mais segura que o planejamento via preço. Se o governo quer incentivar os investimentos do setor A via preços, deveria aumentar a rentabilidade do setor, permitindo uma elevação real dos preços de seus produtos e lucros. Mesmo esquecendo os problemas que tal elevação poderia acarretar quanto ao controle da inflação, a medida pode parecer incerta. As autoridades planejadoras deveriam aguardar, após o aumento de preços, que o aumento da rentabilidade fosse percebido pelos investidores, e estes reinvestissem os lucros extraordinários no setor A. Existe ainda a possibilidade de que o aumento de preços seja “desfeito” pelas forças de demanda e oferta, ou comprometendo o incentivo ou causando um aumento incontrollável do montante de subsídios que o governo deveria pagar.

Quando o crédito é utilizado, o resultado pode parecer muito menos “incerto” e muito mais “rápido”. Os montantes disponíveis para crédito são criados imediatamente, e não é preciso aguardar uma mobilização de poupança do setor privado via aumento de lucro ou transferências de ativos de um setor para outro. Ao mesmo tempo, os investimentos realizados no setor a incentivar podem ser observados diretamente através das liberações de empréstimos, que, aos olhos das autoridades, parecem indicar exatamente quanto está sendo investido no setor e a que velocidade. É natural, então, que o planejamento via crédito configure para o planejador uma alternativa muito mais direta e segura que o planejamento via preços.

TABELA 2

GASTOS DO GOVERNO POR ANO E VARIÁÇÕES NOS SALDOS DE EMPRÉSTIMOS RURAIS,
EMPRÉSTIMOS DE BANCOS DE DESENVOLVIMENTO FEDERAIS E ESTADUAIS —
BRASIL 1970 — 1973 (MILHÕES DE CR\$)

Ano	Gastos do Governo		Total	Empréstimos Rurais		Empréstimos Totais		Total
	Consumo	Investimento		(Banco do Brasil e Bancos Comerciais)	Bancos de Desenvolv. Federais	Bancos de Desenvolv. Estaduais		
1970	20512	8273	28785	2676	607	250	3533	
1971	26779	10596	27375	3519	1810	492	5821	
1972	34688	13884	48542	5985	3994	1199	11176	
1973	46190	18066	64251	13606	6168	1837	21611	
				Variações de Dezembro a Dezembro				

FONTES: Gastos do Governo — Centro de Contas Nacionais, IBRE

Empréstimos — Boletim do Banco Central, maio, 1974.

Outra razão da preferência pelo planejamento via crédito está intimamente associada à forma de organização do setor governamental no Brasil. Fundos especiais de crédito são criados e controlados diretamente pelo Conselho Monetário Nacional ou pelo Conselho de Desenvolvimento Econômico, formados apenas por ministros e, portanto, restritos somente ao Poder Executivo. A administração e o controle dos programas, por outro lado, dependem unicamente de resoluções do Banco Central e da execução do Banco do Brasil, ou do BNDE, mais uma vez controlados apenas pelo Poder Executivo e, assim, muito mais flexíveis e menos sujeitos a conflitos que no caso de subsídios e impostos.

Poder-se-ia argumentar que as tarifas também restritas ao Poder Executivo apresentam a mesma vantagem. Mas no caso de tarifas, o montante de incentivos que pode ser gerado esgota-se rapidamente. A proteção a um setor implica imediatamente em desproteção ou aumento de custos para outros setores, e a possibilidade de gerar incentivos pode se esgotar rapidamente. Além disso, as restrições impostas pela balança de pagamentos limitam bastante a utilização deste instrumento.

A outra pergunta refere-se a eficácia desses programas: será que o governo consegue incentivar um setor qualquer através da criação de um fundo especial e de empréstimos a taxas de juros subsidiadas? Esta questão é analisada na seção seguinte.

3. DEFINIÇÃO DE EFICÁCIA

A idéia implícita nos programas de crédito poderia ser exposta assim: por diversas razões, o setor A apresenta taxas de retorno e uma taxa de crescimento inferiores às desejadas; o programa de crédito, ao oferecer empréstimos a taxas de juros menores que as do mercado, conseguiria resolver o problema. Se a taxa de retorno nos outros setores da economia é de 10% a.a., enquanto de apenas 6% no setor A, por exemplo, um diferencial nos juros de empréstimos de quatro pontos de porcentagem lograria incentivar a produção e os investimentos no setor. Não concordamos com tal tipo de raciocínio, e a razão é simples: se a taxa de retorno nos outros setores da economia é superior à taxa de retorno no setor A, o tomador de empréstimos subsidiados tem incentivos para aplicar seu capital nestes outros setores. Se o governo oferece taxas de juros subsidiadas para este setor, o investidor

pode aplicar os empréstimos no setor A mas transferirá a maior parte possível de seu capital, dos empréstimos comerciais não subsidiados, e mesmo, se viável, uma parcela dos empréstimos subsidiados propriamente ditos, para os setores que apresentam lucratividade maior.

Esta seção propõe um modelo onde se analisam estas possibilidades de substituição entre crédito subsidiado e outras formas de financiamento. O modelo permitirá apresentar uma medida de quantos cruzeiros dos programas de crédito são efetivamente e em termos líquidos (i. é, depois da substituição) aplicados no financiamento da produção e dos investimentos no setor A. A esta medida se denominará eficácia.

Considerar-se-á uma economia com apenas dois ativos, A e B. O ativo A representa aquele que o governo pretende incentivar, isto é, os ativos que representam investimentos no setor A. A representa a soma tanto de ativos de curto quanto de longo prazo em questão.

Aqueles ativos não incluídos em A estão, por definição, em B. A e B, portanto, são definidos de forma abrangente e cobrem todas as possibilidades de retenção de riqueza, na forma real, pela economia.

Supor-se-á, para iniciar o exercício, que as compras de A e B possam se fazer apenas através de duas formas: ou financiamento com capital próprio ou com capital de terceiros. O balanço de uma firma seria como abaixo:

ATIVO	PASSIVO
A	E
B	Lc
W	W

onde A representa os ativos produtivos do setor A, e B os demais ativos. O lado direito representa as diversas formas de financiamento: E representa capital próprio, Lc os empréstimos de terceiros e W o valor do ativo total.

Supõe-se que o tamanho, assim como a composição dos ativos de cada firma, sejam determinados pelas taxas de retorno em cada um dos ativos (r_a e r_b) e pelas taxas de juros de empréstimos (r_c). Além disso, a demanda por A e B dependerá de outras

características dos ativos como risco, liquidez, covariância entre os dois ativos considerados etc. De forma simplificada, representar-se-ão as demandas de A e B como segue:

$$A = \overset{+}{(r_a, r_b, r_c, W)}$$

$$B = B \overset{-}{(r_a, r_b, r_c, W)}$$

onde os sinais sobre as variáveis representam o sinal da derivada da demanda com respeito à variável em questão.

Para comprar A e B, as firmas contam com capital próprio e supõe-se que investirão tanto mais na firma, quanto maiores as taxas de retorno de A e B e maiores as taxas de juros dos empréstimos de terceiros, i. é, supõe-se que

$$E = E \overset{+}{(r_a, r_b, r_c, W)}$$

onde novamente os sinais mais e menos representam os sinais da derivada com respeito à variável. Não se propõe nenhuma hipótese com respeito à variação do capital próprio quando o ativo total da firma varia.

O volume de empréstimos de terceiros é determinado residualmente, isto é, admite-se que a demanda por empréstimos seja dada por

$$A + B - E = L_c \overset{d}{(r_a, r_b, r_c, W)}$$

e, portanto, será uma função decrescente com respeito a taxas de juros de empréstimos comerciais (r_c). Supõe-se também que será uma função crescente das taxas de retorno dos ativos A e B. Consequentemente, a demanda de empréstimos é simplesmente a demanda de ativos A e B, somados, menos a oferta de recursos próprios.

Os empréstimos oferecidos às firmas por terceiros (bancos comerciais) dependem de um conjunto extenso de variáveis. Os bancos comerciais não podem comprar A e B diretamente, e portanto não se incluíram r_a e r_b entre as taxas de retorno relevantes para a oferta de empréstimos. Nesta seção se admitirá simplesmente que dependem da taxa de juros oferecida, i. é, de r_c . Assim, a oferta de empréstimos comerciais será dada por

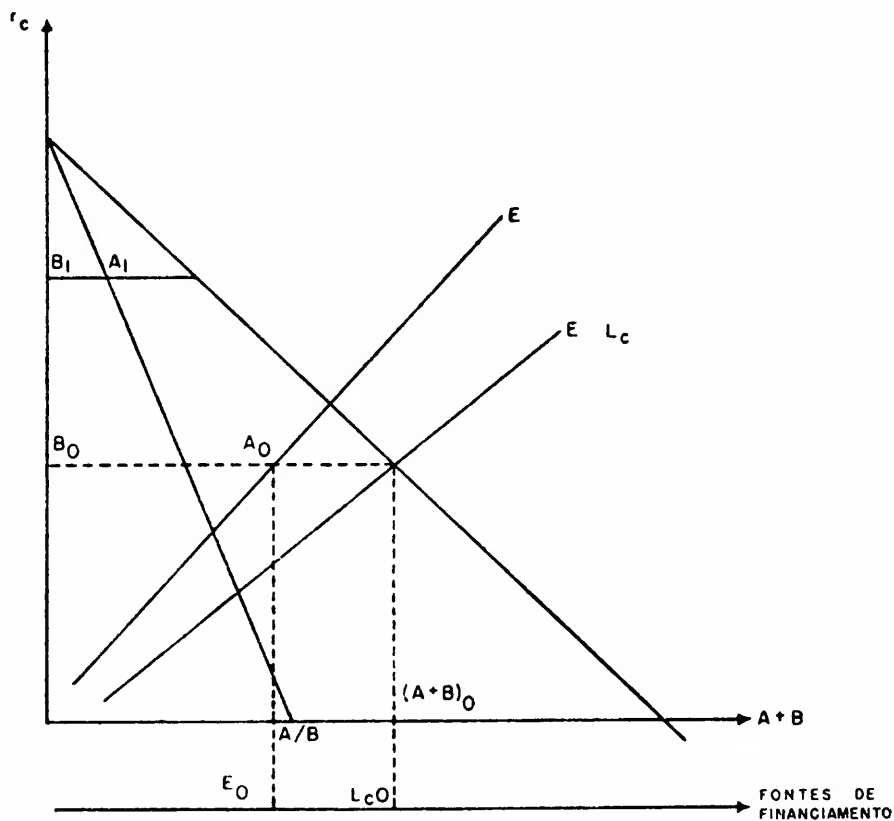
$$L_c = L_c^s(r_c, V)$$

onde V representa um conjunto de variáveis discutidas na seção seguinte.

A partir destas hipóteses pode-se apresentar graficamente como uma firma determina a composição de seu ativo e passivo. O gráfico a seguir mede no eixo horizontal a demanda agregada de uma firma pelos ativos A e B (curva $A+B$). No eixo vertical se mede a taxa de juros de empréstimos de terceiros, r_c . Conforme as hipóteses apresentadas anteriormente, supondo r_a e r_b constantes, a demanda pelos ativos $A+B$ é uma função decrescente da taxa de juros dos empréstimos.

GRÁFICO - 1

DETERMINAÇÃO DO TAMANHO DO ATIVO TOTAL E SEU FINANCIAMENTO



A curva $L_c + E$ representa a soma dos empréstimos de terceiros e o montante de recursos próprios investidos na firma

Ambas as funções são crescentes com relação à taxa de juros r , e, portanto, sua soma também é crescente. A demanda de empréstimos de terceiros é obtida pela diferença entre a demanda pelos ativos A e B, i. é, a curva $A+B$ e a oferta de recursos próprios, E. O gráfico apresenta a demanda total de ativos e a oferta de recursos próprios somada à oferta de recursos de terceiros.

Dadas as taxas de retorno r_a e r_b , a firma decide aplicar E_0 de recursos próprios e L_{c0} recursos de terceiros para comprar a quantidade total de ativos dada por $(A+B)_0$. Para maior clareza, E e L_c são medidos num novo eixo horizontal.

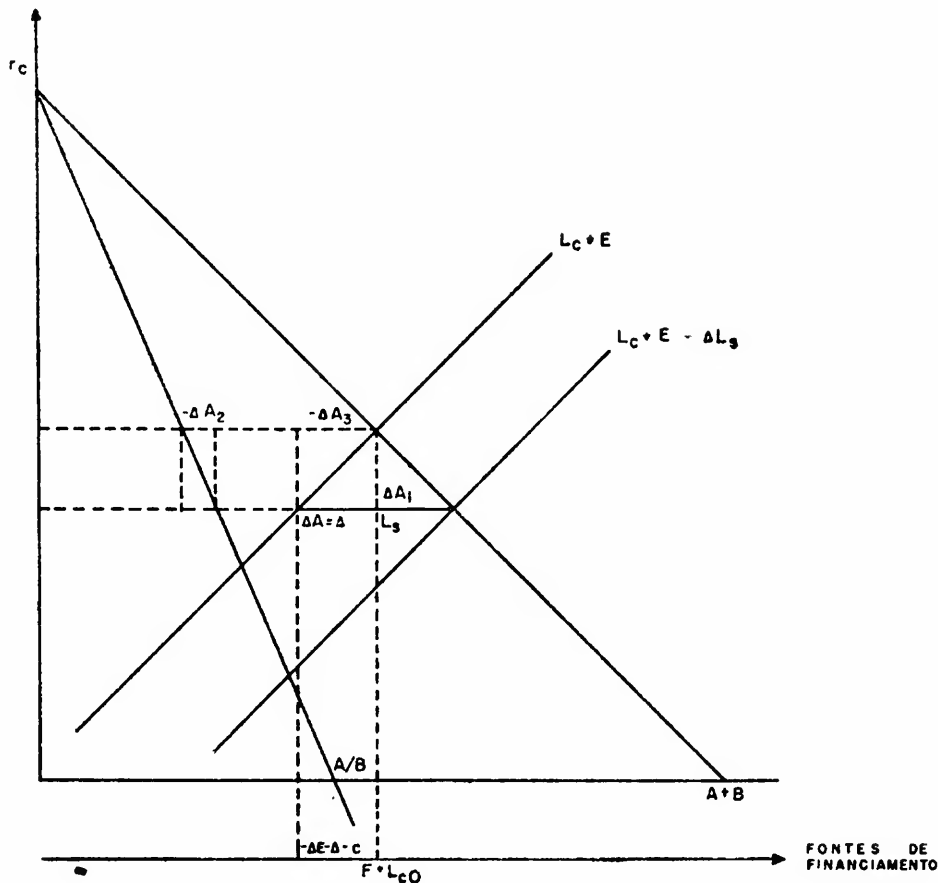
Falta agora determinar que parcelas destes recursos serão aplicadas em A e quais o serão em B. Evidentemente, esta decisão depende das taxas r_a e r_b . Supondo que estas taxas sejam constantes e dadas, construiu-se a curva A/B que mostra como as firmas alocam seu ativo total entre A e B para diferentes taxas de juros de empréstimos. A demanda por ambos os ativos é suposta igualmente sensível em relação a variações nas taxas de juros dos empréstimos comerciais, e por isto a proporção A/B não se altera quando se alteram estas últimas (em termos gráficos, a curva A/B divide as linhas perpendiculares ao eixo dos Y de forma proporcional, i. é, de tal forma que $A_0/B_0 = A_1/B_1$).

Agora pode-se analisar quais seriam os efeitos de uma política de crédito subsidiado, que tentasse incentivar a compra de A. Admita-se que o governo resolva conceder um empréstimo de ΔL_g , para a firma do exemplo, para que ela compre uma quantidade adicional de A. Para que a empresa aceite essa oferta, supor-se-á como única condição imposta pelo governo que o total do crédito concedido seja aplicado na compra de A e os juros cobrados sejam tão baixos que a empresa não relute em aceitá-los.

A nova situação está demonstrada no Gráfico 2.

Para demonstrar o efeito de uma concessão de crédito governamental, desloca-se a curva $L_c + E$ paralelamente, somando à curva original, a quantia ΔL_g , o montante de crédito oferecido pelo governo. Com a oferta do governo, a firma decide ampliar seu ativo total, deslocando-se de $(A+B)_0$ para $(A+B)_1$. O aumento do ativo total é menor que o volume de crédito concedido com a oferta do governo. A empresa decide, ao mesmo tempo, aceitá-lo e retirar uma parcela de capital próprio e uma parcela dos empréstimos de terceiros, que podem ser aplicados em ativos

GRÁFICO - 2



mais rentáveis, ou em consumo. Com uma oferta de crédito maior e taxas de retorno iguais nos ativos A e B, a empresa aplicará menos de seus próprios recursos e demandará menos empréstimos de terceiros. O montante de redução nestas fontes de financiamento é dado por $(-\Delta L_c - \Delta E)$.

O acréscimo das compras de A é mostrado no Gráfico 2 por ΔA . Como se assumiu a hipótese de que o crédito só seria concedido para a compra de A, a firma precisou comprar ΔA para obter ΔL_g . No gráfico subdividiu-se a compra de A em três partes: ΔA_1 que representa de fato um crescimento no estoque de A que a firma possuía, e ΔA_2 , que representa uma simples substituição: uma parte do estoque de A, possuído pela firma e financiado antes por recursos próprios ou recursos de terceiros que não o governo, passa a ser financiada pelo crédito governamental e é exatamente igual ao montante de L_c e E que foi re-

tirado da firma. Pode-se observar também que uma terceira parte, $-\Delta A_3$, foi vendida e os recursos aplicados na compra de B. Como não houve alteração nas taxas r_a e r_b , a firma não deseja alterar a composição de seu ativo entre A e B.

Para que a empresa possa realizá-lo, é preciso que uma parte de seus ativos A seja facilmente refinanciada. Pode-se imaginar, por exemplo, que uma parte de A representa o imobilizado e corresponde, ao mesmo tempo, ao capital próprio investido na firma. E obviamente o imobilizado não pode ser vendido e apresentado como compra de A ao banco que concede o crédito subsidiado. Mas, sem dúvida, existem componentes de A, de mais curto prazo (ativo disponível, ativo realizável a curto prazo) que poderiam estar sendo financiados por capital próprio e passam a ser refinanciados pelo recurso do programa de crédito. A parcela $(\Delta A_2 - \Delta A_3)$, portanto, que não representa compra de novas quantidades de A, mas simplesmente uma substituição, depende da composição de A, ou melhor, do grau de líquidos dos ativos que compõem A.

O novo balanço da firma, após a concessão do crédito governamental, será:

ATIVO	PASSIVO
$A_1 = A_0 + \Delta A_1$	$E_1 = E_0 - \Delta E$
$B_1 = B_0 + \Delta B$	$L_{c1} = L_{c0} - \Delta L_c$
	ΔL_g
$W_1 = W_0 + \Delta W$	$W_1 = W_0 + \Delta W$

e se pode escrever a diferença entre os dois balanços como:

$$\Delta L_g - \Delta L_c - \Delta E = \Delta A - \Delta A_2 - \Delta A_3 + \Delta B = \Delta A_1 +$$

$$\Delta B$$

pois $\Delta A - \Delta A_2 - \Delta A_3 = \Delta A_1$, e portanto

$$\Delta L_g = \Delta A_1 + \Delta B - \Delta L_c - \Delta E$$

É importante observar que a firma não burlou de forma alguma os preceitos legais que acompanhavam o empréstimo oferecido pelo governo: de fato, ela aplicou todo o crédito concedido na compra de A, pois, como pode se ver no gráfico, a distância ΔL_g entre as duas curvas é exatamente igual a ΔA . O que se

verificou foram algumas substituições: uma parcela de A, antes financiada com capital próprio, passa agora a sê-lo por empréstimos do governo. E esta parcela é gasta na compra de B.

A partir de nosso último resultado, pode-se definir uma medida da eficácia do crédito governamental aplicado nesta firma. Dividindo a ultima expressão por ΔL_g , obtém-se:

$$\frac{\Delta A_1}{\Delta L_g} = 1 - \frac{\Delta E}{\Delta L_g} - \frac{\Delta L_c}{\Delta L_g} - \frac{\Delta B}{\Delta L_g}$$

que indica quanto foi aplicado em termos líquidos na compra de A, para cada cruzeiro investido pelo governo em empréstimos para a firma. Se o objetivo do governo era alterar a composição dos ativos desta firma, a medida $\Delta A_1/\Delta L_g$ mostra quantos cruzeiros são necessários para a compra de um cruzeiro a mais de A. E a expressão obtida para eficácia demonstra que, se o governo quiser que a firma aplique um cruzeiro a mais na produção ou investimentos no setor A, precisa emprestar uma quantia superior a um cruzeiro para fazer face à substituição, mostrada pelos elementos do lado direito da expressão e com sinal negativo.

Supondo que as firmas desejam comprar A e B nas proporções respectivamente a e (1-a) de W, pode-se reescrever a medida de eficácia como

$$\frac{\Delta A_1}{\Delta L_g} = a(1 - s)$$

onde s representa agora o efeito substituição total, dado anteriormente por $-\Delta E/\Delta L_g$ e por $-\Delta L_c/\Delta L_g$

Este resultado sugere imediatamente duas conclusões importantes: em primeiro lugar, a eficácia da política de crédito depende fundamentalmente das possibilidades de substituição. A expressão s acima pode ser escrita como

$$s = \frac{N_A + B}{N_A + B - N_E - N_{Lc}}$$

onde N é a elasticidade das curvas com relação a r_c e o índice refere-se a cada uma das curvas apresentadas no gráfico. Por esta

expressão pode-se observar claramente que a substituição será tanto maior quanto maior for a elasticidade de preço da demanda de ativos A e B e quanto maior a elasticidade preço da oferta de recursos próprios e de terceiros. Assim, as firmas com maiores possibilidades de acesso ao mercado financeiro e de aplicação de seus recursos em usos alternativos devem apresentar um montante de substituição, s, maior. E a eficácia do programa de crédito nestes casos deve ser menor. Assim, a primeira conclusão a extrair deste resultado é de que a distribuição de crédito entre clientes de características diferentes é fundamental na determinação da eficácia. As diversas políticas de distribuição de crédito, então, assumem papel fundamental para determinação da eficácia de um programa de crédito global, e portanto merecem atenção especial.

Uma segunda conclusão importante refere-se ao efeito agregado do programa de crédito para o setor A. Suponha-se existirem apenas dois tipos de firma, as tomadoras de empréstimos do programa e as outras, podendo-se então analisar o efeito agregado da medida de política adotada. Se ambos os tipos de firmas investirem em A e B na mesma proporção, o montante s, de recursos liberados das firmas que tomaram empréstimos subsidiados, será aplicado direta (E) ou indiretamente (L_c) na compra de ações de outras firmas ou em ativos financeiros de outras firmas⁽³⁾. Como se admitiu que estas firmas também compram A na proporção a, resulta que o efeito total será dado por

$$\Delta A / \Delta L_g = a(1-s) + as = a$$

ou seja, neste caso o programa não conseguiu alterar as proporções de A e B comprados pelas firmas da economia.

Se, por outro lado, unicamente as firmas tomadoras de empréstimos compram A, e as outras não o fazem, o efeito líquido no agregado será igual ao efeito das firmas que tomaram empréstimo, i. é,

$$\Delta A / \Delta L_g = a(1-s)$$

(3) Está-se supondo a inexistência de substituições entre os ativos A e B e o consumo. Mas é óbvio que os recursos liberados pela firma que obteve crédito podem ser também desviados para o consumo.

Por outro lado, neste caso a demanda por ativos do tipo B aumentará muito mais, uma vez que:

$$\frac{\Delta P}{\Delta L_g} = (1 - a)(1 - s) + s = 1 - a(1 - s)$$

e

$$\frac{\frac{\Delta B}{\Delta L_g}}{\frac{\Delta A}{\Delta L_g}} = \frac{a(1 - s)}{1 - a(1 - s)} > 1, \text{ pois } a(1 - s) < 1$$

isto é, as compras de B aumentam mais que as de A.

Estes correspondem aos dois casos extremos, o mais e o menos favorável. Todas as outras hipóteses geram resultados intermediários aos apresentados, resumidos na Tabela 3.

Estas conclusões são extremamente negativas quanto às penalidades de utilizar o crédito como instrumento de planejamento. Por isso é interessante analisar em que condições pode ser alterado.

Em primeiro lugar, o programa de crédito poderia aumentar em termos líquidos e no agregado as compras de A, se os tomadores de empréstimos estivessem sujeitos, anteriormente ao programa, a um racionamento de crédito, isto é, tivessem uma demanda pelo ativo A maior do que poderiam financiar com recursos próprios e de terceiros. Assim, se o programa de crédito destinou uma parcela maior de seus recursos a tais tipos de tomadores, o resultado poderia constituir um aumento líquido nas compras de A. Como o mostrará a seção seguinte, este é um resultado improvável para programas de crédito com taxas de juros subsidiadas.

Uma segunda alternativa que pode alterar o resultado depende do desenvolvimento do mercado financeiro. É claro que as possibilidades de substituição, s , dependem do desenvolvimento do mercado financeiro. Se este for extremamente segmentado e os custos de realizar transações financeiras extremamente elevados as possibilidades de substituição serão menores e a eficácia

TABELA 3

RESUMO DOS EFEITOS AGREGADOS

Hipóteses	Acréscimo agregado das compras de A por crédito	Acréscimo agregado das compras de B por cruzeiro de crédito	Compras de A sobre compras de B.
Tomadores e não tomadores compram A na mesma proporção	a	(1-a)	$\frac{a}{1-a}$ <p>Igual a antes do programa de crédito</p>
Tomadores compram A e não tomadores não compram	a(1-s)	1-a(1-s)	$\frac{a(1-s)}{1-a(1-s)} < 1$ <p>menor que antes do programa de crédito</p>

cia dos programas de crédito maior. No caso brasileiro, é fácil concluir que o desenvolvimento recente do setor financeiro deve ter comprometido bastante a eficácia dos programas de crédito, já que os custos de transação devem ter diminuído.

4. DISTRIBUIÇÃO DO CRÉDITO E DISTRIBUIÇÃO DE RIQUEZA

A seção anterior mostrou que a eficácia dos programas de crédito é extremamente dependente da distribuição de crédito entre clientes com características diferentes. Concluiu-se que, em termos agregados, os programas de crédito conseguiriam alterar a composição dos ativos A e B na economia somente se os tomadores apresentassem antes uma demanda de recursos para comprar ativos desatendida às taxas de mercado, e se o programa conseguisse atingir basicamente a eles.

Nesta seção se argumenta no sentido de ser esta uma possibilidade pouco provável, quando os programas de crédito têm taxas de juros subsidiadas.

Como os economistas e os banqueiros sabem, a taxa de juros é apenas um dos componentes de um contrato de crédito. Um contrato de crédito é caracterizado também pelo risco da atividade em que o crédito vai ser aplicado, pelo risco associado à firma tomadora do empréstimo, e pelas garantias oferecidas ao credor. Todas estas variáveis, conjuntamente, representam as características de um contrato de empréstimos. E guardam, até certo ponto, uma relação de substituição entre si. Assim, uma grande firma, ou um tomador com um patrimônio líquido maior, pagariam no mercado uma taxa de juros menor que uma pequena firma, ou um tomador com um patrimônio líquido menor. Uma firma com índice de liquidez superior ao de outra receberia oferta de empréstimos a taxas de juros menores que outras com índices de liquidez menor. Assim, por exemplo, os empréstimos para compra de geladeiras e televisões com alienação fiduciária têm uma taxa de juros maior que os empréstimos para compra de automóveis com alienação fiduciária, por que o bem oferecido em garantia no último caso se desvaloriza menos após o uso que no caso de geladeiras e televisões, e aqui portanto a garantia real oferecida é maior. Os empréstimos pessoais têm taxas de juros

maiores que os comerciais; as grandes firmas pagam taxas inferiores às pequenas, e assim por diante.

O que estes exemplos tentam mostrar é que, se a taxa de juros é mantida a um nível muito baixo, os agentes financeiros estarão dispostos a emprestar somente a tomadores que ofereçam garantias reais muito elevadas, ou representem um risco muito pequeno e/ou tenham um índice de liquidez muito elevado. Do ponto de vista dos planejamentos via crédito, se este resultado for verdadeiro, pode-se extrair duas conclusões negativas em termos de eficácia dos programas de crédito.

Em primeiro lugar, como a maioria dos programas de crédito no Brasil têm taxas de juros muito baixas, isso significa que os agentes financeiros encarregados de distribuir os fundos especiais alocarão uma parcela maior do crédito às firmas que apresentem um risco menor, ofereçam um montante de garantia real maior e tenham um índice de liquidez maior. Estas, por outro lado, devido a seu tamanho, devem ter custos menores para realizar transações financeiras (por que os custos de transação são relativamente fixos, as grandes transações custando menos por cruzeiro de juros recebido) e, em consequência, devem apresentar uma elasticidade preço de demanda de empréstimos maior, ou seja, um s maior. Além disso, por terem um índice de liquidez maior, as possibilidades de refinanciamento de parcelas de A são maiores, e a eficácia do programa de crédito menor.

O leitor mais inocente poderia argumentar que, na medida em que os programas de crédito são administrados por bancos oficiais, estas considerações sobre risco e taxas de juros não se aplicam. Bancos oficiais e Bancos de Desenvolvimento atendem a objetivos "sociais" e devem admitir como resultado normal um volume de inadimplência maior. Este argumento esquece a complexidade da organização de uma atividade como a bancária e as dificuldades de controle de uma organização qualquer quando risco está envolvido. Suponha-se, por exemplo, que o Banco do Brasil expedisse uma ordem para que seus gerentes passassem a distribuir crédito com uma taxa de inadimplência maior. Os gerentes teriam todos os incentivos para avisar a alguns tomadores de que não precisariam pagar o empréstimo em sua totalidade, ou no prazo correto, pois sua agência não tem ainda um volume suficiente de devedores faltosos. As possibilidades de ganho pessoal nesse caso são fáceis de imaginar, e o controle da legitimidade das operações impossível.

Um banco oficial pode não tentar obter o maior lucro possível na administração de um programa de crédito qualquer. Mas, sem dúvida, como qualquer organização bancária é obrigado a minimizar o volume de inadimplência. Na organização bancária, assim como na de qualquer atividade onde o risco assuma um papel fundamental, os problemas de transmissão de incentivos são complexos e insolúveis.⁽⁴⁾

Se a taxa de juros fosse mais elevada, os problemas de distribuição de crédito entre tomadores com características diferentes seriam atenuados. Os grandes tomadores seriam indiferentes entre estes programas de crédito e o crédito tradicional oferecido fora do programa. Nesse caso, os bancos oficiais administradores do programa de crédito contariam com um conjunto de clientes diferente, com uma composição mais carregada de clientes mais arriscados e racionados nas linhas de crédito tradicionais. Nesse caso, a eficácia do programa poderia ser aumentada.

É importante salientar que não se está afirmando que a elevação da taxa de juros conseguiria compensar os bancos e incentivá-los a assumir um risco maior, qualquer que fosse. Esta é uma questão muito mais complexa e já discutida em outro lugar⁽⁵⁾. Sem dúvida, porém, se o planejamento via crédito deve ser utilizado, uma taxa de juros mais elevada conseguiria pelo menos distribuir uma parcela maior do crédito para clientes menores, não atendidos pelas linhas tradicionais, com possibilidades de substituição menores, e aumentando portanto a eficácia do programa de crédito oficial.

O BNH e o sistema financeiro de habitação oferecem um bom exemplo. Com taxas de juros positivas e relativamente elevadas, passou a atender a uma faixa do mercado anteriormente racionada pelo sistema financeiro. Surgiram problemas de capacidade de pagamento dos tomadores, e discutiu-se a equidade da cobrança de taxas de juros elevadas, principalmente quando outras eram pesadamente subsidiadas. Mas, do ponto de vista da eficácia, não há dúvida que o programa de crédito do SFH salienta-se entre os demais como um caso de sucesso. Por outro

(4) V., a respeito, AKERLOF, G. — "The Market for Lemmans, Qualitative Uncertainty and The Market Mechanism», *Quartely Journal of Economics*, LXXXIV(3) ago, 1970; pp. 488-500 e referências bibliográficas.

(5) V., a respeito, JAFFEE, E. M. e MODIGLIANI, J. F. — «A Theory and Test of Credit Rationing», *American Economic Review*, 59, dez., 1969, pp. 850-892.

lado, o fato de o SFH trabalhar com taxas de juros positivas e correção monetária pós-fixada acentua a inequidade dos outros programas de crédito subsidiados. Mas as reclamações relativas ao "boom" imobiliário deixam bem clara a eficácia do programa.

A segunda consequência dos programas de crédito com taxas de juros subsidiadas refere-se à distribuição de riqueza. Se a taxa de juros é limitada, uma parcela maior do crédito subsidiado é distribuída em função da distribuição de riqueza prevalecente na economia. Assim, no caso do crédito rural, por exemplo, distribuir-se-á uma parcela maior do crédito subsidiado em função das áreas de terra possuídas pelos tomadores. Isso significa que os grandes proprietários terão uma maior parcela de crédito, e portanto um montante absoluto do crédito maior. O programa de crédito, destarte, acentuará a desigualdade existente na distribuição de riqueza (no caso do exemplo, terra), distribuindo mais subsídios para aqueles que já detêm um maior volume de riqueza.

A tabela a seguir mostra a distribuição de crédito entre propriedades agrícolas de tamanhos diferentes e mostram o efeito concentrador que se sugeriu. Enquanto as propriedades rurais de mais de 200 ha representavam aproximadamente 60% da área cultivável, segundo o CENSO agrícola de 1970, recebiam 70% do crédito rural. Assim, a desigual distribuição de propriedade soma-se a atuação do governo, através de uma distribuição de subsídios ainda mais desigual.

Uma questão diferente é a que se refere ao montante total de renda, redistribuído através dos programas de crédito, e a origem dos recursos necessários a seu financiamento. A Tabela 5, a seguir, apresenta os saldos dos empréstimos rurais do Banco do Brasil, dos bancos comerciais e os saldos de empréstimos dos bancos de desenvolvimento. Calculou-se a taxa de juros real sobre estes saldos e se obteve o montante de renda real redistribuído através dos programas de crédito. A última coluna indica os gastos de consumo e de investimentos do governo federal. No ano de 1975 os montantes de subsídios implícitos no programa de crédito, distribuídos ao setor privado de uma forma ainda mais desigual que a distribuição de riqueza, correspondiam a pelo menos 12% dos gastos totais do governo. Em outras palavras, o governo precisa de recursos estimados em 12% de sua receita tributária atual para financiar os programas de crédito. Estes podem ser financiados por um aumento da receita tributária, por expansão da base monetária, ou pagando juros aos tomadores de títulos

TABELA 4

DISTRIBUIÇÃO DE CRÉDITO RURAL ENTRE PROPRIEDADES DE TAMANHOS DIFERENTES

REGIÃO SUL DO BRASIL: 1969-1970 AMOSTRA: 1.264 FAZENDAS

Tamanho da Propriedade Agrícola (Hectares)	Número de Fazendas	% Área Total (Censo Agrícola — 1970)	Porcentagem da Classe Sobre o Valor Total do Crédito Concedido (*) (%)
0 — 19.9	273	7.7	1.4
20.0 — 29.9	194		1.6
30.0 — 49.9	166	10.5	2.4
50.0 — 99.9	196	10.3	8.6
100.0 — 199.9	158	12.1	16.4
200.0 +	277	59.4	69.6
TOTAL Z	1.264	100.0	100.0

(*) Inclui fontes institucionais e não institucionais de crédito.

FONTES: MEYER, R.L. et al. — "Rural Capital Markets and Small Farmers in Brazil 1960/1972" Ohio State University: janeiro, p. 34.

CENSO Agrícola, 1970, FIBGE.

TABELA 5

CUSTO TOTAL DOS PROGRAMAS DE EMPRÉSTIMOS — BRASIL 1970-1975

Ano	Saldo de Em- préstimos ⁽¹⁾	Taxa ⁽⁴⁾ de Inflação	Taxa de Juros Real ⁽⁵⁾	Custo ⁽⁶⁾ Total	Gastos do Governo
1970	15041	19.8	-4.2	631	28785
1971	20872	20.4	-4.7	980	37375
1972	32038	17.0	-1.7	544	48542
1973	53649	15.1	0	—	64251
1974	55790 ⁽²⁾	28.9	-12.1	6750	82819 ⁽⁷⁾
1975	97219 ⁽³⁾	30.1	-13.1	12735	107748 ⁽⁷⁾

(1) Soma dos Empréstimos Rurais do Banco do Brasil e dos bancos comerciais e do total dos Empréstimos dos Bancos de Desenvolvimento.

(2) Exclui bancos de desenvolvimento federais.

(3) Exclui todos os bancos de desenvolvimento.

(4) Índice Geral dos Preços — coluna 2 de **Conjuntura Econômica**.

(5) Calculado supondo juros de 15% a.a. nos empréstimos subsidiados.

(7) Estimado como o valor de 1973 corrigido pela inflação do ano.

FONTES: Boletim do Banco Central

Centro de Contas Nacionais — IBRE

Conjuntura Econômica.

públicos (que usam para isso uma parcela substancial dos créditos subsidiados fornecidos pelo próprio governo). Apesar de as evidências serem ainda esparsas, uma conclusão aparentemente é de que a receita tributária tem uma incidência regressiva, assim como o imposto inflacionário associado à expansão da base. Quanto aos compradores de títulos públicos, é natural supor que se situem em alguns segmentos isolados da população, situados nos estratos superiores da distribuição de renda. Se estas suposições forem corretas, o efeito concentrador de renda dos programas de créditos é ainda superior ao que se admitiu.

Estes resultados sugerem que os estudos de distribuição de renda no Brasil deveriam, além de se preocupar com a política salarial, não coercitiva e cujos efeitos sobre a distribuição de renda são duvidosos⁽⁶⁾, concentrar-se na organização do governo e no processo de intervenção na economia. A evidência apresentada, por exemplo, sugere que processo de redistribuição de renda e riqueza bastante drásticos podem passar despercebidos pelos principais analistas.

(6) MACEDO, Roberto B. M. — «Uma Revisão Crítica da Política Salarial pós-64 e o Aumento da Concentração de Renda na Década de 60», *Estudos Econômicos*, 6 (1), 1976.