

Nota informativa



Agenda de reformas microeconômicas para o crescimento sustentado

Quarta-feira, 29 de junho de 2022

RESUMO

- A redução da má alocação de recursos é estratégia central de política econômica do governo para o aumento da produtividade;
- A queda da produtividade na economia brasileira nos últimos anos (redução de 13,9% entre 2010 e 2017) tem como causa fundamental o aumento da má alocação de recursos;
- Reformas pró-mercado têm sido o caminho da atual política econômica para consolidação da retomada do crescimento econômico brasileiro em bases sustentáveis, com a ampliação da participação do setor privado e aumento da produtividade, resultando em melhores condições de vida da sociedade;
- A agenda econômica em curso contempla um conjunto de políticas pelo lado da oferta que tendem a aumentar o produto potencial da economia. O principal motor do crescimento econômico é o investimento, pois ele amplia a capacidade produtiva do país, aumentando, portanto, o consumo e a renda futuros;
- Na agenda de reformas pró-mercado, importantes avanços já foram implementados e outros ainda estão em andamento, tais como, a Nova Lei do Agro, Lei do Fiagro, Decreto da CPR Verde, Aprimoramento das Garantias Agrícolas, Novo Marco de Garantias, Sistema Eletrônico de Registros Públicos, Novo Marco de Securitização e outras reformas microeconômicas que serão detalhadas ao longo desta nota;
- É fundamental continuar avançando nessa agenda de reformas microeconômicas, pois ela traz benefícios de longo prazo para os brasileiros e estabelece condições para o crescimento econômico sustentável. Maior crescimento do PIB, aumento da produtividade, aumento do investimento privado, aumento do emprego e de renda dos brasileiros, taxa de juros estrutural mais baixa e inflação mais baixa são alguns dos benefícios provenientes do binômio de reformas pró-mercado e aprofundamento no processo de consolidação fiscal.

1. Introdução

A economia brasileira tem enfrentado, nas últimas décadas, dois graves problemas estruturais: a fragilidade fiscal e a má alocação de recursos. A grande maioria das medidas da atual política econômica do governo já implementadas ou em andamento visam vencer esses dois grandes desafios, na compreensão de que, sem isso, não será possível a retomada do crescimento econômico sustentável com distribuição de renda. A fragilidade fiscal e as medidas associadas à consolidação



fiscal foram tratadas em notas anteriores publicadas pela SPE, a exemplo da Nota Informativa “*Trajétórias com e sem Reformas: continuidade e aprofundamento da consolidação fiscal*”¹, divulgada em fevereiro/2022, e não serão discutidas nesta nota.

Já as reformas pró-mercado têm sido implementadas desde 2019, buscando a melhoria do ambiente de negócios no país e ampliação da liberdade econômica. Conforme indica a literatura econômica, essas reformas são fundamentais para a consolidação da retomada do crescimento econômico, aumentando a segurança jurídica e a eficiência econômica, o que resulta na ampliação do investimento, sobretudo o privado. São políticas pelo lado da oferta que aumentam o produto potencial da economia e induzem o investimento, que é o principal motor do crescimento econômico, ao ampliar a capacidade produtiva do país e, portanto, o consumo e a renda futuros.

Esta nota tem por objetivo apresentar o esforço implementado por meio de políticas públicas voltadas à redução da má alocação de recursos e ampliação da produtividade da economia brasileira, e com isso ampliar o crescimento de longo prazo e bem-estar para a sociedade. Serão detalhadas as reformas microeconômicas em curso que atualizam marcos regulatórios, ampliam a liberdade econômica e estimulam a participação do setor privado nas decisões de alocação de recursos de forma mais eficiente, em especial nos investimentos produtivos. Por fim, são apresentados alguns resultados dessas ações na economia brasileira, com indicadores financeiros e econômicos do mercado de capitais e de investimentos.

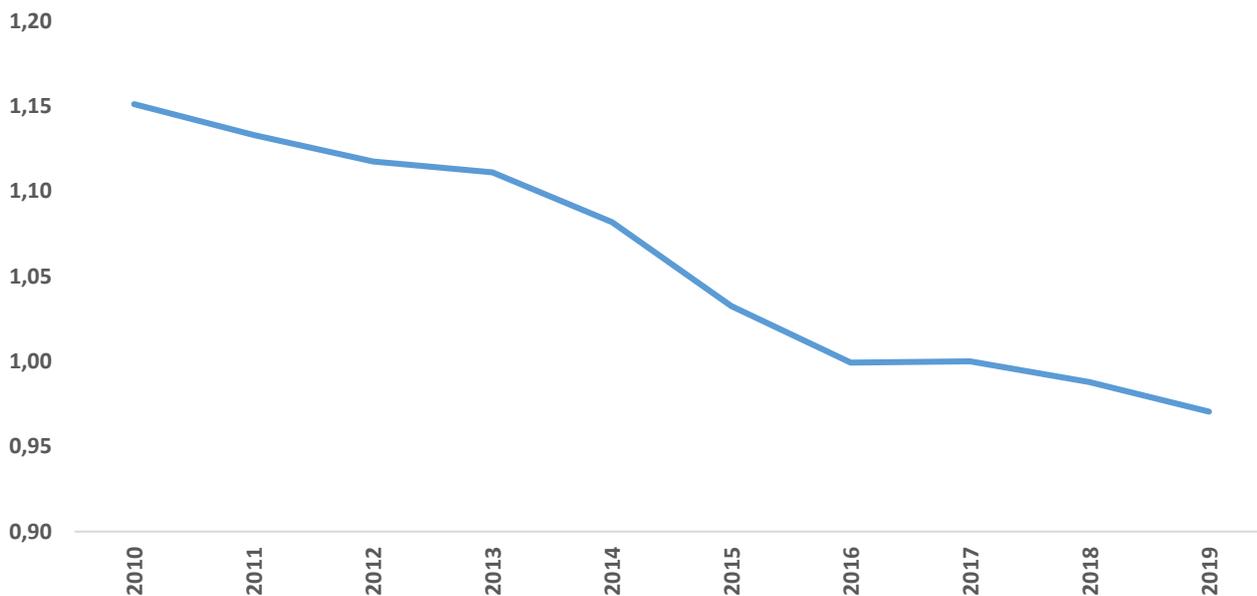
2. Aspectos econômicos

Dados da *Penn World Tables* (PWT 10 – 2021) mostram que, entre os anos de 2010 e 2019, a produtividade da economia caiu, em média, 1,9% ao ano, acumulando queda de 17,7% no período. Assim, mais do que uma crise conjuntural, esse cenário aponta sinais de uma quebra no potencial de crescimento de longo prazo. Nesse aspecto, vale destacar que a diferença de produtividade dos fatores é a variável que mais se relaciona com a diferença de renda entre países – e não a quantidade disponível desses mesmos fatores em cada país¹. Em geral, a elevação na produtividade pode ser resultado de inovações tecnológicas, melhores condições de infraestrutura e fortalecimento de instituições que propiciam o investimento.

¹ Disponível em: <<https://www.gov.br/fazenda/pt-br/centrais-de-conteudos/publicacoes/conjuntura-economica/estudos-economicos/2022/ni-trajetorias-com-e-sem-reformas.pdf/view>>



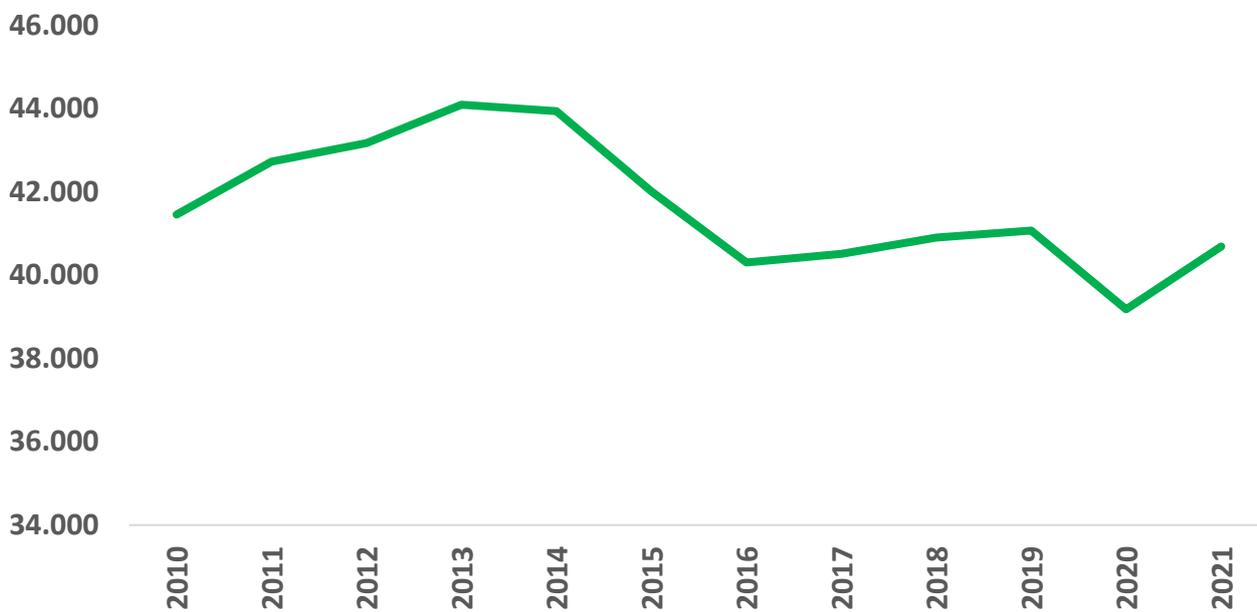
Produtividade Total dos Fatores a preços constantes (2017=1,00)



Fonte: PWT 10 – 2021.

Como um reflexo da baixa produtividade, os anos de 2010-2018 mostraram baixas taxas de crescimento econômico e, com isso, o PIB per capita avançou 0,50% ao ano, em média, até 2018. Como base de comparação, nos anos de 1980 (chamada de “década perdida”), o PIB per capita havia crescido a 0,85% ao ano, em média.

PIB per capita em R\$ - preços de 2021



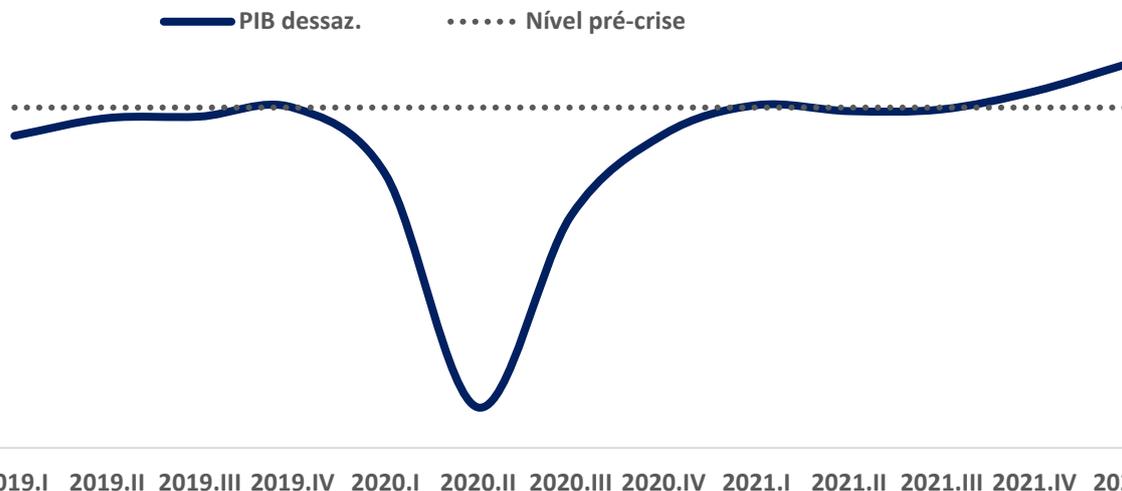
Fonte: IBGE.

Na crise econômica de 2020, o PIB brasileiro recuou 3,9%, mas conseguiu retomar o nível anterior de crescimento de forma rápida. Observa-se que, embora a recessão tenha sido profunda, a recuperação foi mais rápida que muitas crises econômicas anteriores, principalmente a de 2014-16. Enquanto as



recessões com retração superior a 3% duram em média 2 anos ou 8 trimestres, a queda de 2020, durou apenas 2 trimestres. Desta forma, o resultado direto da recuperação da economia brasileira diante da crise econômica da pandemia de Covid-19 foi em forma de "V".

PIB encadeado com ajuste sazonal



Fonte: IBGE

A recuperação recente da economia foi em grande parte reflexo do conjunto das medidas implementadas, tanto no âmbito da consolidação fiscal quanto das reformas pró-mercado. A rápida retomada da atividade, a ancoragem das expectativas de inflação longas, o aumento do investimento privado e a redução do desemprego no mercado de trabalho não são circunstanciais ou conjunturais, mas refletem os efeitos de uma agenda reformista que busca maior bem-estar da população.

3. A má alocação de recursos

Como base nos aspectos anteriormente relacionados, um diagnóstico factível para a reduzida produtividade da economia brasileira e das baixas taxas de crescimento do PIB é a má alocação de recursos². Do ponto de vista da teoria econômica, o combate à má alocação de recursos é determinante para o aumento da produtividade, se forem eliminadas falhas de mercado e falhas de governo. Ademais, a má alocação ocorre basicamente como reflexo de três problemas principais:

- I. **regras estabelecidas pelo Estado**, como normas tributárias e regulações, que variam de acordo com as características das empresas e que podem resultar em obstáculos para o emprego de mão de obra ou capital nas firmas que possuam maior produtividade;
- II. **provisões discricionárias feitas pelo governo**, que favorecem algumas firmas e penalizam outras, a exemplo de subsídios, desonerações tributárias e créditos direcionados a setores específicos com taxas de juros reduzidas;

² Para mais detalhes de aspectos teóricos e do comparativo internacional da *misallocation*, recomenda-se a leitura da Nota Informativa "Redução da má alocação de recursos (*misallocation*) para a retomada do crescimento da produtividade na economia brasileira", publicada por esta SPE em fevereiro/2020. Lá estão também elencadas as medidas iniciais e as linhas mestras das diretrizes do governo para combate à má alocação e recursos e melhoria da produtividade da economia brasileira.



- III. **imperfeições de mercado**, como monopólios, fricções financeiras e obstáculos para a definição e o cumprimento de direitos de propriedade. Um produtor com poder de monopólio, para garantir maior margem de *mark-up*, pode produzir menos que o nível eficiente. Uma firma pequena, mas muito produtiva, pode investir menos que o ótimo por enfrentar restrições de crédito (por exemplo, por não apresentar garantias suficientes).

O estudo de Lashitew (2014)ⁱⁱ analisa os impactos da má alocação de recursos sobre a produtividade em 52 países. Os resultados para o Brasil apontam que, em 2003, a produtividade total dos fatores (PTF) no Brasil era 0,41 da dos EUA. Ademais, apresenta uma simulação em que, eliminando a má alocação que causa defasagem de produtividade entre os países, a PTF do Brasil seria 0,66 da americana. Isto é, segundo este estudo, a má alocação de recursos eleva o hiato da produtividade brasileira em 62%. Um artigo mais recente, Vasconcelos (2016)ⁱⁱⁱ, estudou a má alocação de recursos na indústria brasileira. Segundo suas estimações, a má alocação tem aumentado desde 2005, de modo que a indústria brasileira opera com apenas metade (50%) do seu nível eficiente de produção.

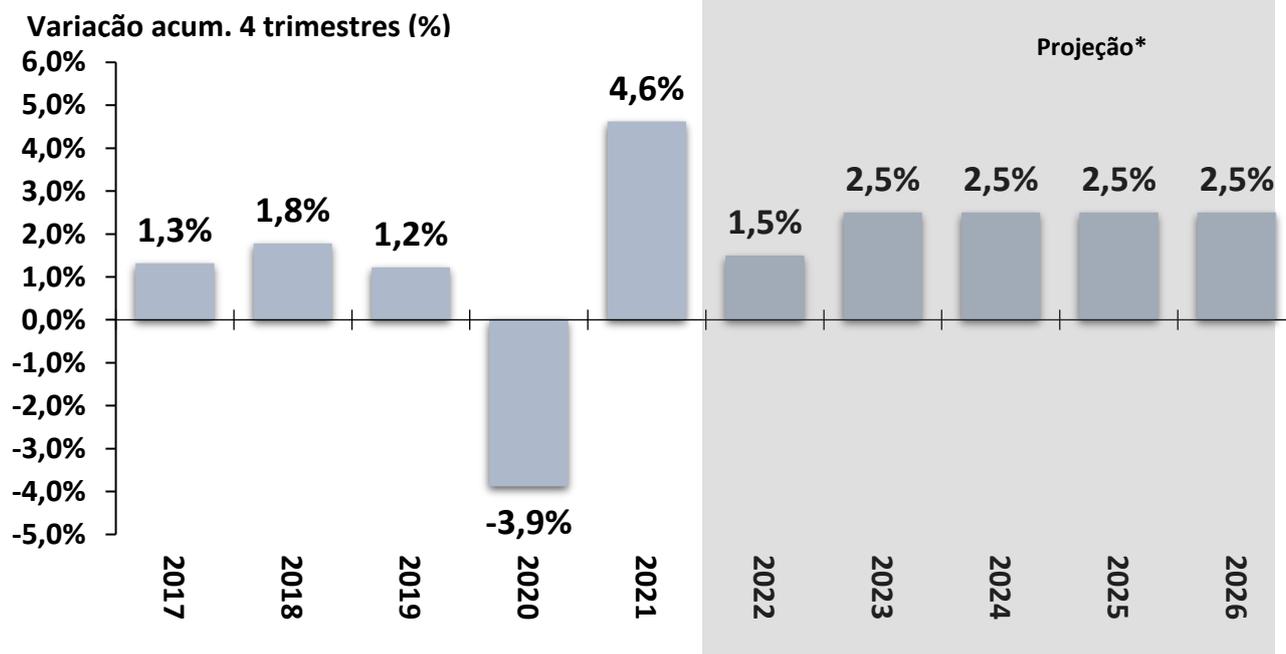
O artigo de Restuccia e Rogerson (2008)^{iv}, por sua vez, analisou efeitos da tributação setorial distorciva (uma das causas da má alocação) sobre a produtividade total dos fatores, concluindo que políticas que criam heterogeneidade em preços relativos tomados pelas firmas individuais podem levar a uma redução da produtividade na ordem de 30% a 50%. Este artigo também cita outras importantes referências sobre má alocação, por exemplo, Parente e Prescott (1999)^v, que estudaram como estruturas monopolísticas de mercado (outra causa da má alocação) influenciam o uso de tecnologia ineficiente; Schmitz (2001)^{vi}, que apresenta o modelo em que políticas governamentais de apoio a empresas ineficientes resultam em redução da PTF, o que, por sua vez, leva a menores taxas de acumulação de capital; Lagos (2006)^{vii}, que analisou como as instituições do mercado de trabalho se relacionam com a PTF. Entre os estudos que focam em distorções específicas que causam má alocação, podem-se mencionar Burstein and Monge (2007)^{viii}, sobre barreiras ao investimento externo direto, e Buera and Shin (2007)^{ix}, que trata de fricções financeiras.

A partir desta literatura apresentada, é possível deduzir que o esforço para melhorar a eficiência na alocação de capital e trabalho tem forte potencial para dinamizar o crescimento de longo prazo do Brasil, o que gera expansão do emprego e da renda. Aprimorar cada vez mais os marcos legais, ampliar a abertura comercial, reduzir a má alocação de recursos, privatizar empresas e criar condições para a adoção de novas tecnologias são importantes medidas que têm grande impacto sobre a produtividade e o crescimento da economia brasileira.

A agenda de reformas microeconômicas, implementada desde 2019, aliada a outras condições necessárias, tais como a manutenção da consolidação fiscal, tem gerado condições para pavimentar o crescimento econômico de longo prazo. Entretanto, é fundamental continuar avançando nessa agenda de liberdade econômica, pois ela traz benefícios de longo prazo para os brasileiros e estabelece condições para o crescimento econômico sustentável. Maior crescimento do PIB, aumento da produtividade, ampliação do investimento privado, expansão do emprego e da renda dos brasileiros, além de taxas de juros estruturais mais baixas e convergência para as metas de inflação são alguns dos benefícios provenientes do binômio de reformas pró-mercado e aprofundamento no processo de consolidação fiscal.



Projeção de crescimento do PIB (%) para 2022-2026



Fonte: IBGE, Contas Nacionais Trimestrais. *Projeção: Grade de Parâmetros Macroeconômicos, de maio/2022.

4. Reformas microeconômicas

Reformas microeconômicas aumentam a segurança jurídica e a eficiência econômica, além de permitir que o investimento assuma a liderança do crescimento econômico. Dessa maneira, a aprovação de medidas no âmbito da robusta agenda de reformas microeconômicas tem proporcionado o aumento da segurança jurídica no Brasil, a criação de novos e melhores marcos legais e a implementação de importante lista de concessões. Todas essas ações em conjunto têm permitido ao Brasil sustentar o status de "porto seguro do investimento internacional" e com isso atrair capital do mundo inteiro para o Brasil.

Em síntese, as medidas implementadas ou em andamento concentram-se na redução do custo do crédito, na melhoria dos sistemas de garantias, na redução do *spread* de risco decorrente da implementação de garantias em financiamentos hoje sem garantias ou aperfeiçoamento desses instrumentos nos que já utilizam garantias. Nesse sentido, a agenda de reformas microeconômicas, está centrada nas seguintes proposições legais:

- Nova Lei do Agro
- Fundo de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais – Fiagro
- CPR Verde
- Aprimoramento das Garantias do Agro
- Novo Marco de Garantias
- Sistema Eletrônico de Registros Públicos
- Novo Marco de Securitização
- Aprimoramento das Garantias Rurais
- Nota Comercial



4.1 Cadastro positivo (Lei Complementar nº 166, de 08 de abril de 2019)

O cadastro positivo está previsto na Lei 12.414, de 09 de junho de 2011, com alterações feitas pela recente Lei Complementar 166, de 2019, regulamentada pelo Decreto nº 9.936, de 2019, juntamente com a resolução CMN 4.737/19.

Tais alterações, constituem um grande avanço nas reformas microeconômicas, uma vez que possibilitam mais e melhores informações aos agentes econômicos em suas decisões alocativas.

A Lei complementar, juntamente ao decreto e a resolução CMN 4.737/19, possibilitou uma metodologia não binária (negativado/não negativado) à análise de crédito, em uma metodologia contínua de pontuação ("score"), cabendo a cada gestor de banco de dados criar a sua própria metodologia de pontuação.

Além do sistema de pontuação, a mudança do sistema "opt-in" (no qual você escolhe aderir ao sistema) para o sistema "opt-out" (no qual você opta por sair do sistema) propiciou um aumento de estoque de pessoas naturais com cadastro positivo ativo em até 15 vezes. Também, houve uma ampliação do conceito de "fonte", para fins de captação de dados, de forma a abarcar empresas de telecomunicações e concessionárias.

Segundo o Banco Central, em um estudo empírico das operações de crédito pessoal não consignado para novos tomadores, mostrou que houve redução média de 10,4% dos spreads nas operações com tomadores com pontuação no Cadastro Positivo, quando comparado com aqueles sem pontuação.

Desta forma, as iniciativas de aprimoramento do cadastro positivo propiciaram uma melhora do fornecimento, pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, das informações de adimplemento e probabilidade de adimplemento de pessoas naturais e de pessoas jurídicas aos gestores de bancos de dados de que trata a Lei nº 12.414, de 2011, dando um insumo fundamental às decisões econômicas alocativas: Informação.

4.2 Nova lei do Agro (Lei nº 13.986, de 07 de abril de 2020)

A Nova lei do Agro (Lei nº 13.986/2020) introduziu uma série de inovações no sentido de conferir maior dinamismo ao setor agropecuário, tais como:

- Fundo Garantidor Solidário (FGS): funciona como uma troca de aval entre produtores para a concessão de garantias a empresas, instituições financeiras, etc. Desse modo, grupos de produtores rurais se avalizam mutuamente para obter condições de crédito mais favoráveis, integralizando recursos no FGS para constituir as cotas e os percentuais mínimos de acordo com a categoria do participante.
- Patrimônio rural em afetação: em vez de colocar todo o imóvel rural como garantia, o regime de afetação permite que apenas uma parte da propriedade seja oferecida como garantia nos empréstimos rurais. Podem ser usados como garantia o próprio terreno, bens móveis, gado, benfeitorias, etc.
- Cédula Imobiliária Rural (CIR): título de crédito nominativo, transferível e de livre negociação, representativa de promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito, de



qualquer modalidade, contratada com instituição financeira, bem como obrigação de entregar, em favor do credor, bem imóvel rural ou fração deste vinculado ao patrimônio de afetação, o qual servirá de garantia à operação.

- Ampliação do rol de produtos passíveis de emissão de cédulas de produto rural (CPRs), incluindo produtos submetidos a beneficiamento ou à primeira industrialização e produtos relacionados à conservação de florestas nativas e dos respectivos biomas. Em adição, estabeleceu o registro obrigatório das CPRs em entidade autorizada pelo Banco Central
- Introdução da possibilidade emissão de títulos do agronegócio (Cédula de Produto Rural – CPR, Certificado de Recebíveis – CRA, e Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA) com cláusula de correção cambial

4.3 Lei de Falências (Lei nº 14.112, de 24 de dezembro de 2020)

A Nova Lei de Recuperação Judicial e Falência (Lei nº 14.112, de 2020) aumentou a segurança jurídica, reduziu o litígio e promoveu o reequilíbrio de poder entre credores e devedores, com o balanceamento de interesse entre essas partes

A nova norma moderniza o sistema de falências e recuperação judicial, alinhando o Brasil às melhores práticas internacionais. Entre os principais benefícios trazidos pela nova lei está o aumento da segurança jurídica e a redução de litígios.

Outra inovação relevante é o reequilíbrio de poder entre credores e devedores, que promove o balanceamento de interesse entre essas partes. Passa a ser facultada aos credores a possibilidade de propor o plano de recuperação judicial. Antes, esse direito era exclusivo dos devedores.

O instrumento de recuperação extrajudicial também foi aperfeiçoado, o que beneficia, sobretudo, as microempresas e empresas de pequeno porte, por ser uma alternativa de menor custo. Outros ajustes procedimentais foram incluídos na norma para modernizar, desburocratizar e tornar mais célere o processo de recuperação. São exemplos dessas modificações a possibilidade de perícia prévia, deliberações por sistema eletrônico, restrições a impugnações na venda de bens, facilitação do encerramento da falência.

No final de 2021 o Brasil tinha um montante de R\$ 34 bilhões de empresas que tomaram crédito e estavam em recuperação judicial. Com a melhora do cenário e a Nova Lei de Falência, temos uma possibilidade mais concreta de geração de emprego e renda ao longo do tempo.

4.4 Fundo de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais – Fiagro (Lei nº 14.130, de 29 de março de 2021)

Há uma forte ocorrência de irregularidades no registro de imóveis rurais no Brasil, gerando ineficiência alocativa, e afastando o investimento nacional e estrangeiro. Nesse sentido, o Fiagro é uma inovação que contribui para o desenvolvimento financeiro do Brasil, trazendo uma mudança estrutural no mercado de terras rurais no Brasil e estimulando a regularização de propriedades rurais e a modernização da gestão do agronegócio.



O Fiiagro pode ter imóveis rurais em sua composição, e a valorização desses imóveis implica na valorização das cotas do fundo. Além disso, a carteira do Fiiagro admite participações de empresas do setor agropecuário em suas carteiras, e assim, os ganhos econômicos da atividade rural se tornam dividendos distribuídos aos cotistas. O Fiiagro pode também conter títulos do agronegócio em sua composição, o que facilita o acesso a esses títulos por investidores não qualificados.

4.5 Nota Comercial (Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021)

A Lei nº 14.195/2021, oriunda de MP 1.040, de 29 de março de 2021, destinada a propor melhorias no ambiente de negócios, trouxe um conjunto de regras destinadas a regulamentar a Nota Comercial, um título de crédito e valor mobiliário que representa promessa de pagamento pelo seu emissor. Esse instrumento já existia no mercado, sendo, contudo, utilizado de forma semelhante à nota promissória pelas empresas.

Agora, as notas comerciais passam a ter a forma escritural e eletrônica, dispensando a emissão e favorecendo sobretudo as captações por empresas inovadoras em seus estágios iniciais de desenvolvimento (startups) e empresas de menor porte para as quais a emissão de debêntures teria um custo muito alto.

Desde a entrada em vigor da Lei, em agosto de 2021, o volume de contratação/emissão de notas comerciais escriturais foi de R\$ 12,6 bi, de novembro de 2021 até março de 2022, de acordo com dados da ANBIMA, que demonstram um incremento da atratividade desse instrumento no mercado de capitais, em contraste com as notas promissórias convencionais.

As notas comerciais podem ser emitidas não apenas por sociedades anônimas, mas também sociedades limitadas, sociedades cooperativas e as também empresas individuais de responsabilidade limitada, constituindo título executivo extrajudicial, que pode ser executado independentemente de protesto.

4.6 CPR Verde (Decreto nº 10.828, de 1º de outubro de 2021)

O Decreto nº 10.828/2021 regulamentou a emissão de Cédulas de Produto Rural (CPRs) para produtos rurais obtidos por meio das atividades relacionadas à conservação e à recuperação de florestas nativa e de seus biomas, tais como manutenção/aumento do estoque de carbono florestal, conservação dos recursos hídricos e serviços ambientais que tragam outros benefícios ecossistêmicos. Esse instrumento fornece um meio para operacionalizar pagamentos por serviços ambientais em larga escala para offsets voluntários, bem como impulsiona o desenvolvimento do mercado de finanças sustentáveis nacional e a valorização do estoque de ativos ambientais do Brasil.

A emissão de CPR verde pode ajudar o produtor rural a financiar projetos não-performados ao gerar fluxos de caixa intermediários para os serviços ambientais. A CPR Verde, assim como qualquer outra CPR, é um instrumento com registro obrigatório (Resolução CMN nº 4.927/2021), o que contribui para a provisão de transparência e segurança jurídica aos investidores nacionais e internacionais. A especificação da CPR verde, assim como os detalhes como metodologia de quantificação dos ativos ambientais e coordenadas geográficas, é um conjunto de parâmetros livremente negociado entre o



emissor e o adquirente do título, a exemplo das demais CPRs atualmente em circulação, dado que o Decreto não estabelece restrições acerca desses elementos.

4.7 Novo Marco de Garantias (PL nº 4.188, texto original de 26 de novembro de 2021)

A implantação do Novo Marco de Garantias tem o potencial de melhorar a alocação de garantias, aumentando o potencial creditício em até 10 vezes, considerando-se apenas imóveis residenciais. Essa proposta cria o serviço de gestão especializada de garantias, a ser operacionalizado por pessoas jurídicas de direito privado denominadas instituições gestoras de garantias (IGG). Com as IGG, um mesmo bem poderá ser dado em garantia e utilizado em mais de uma operação de crédito, em mais de uma instituição financeira. Assim, o uso das garantias será mais eficiente, contribuindo para a redução das taxas de juros, para o aumento da concorrência e para a diminuição das barreiras de entrada no sistema financeiro

O serviço de gestão especializada de garantias foi desenvolvido para propiciar uma melhor alocação das garantias no sistema financeiro, permitindo que os bens utilizados para prestar garantias possam ser completamente aproveitados por seus proprietários em operações de crédito. O potencial de estímulo ao crédito pode ser avaliado pela estimativa de que a cobertura das operações de crédito com garantias passe de R\$ 800 milhões para R\$ 10 trilhões. Vale destacar que essa estimativa considera apenas o estoque de imóveis residenciais urbanos que podem ser utilizados em garantias. Além disso, o serviço contribui para a especialização das atividades no mercado financeiro, permitindo que as instituições financeiras foquem em seu negócio principal: a operação de crédito, deixando a gestão das garantias para as IGG.

O projeto ainda aperfeiçoa as regras de garantia de bens imóveis e móveis, aprimorando tanto a alienação fiduciária como a hipoteca. Ele também prevê a execução extrajudicial da garantia imobiliária no concurso de credores, institui o agente de garantias, possibilita a contratação de novos créditos vinculados a uma garantia imobiliária dada em alienação fiduciária com o mesmo credor e permite o resgate antecipado de Letra Financeira.

O Novo Marco de Garantias também melhora o instituto do penhor civil -- forma popular de obtenção de crédito de menor valor. A principal alteração envolve a extinção do monopólio da Caixa Econômica Federal sobre essas operações, permitindo que outras instituições financeiras possam oferecer o mesmo serviço para a população. Atualmente, apenas metade da população brasileira, concentrada em 5% dos municípios brasileiros é atendida por esse serviço. O projeto atualmente segue em discussão no Congresso Nacional.

4.8 Sistema Eletrônico de Registros Públicos (MP nº 1.085, de 27 de dezembro de 2021)

A implantação do Sistema Eletrônico de Registros Públicos (Serp) permite que atos e negócios jurídicos sejam registrados e consultados eletronicamente. Dessa forma, possibilita que os usuários dos cartórios sejam atendidos pela internet com ponto de acesso único integrado pelos cartórios de registros públicos. O acesso remoto e unificado às informações sobre as garantias de bens móveis e imóveis permite redução de custos e de taxas para acesso ao crédito. Isso é o que o Serp se propõe a fazer, trazendo mais transparência e segurança ao uso de bens móveis como garantia em operações



de crédito, uma vez que permite o registro e a consulta de gravames e de indisponibilidades incidentes sobre bens objeto de contratos registrados em todas as serventias do país.

A medida contribui para a padronização de procedimentos, por meio de extratos eletrônicos, e para a redução de prazos de atos de registro. Ao viabilizar o acesso único às informações sobre garantias móveis, o Serp amplia o acesso ao crédito para empresas de menor porte que, em geral, não dispõem de bens imóveis para servirem de garantia. Assim, bens que hoje não são facilmente usados para prestação de garantias em operações de crédito estarão disponíveis para uso, aumentando a capacidade de crédito com garantias, ou seja, com juros mais baixos. O objetivo geral da medida é permitir que o acesso à informação seja feito sem obstáculos, de forma segura, eficiente, eletrônica e remota, em benefício de toda a sociedade.

4.9 Novo Marco de Securitização (MP nº 1.103, de 15 de março de 2022)

O Novo Marco de Securitização visa a diversificar fontes e reduzir custos de financiamento das empresas, desenvolver o mercado de capitais e o mercado de seguros de grandes riscos. Essa medida uniformiza regras até então esparsas sobre securitização de créditos imobiliários e de direitos creditórios do agronegócio. O Novo Marco possibilitará que todos os setores da economia possam ceder direitos creditórios para lastrear a emissão de certificados de recebíveis por companhias seguradoras, com a segurança conferida pelo patrimônio segregado. Anteriormente, apenas os certificados de recebíveis imobiliários e do agronegócio (CRIs e CRAs) contavam com essa possibilidade.

Além disso, o novo marco estabelece e disciplina as atividades das securitizadoras, conferindo maior segurança jurídica para a respectiva atuação e possibilitando que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) regule as operações de securitização e as companhias emissoras sempre que houver oferta pública.

Outra novidade trazida pela medida é a criação da Letra de Risco de Seguros (LRS). Trata-se de instrumento que já existe no mercado internacional, pelo qual companhias seguradoras e resseguradores poderão pulverizar o risco de sinistros entre investidores do mercado de capitais, por meio de uma Sociedade Seguradora de Propósito Específico.

Assim, a nova legislação, permite não apenas ampliar as operações de securitização em ambiente controlado e supervisionado, mas também possibilitar que empresas de diversos setores tenham acesso a esse tipo de financiamento, sem necessidade da intermediação financeira.

4.10 Aprimoramento das Garantias do Agro (MP nº 1.104, de 15 de março de 2022)

Para permitir maior liberdade para que as partes contratantes definam o nível de confiança que melhor atendam aos seus interesses comerciais, a MP nº 1104/2022 determina que, na assinatura da CPR e do documento que contenha a descrição dos bens vinculados em garantia, possam ser utilizados os três níveis de assinatura eletrônica (simples, avançada e qualificada) previstos na Lei nº



14.063/2020; e que na averbação no Registro de Imóveis de garantia real vinculada à CPR, constituída por bens imóveis, possam ser utilizadas as assinaturas eletrônicas avançada ou qualificada.

A medida também propõe a ampliação do escopo de utilização do Fundo Garantidor Solidário (FGS), simplificando o processo de sua constituição e facilita sua operacionalização, eliminando a obrigatoriedade de participação de credor na constituição do fundo e percentuais mínimos para os diferentes tipos de cotas. A proposta é permitir que o FGS possa garantir qualquer operação financeira vinculada à atividade empresarial rural, inclusive aquelas realizadas no âmbito dos mercados de capitais, englobando títulos como a cédula de produto rural e o certificado de recebíveis do agronegócio.

Em adição, a medida propõe a extensão temporária (até 31 de dezembro de 2023) do prazo de registro ou depósito de CPRs de 10 dias úteis para 30 dias úteis, para que os agentes envolvidos na emissão de CPRs possam se adequar aos processos de emissão de CPR escritural às tecnologias disponíveis, e à integração centralizada de suas informações.

Por fim, a MP nº 1104/2022 também determina que o estatuto do FGS deve dispor sobre a aplicação e gestão dos ativos, de forma a permitir que o administrador do fundo possa realizar gestão ativa dos recursos existentes, e, dessa forma, preservar e maximizar a rentabilidade do mesmo.

O mercado de CPRs registradas teve forte aumento desde a promulgação da Nova Lei do Agro (Lei nº 13.986/2020) e para acompanhar esse crescimento é necessária a desburocratização na emissão e contratação desse título. Além disso, o aprimoramento do funcionamento do Fundo Garantidor Solidário facilitará a contratação de crédito privado por parte dos produtores rurais. Com esse propósito a MP 1104/2022 de Aprimoramento das Garantias Rurais propõe:

- Liberação qualquer tipo de assinatura eletrônica na emissão das CPRs e para a descrição dos bens vinculados em garantia;
- Para registro e na averbação de garantia real vinculada à CPR, constituída por bens móveis ou imóveis, exige assinaturas eletrônicas das modalidades avançada ou qualificada;
- Flexibilização o Fundo Garantidor Solidário:
 - * Extingue a necessidade de participação do credor;
 - * Flexibiliza os percentuais de participação financeira dos mutuários conforme acordo entre as partes.

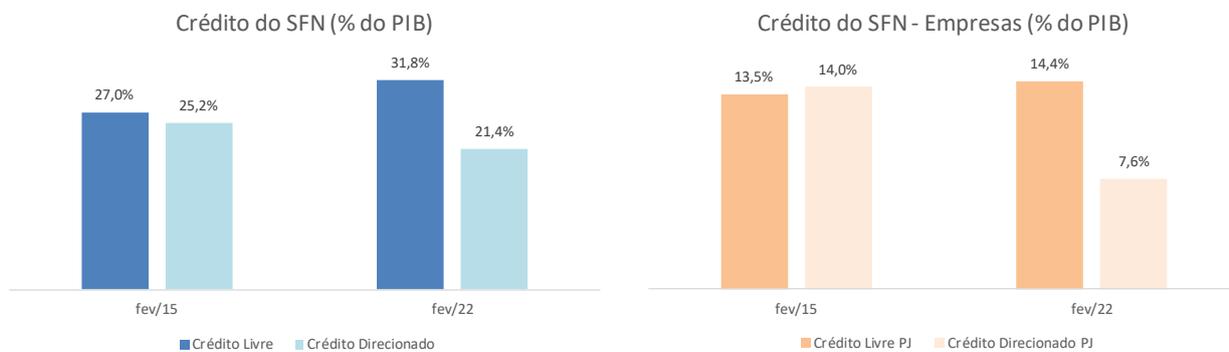
5. Resultados observados

A implementação das reformas pró-mercado e a continuidade da consolidação fiscal têm permitido a gradual recuperação da economia brasileira, o que se faz notar, por exemplo, na expansão do mercado de crédito e no mercado de capitais. De fevereiro de 2015 a fevereiro de 2022, os créditos do Sistema Financeiro Nacional – SFN passaram de 52,2% do PIB para 53,3% do PIB. Em termos de valores, o saldo total das operações de crédito do SFN cresceu de R\$ 3,0 trilhões para R\$ 4,7 trilhões, um aumento de 55,3% nesse período. Importante notar que o maior crescimento foi observado no crédito livre, que passou de 27,0% do PIB para 31,8% no período considerado, com alta de quase 80%



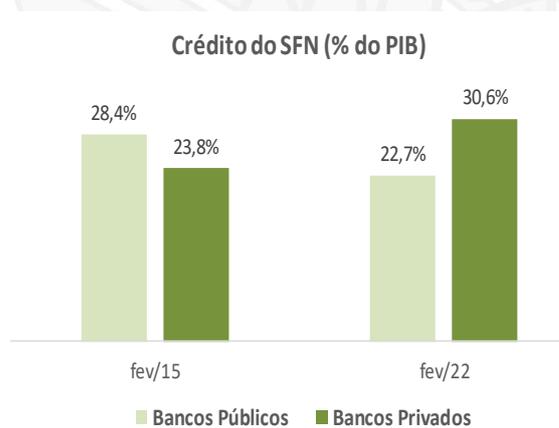
em 2022 ante 2015. Nesse mesmo período, o crédito direcionado cresceu em menor patamar (29%) e reduziu sua participação no total do crédito, passando de 28,4% do PIB para 22,7% do PIB. Diante disso, o crédito livre ampliou sua participação de 51,7% para 59,8% do total do crédito do SFN, enquanto o crédito direcionado recuou de 48,3% para 40,2% do total.

Créditos do SFN – Recursos Livres e Direcionados (% do PIB)

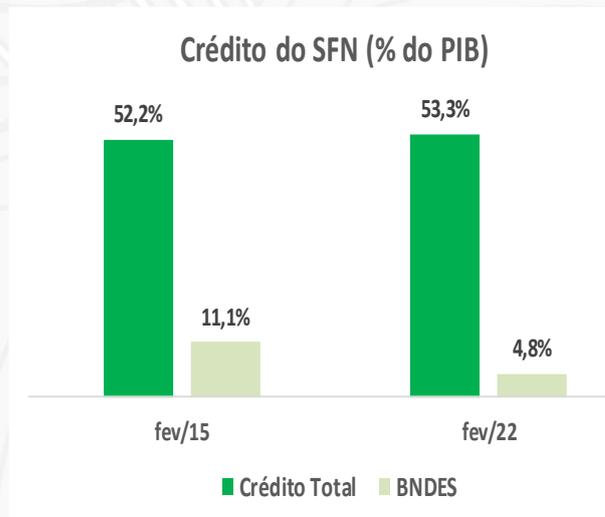


Fonte: BCB.

Parte da ampliação do crédito livre decorre do maior acesso das empresas aos empréstimos e financiamentos via bancos privados e a consequente redução da dependência delas de recursos de bancos públicos, em especial do BNDES. A participação de bancos públicos no crédito total reduziu-se de 54,5% para 42,6% de 2015 a 2022, sendo que o BNDES passou de 21,2% para 9,0% do total do crédito do SFN nesse período. Com isso, reduziu-se proporcionalmente ao PIB o saldo de créditos do SFN via bancos públicos, que recuou de 28,4% do PIB em fevereiro de 2015 para 22,7% do PIB em fevereiro de 2022, ao passo em que aumentou o saldo via bancos privados (nacionais e estrangeiros), passando de 23,8% do PIB para 30,6% no período.



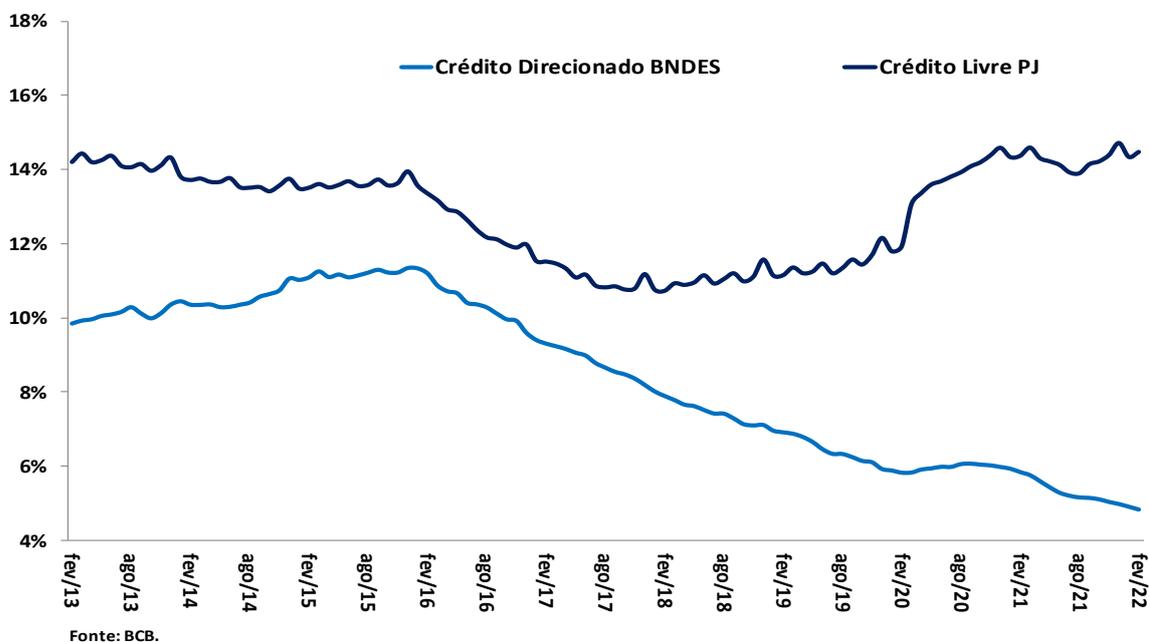
Fonte: BCB.





Nesse contexto, nota-se a clara mudança na qual o BNDES e o crédito direcionado abrem espaço para o mercado privado como financiador, com aumento do crédito livre e ampliação da presença dos bancos privados no financiamento às empresas, desde o capital de giro ao investimento em bens de capital.

Saldo total do crédito (em %PIB)

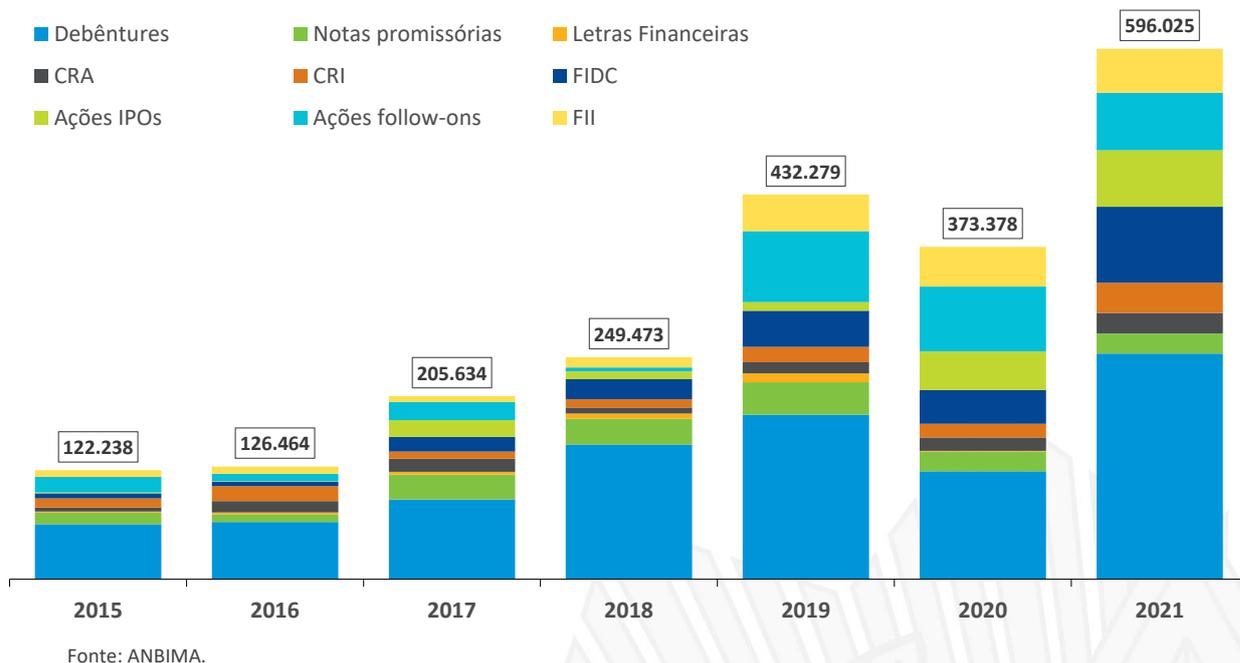


Em paralelo, nota-se a ampliação do financiamento via mercado de capitais, com expansão dos financiamentos diretos. Houve um aumento relevante do financiamento privado por meio de debêntures, fundos especializados e abertura do capital das empresas com lançamento de ações na Bolsa de Valores, o que tem corroborado a recuperação da economia brasileira e ampliado o potencial de investimento futuro por meio dessas companhias.

Em 2021, o total de ofertas no mercado de capitais brasileiro atingiu R\$ 596 bilhões, um crescimento de 60% em relação ao ano anterior. Os destaques nas emissões nesse período foram as debêntures (ampliação de 109,2% no volume e 79% no número de emissões); FIDC (aumento de 125,3% no volume e 93,7% no número de emissões); CRI (aumento de 120,9% no volume e 56,3% no número de emissões); e CRA (alta de 52,5% no volume e 114,3% no número de emissões). No mercado de renda variável, deve-se ressaltar o aumento no volume de IPOs de ações, que somaram R\$ 63,6 bilhões em 2021 ante R\$ 43,5 bilhões no ano anterior, uma ampliação de 46,4%.

**Emissões Domésticas - Renda Fixa, Renda Variável e Híbridos**

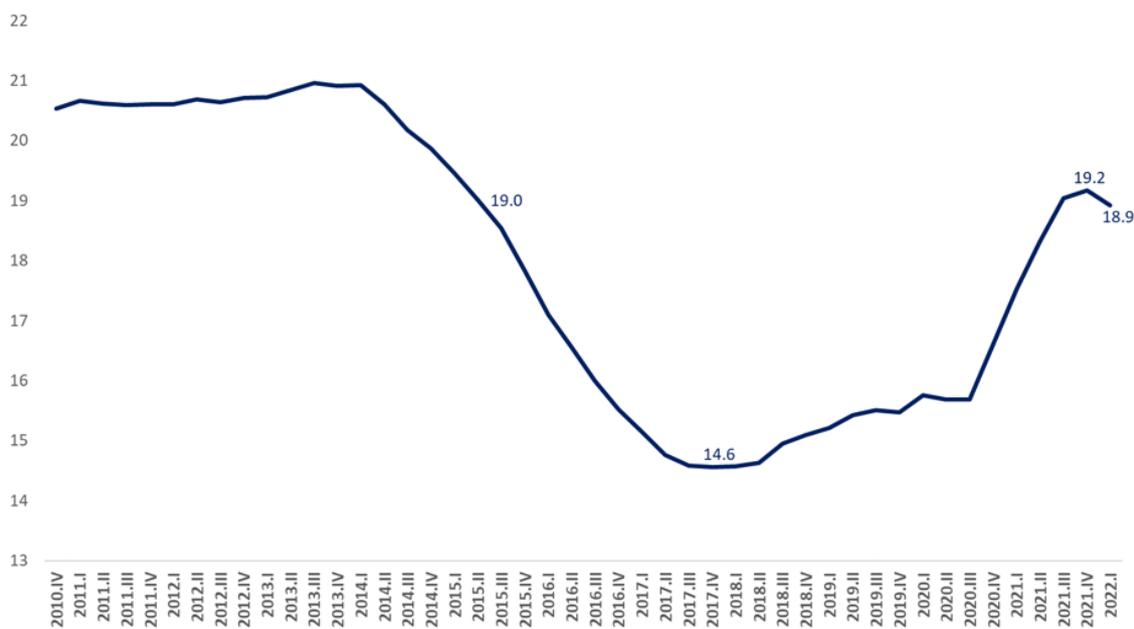
Volume (R\$ milhões)



Nesse contexto, no qual pode se observar novas alternativas de financiamento via mercado de capitais, o recente ciclo de recuperação do investimento também tem sido liderado pela alta no investimento privado, melhorando a alocação de recursos e favorecendo o aumento da produtividade, como foi ressaltado pela SPE na Nota Informativa “Retomada da poupança e do investimento privado: uma comparação internacional”³. Em 2019, famílias e empresas foram responsáveis por 90% da FBCF (i.e., FBCF excluindo o Governo Geral). Observa-se crescimento do investimento privado nos últimos anos e ressalta-se que a taxa de investimento privado tem tendência ascendente, com ganho significativo em 2020 e, principalmente, em 2021.

Esse avanço do investimento se dá em condições melhores em termos de alocação de recursos e de financiamento, com protagonismo do setor privado: os recursos atualmente são alocados via mercado para projetos em que são mais eficientes e não mais para onde o Estado determina. Esperam-se efeitos positivos no PIB de longo prazo, em função do aumento dos investimentos privados, corroborado pela manutenção da alta na produção de bens de capital e de insumos típicos da construção civil, que são a base para a Formação Bruta de Capital Fixo, a qual favorece a expansão quantitativa e qualitativa da produção e da geração de emprego e renda.

³ Disponível em: < <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/centrais-de-conteudos/publicacoes/conjuntura-economica/estudos-economicos/2021/ni-retomada-da-poupanca-e-do-investimento-privado-uma-comparacao-internacional-1.pdf/view> >

**Recuperação do investimento (% do PIB, acum. 4 trimestres)**

Fonte: IBGE.

O Programa de Parceria de Investimentos – PPI também é um modelo bem sucedido de ampliação dos investimentos, especialmente os privados, que vem ocorrendo de forma mais depois da implementação dos novos marcos legais, a exemplo do marco do saneamento. O PPI tem alavancado a cada ano a sua carteira de empreendimentos, através de privatizações e concessões e auxílio à estruturação de projetos privados.

Na Nota Informativa “Investimentos contratados via parcerias público-privada viabilizam crescimento do PIB”⁴, de fevereiro de 2022, esta Secretaria elenca estimativas da contratação de investimentos programados (2019 a 2022) nos setores de infraestrutura seja da ordem de R\$ 1,3 trilhão, considerando valores a serem executados a partir de 2022. Desse montante, a expectativa é que cerca de R\$ 360 bilhões sejam realizados até 2025. Para 2022, estima-se que sejam investidos R\$ 78 bilhões, o que representa aproximadamente 1% do Produto Interno Bruto (PIB). Em termos do investimento apurado em 2021, esse valor corresponde a quase 5% da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) de 2021. Pressupondo a mesma distribuição dos leilões realizados nos anos anteriores, é possível estimar que os investimentos no PPI ficaram na casa de R\$ 40 bilhões em 2021. Dessa forma, calcula-se que o impacto da variação do PPI esperado em 2022 no investimento será de R\$ 38 bilhões. Isso significa 2,3% a mais de FBCF e 0,46% a mais de PIB, em relação aos valores estimados para 2021. Cinco setores são responsáveis pela quase totalidade dos investimentos programados no PPI: Óleo e gás (49,89% do total do PPI); Transporte (32,94%); Energia elétrica (7,15%); Projetos de Entes Subnacionais (5,48%) e Comunicação (3,17%).

⁴Disponível em: <<https://www.gov.br/fazenda/pt-br/centrais-de-conteudos/publicacoes/conjuntura-economica/estudos-economicos/2021/ni-retomada-da-poupanca-e-do-investimento-privado-uma-comparacao-internacional-1.pdf/view>>

>



Reitera-se que, nesse contexto, o crescimento do PIB será sustentado pela contínua melhora do mercado de trabalho e realização de investimentos, tanto privados quanto em parceria com o poder público. Esses fatores, atuando de forma conjunta, deverão incentivar a alta na produção de bens de capital, que são a base para a Formação Bruta de Capital Fixo, com impactos positivos na expansão do crescimento de longo prazo.

PPI – Investimentos Estimados por Setor (Valores em R\$)

		CAPEX Estimados	Part. % Capex	Investimentos até 2025	Expectativa para 2022
Óleo e gás		664.302.708.795	49,9%	132.850.141.759	31.793.114.182
Transporte		438.584.729.436	32,9%	89.588.506.162	13.725.001.778
Energia elétrica		95.234.548.634	7,2%	61.687.855.933	15.179.835.965
Projetos de Entes Subnacionais		73.025.689.696	5,5%	26.388.647.322	6.315.215.522
Comunicação		42.143.980.986	3,2%	42.143.980.986	10.085.712.983
Desenvolvimento regional		8.350.000.000	0,63%	2.607.422.000	623.996.815
Defesa		1.542.836.000	0,12%	925.701.600	221.534.853
Agricultura		1.338.867.991	0,10%	38.232.770	1.012.517
Meio ambiente		620.532.806	0,05%	503.767.646	206.573.655
Turismo		78.000.000	0,01%	78.000.000	18.666.618
Outros*		6.205.000.000	0,47%	n.d.	n.d.
Total		1.331.426.894.344	100,0%	356.812.256.177	78.170.664.889

*Outros: Mineração, Segurança, Economia e Saúde.

Fonte: PPI/ME. Elaboração: SPE/ME

Por fim, de acordo com o Monitor de Investimentos, da Secretaria Especial de Produtividade e Competitividade (Sepec) do Ministério da Economia, que incorpora projetos de outras fontes além do PPI, inclusive privados, a projeção de Investimentos em Infraestrutura poderá atingir R\$ 187,5 bilhões em 2022, segundo o cenário de referência. Deste total, R\$ 36,7 bilhões são Investimentos no setor de Transporte e Logística, R\$ 81,7 bilhões em Energia, R\$ 33,5 bilhões em Telecomunicações, R\$ 18,5 bilhões em Saneamento e R\$ 8,46 bilhões em Mobilidade Urbana.

6. Conclusão

É fundamental reconhecer o avanço da agenda econômica no período 2019-21 no tocante às reformas microeconômicas que já foram aprovadas e aquelas que estão em andamento, mediante seus impactos relevantes no mercado de crédito e no investimento. A aprovação de uma série de



reformas pró-mercado têm dinamizado e irão impulsionar ainda mais o crescimento econômico no longo prazo, devido ao aumento da segurança jurídica e da eficiência econômica, além de abrir caminho para o investimento liderar o crescimento econômico.

As medidas que estão em curso concentram-se na redução do custo do crédito, na melhoria dos sistemas de garantias, na redução do spread de risco decorrente da implementação de garantias em financiamentos hoje sem garantias ou aperfeiçoamento desses instrumentos nos que já utilizam garantias. Merece destaque nesse rol de ações o Novo Marco de Garantias, o Sistema Eletrônico de Registros Públicos, o Novo Marco de Securitização, o aprimoramento das Garantias Rurais, a Nota Comercial, a Nova Lei do Agro, a Lei do Fiagro e o Decreto da CPR Verde.

Conforme visto nesta nota, os resultados das medidas podem ser observados em alguns indicadores econômicos. Por exemplo, o crédito livre ampliou sua participação de 51,7% para 59,8% do total do crédito do Sistema Financeiro Nacional no período de fevereiro de 2015 a fevereiro de 2022 e houve uma ampliação da participação dos bancos privados nesse mesmo período. Além disso, é possível perceber uma importante ampliação do financiamento via mercado de capitais, especialmente pela emissão primária de debêntures, ações, títulos e fundos, dentre outros, com expansão dos financiamentos diretos, o que impacta diretamente o investimento, sobretudo o de longo prazo. Como consequência, houve uma ampliação na participação do investimento no PIB, que passou de 12,2% no último trimestre de 2019 para 17,4% no último trimestre de 2021. Outro indicador positivo é a produção de bens de capital, que já está 16,1% acima do nível pré-crise e recuperou o nível do início de 2015, que era o patamar anterior à recessão de 2015-2016.

Os investimentos do PPI, por sua vez, também são um componente importante do investimento para os próximos anos. A expectativa é de que cerca de R\$ 360 bilhões sejam investidos até 2025, sendo que R\$ 78 bilhões deste total será no ano de 2022.

Por fim, a robusta agenda de reformas microeconômicas que está em andamento tem proporcionado o aumento da segurança jurídica, a criação de novos e melhores marcos legais e a implementação de importante lista de concessões, o que tem apresentado reflexos nas taxas de investimento e permitido ao Brasil sustentar o status de "porto seguro do investimento internacional".

ⁱ Caselli, F. (2005) Accounting for Cross-Country Income Differences. Handbook of Economic Growth.

ⁱⁱ Lashitew, A. (2014). Resource misallocation and aggregate productivity. University of Groningen, SOM research school.

ⁱⁱⁱ Vasconcelos, Rafael da Silva, 2017. Misallocation in the Brazilian manufacturing sector Brazilian Review of Econometrics Sociedade Brasileira de Econometria - SBE, vol. 37(2), November.

^{iv} Restuccia & Rogerson, 2008. "Policy distortions and aggregate productivity with heterogeneous establishments" Review of Economic Dynamics.

^v Parente, Stephen, L., and Edward C. Prescott. 1999. "Monopoly Rights: A Barrier to Riches." *American Economic Review*, 89 (5): 1216-1233.

^{vi} Schmitz, J., 2001. Government production of investment goods and aggregate labor productivity. *Journal of Monetary Economics* 47, 163-187

^{vii} Lagos, R., 2006. A model of TFP. *Review of Economic Studies* 73 (4), 983-1007

^{viii} Burstein, A., Monge, A., 2007. Foreign know-how, firm control, and the income of developing countries. Manuscript, UCLA.

^{ix} Buera, F., Shin, Y., 2007. Financial frictions and the persistence of history: A quantitative exploration. Manuscript, Northwestern University.