

O que esperar do pacote de crédito do Governo

Eduardo Zilberman e Carlos Viana de Carvalho*

No fim de janeiro (28/1), o governo anunciou um pacote de medidas para estimular a expansão do crédito. Boa parte das medidas visa reativar o investimento ou o consumo por exemplo, o uso do FGTS como garantia ao crédito consignado. Nas palavras do ministro da Fazenda, "temos que recuperar a economia rapidamente e o desafio imediato é normalizar o estoque de crédito no país". Infelizmente, não há razões para acreditar que este pacote seja suficiente para recuperar a economia brasileira.

O Brasil é uma economia relativamente fechada. Sem uma contrapartida no aumento da poupança externa, uma expansão do volume de crédito tem que ser financiada por um aumento de poupança equivalente por parte dos poupadores domésticos. Em outras palavras, para que os tomadores de crédito possam consumir e investir mais, os emprestadores têm que consumir e investir menos.

Alguns exercícios quantitativos, como no nosso artigo "Macroeconomic Effects of Credit Deepening in Latin America" (co-autorado com Laura Souza e Nilda Pasca), sugerem que o efeito líquido dessas forças opostas é um estímulo ínfimo na demanda agregada. Vale ressaltar que nossa análise se concentra no período 2004-2012 e, portanto, considera uma expansão de crédito bem maior do que a estimada no pacote anunciado na semana passada.

O pacote cheira a reedição da nova matriz, com os mesmos vícios: bancos públicos, juro subsidiado, voluntarismo.

O fato de boa parte dos recursos do pacote ser intermediado por bancos públicos, incluindo o BNDES, não invalida o argumento acima. Em última instância, estes recursos são extraídos do mercado doméstico, via impostos, emissão de títulos federais ou instrumentos financeiros privados.

Isto significa que toda expansão de crédito está fadada a ter efeitos mínimos sobre a macroeconomia? Não necessariamente. Há outras forças, não contempladas em nosso artigo, que podem potencializar os efeitos macroeconômicos do crédito.

Primeiro, se a expansão do crédito viesse acompanhada de uma maior abertura econômica, esta não precisaria ser compensada por maior poupança por parte dos emprestadores domésticos. Entretanto, não há razões específicas para se esperar que as medidas do pacote atraiam poupança externa.

Segundo, uma expansão de crédito pode ter efeitos positivos sobre o nível de produtividade da economia. Considere um exemplo, entre outros possíveis. Firms restritas ao crédito podem estar operando em uma escala de produção menor do que a desejável. Neste caso, haveria uma má alocação dos fatores de produção da economia. Permitir o acesso ao crédito por parte dessas firmas e, portanto, uma realocação desses fatores, aumentaria a produtividade da economia.

Em princípio, algumas medidas do pacote teriam potencial para aumentar a produtividade da economia brasileira. Segundo a argumentação acima, se os recursos intermediados pelo BNDES fossem direcionados para empresas que operam numa escala de produção abaixo da desejável, seria possível melhorar a alocação dos fatores de produção na economia. Entretanto, nada garante que o BNDES consiga distinguir as empresas muito produtivas, porém restritas ao crédito, daquelas pouco produtivas. Se isto fosse uma tarefa simples, o mercado privado ofertaria linhas de crédito análogas para as empresas produtivas. É de se esperar, portanto, que parte dos recursos intermediados pelo BNDES acabe sendo alocado em empresas com baixa produtividade.

Além disso, diante do risco de inadimplência, há um incentivo perverso para a renovação de linhas de crédito para empresas em dificuldades financeiras. A relutância em reconhecer perdas no balanço pode fazer com que bancos prefiram rolar dívidas de empresas que não performaram, concedendo-lhes novos empréstimos. Isto garante uma sobrevivência para estas "empresas zumbis", resultando em perda de produtividade da economia. Tal fenômeno foi documentado no Japão em artigo influente de Caballero, Hoshi e Kashyap. Conforme enfatizado por Vinícius

Carrasco em matéria do Valor de 29/01, o refinanciamento de empréstimos do Programa de Sustentação do Investimento (PSI) embute esse risco adicional.

A alocação de R\$ 22 bilhões do Fundo de Investimento do FGTS (FIFGTS) para infraestrutura também poderia, em tese, ter efeitos positivos. Novos recursos direcionados para infraestrutura, se bem empregados, gerariam ganhos de produtividade em outros setores da economia. Entretanto, uma simples inspeção do Informe Trimestral do FIFGTS do último trimestre de 2015 revela que aproximadamente 80% dos recursos do fundo já estavam alocados no setor de infraestrutura. Destes, boa parte estava investida em ativos de empresas que figuram recorrentemente no noticiário policial por conta da Operação Lava-Jato. Note que aqui há os mesmos incentivos perversos para que o Fundo aloque recursos para "empresas zumbis" em gestação.

Por último, os argumentos expostos acima não levam em conta a enorme crise de confiança que assola o país, fruto, em grande medida, dos erros de política associados à "nova matriz econômica". O pacote anunciado na semana passada cheira a uma reedição da nova matriz, com os vícios de sempre: juros subsidiados, bancos públicos, voluntarismo. Não surpreenderá se o pacote aprofundar ainda mais a crise de confiança e contribuir para um agravamento da recessão ora em curso.

***Eduardo Zilberman e Carlos Viana de Carvalho são professores do quadro principal do Departamento de Economia da PUC-Rio.**