

# CAIXA ECONÔMICA FEDERAL: ALTERNATIVAS PRIVADAS PARA A GESTÃO DE SUAS ATIVIDADES FINANCEIRAS E SOCIAIS<sup>1</sup>

Sérgio Lazzarini  
Klenio Barbosa  
Marcos Lisboa  
(Insper)

---

*Versão revisada, 15-8-2018*

---

<sup>1</sup> AGRADECEMOS O APOIO E COMENTÁRIOS DE PARTICIPANTES DO CDPP (CENTRO DE DEBATES DE POLÍTICAS PÚBLICAS) E A ASSISTÊNCIA DE PESQUISA DE CAMILA VENO. EVENTUAIS ERROS E OMISSÕES REMANESCENTES SÃO DE RESPONSABILIDADE EXCLUSIVA DOS AUTORES.

## 1. Introdução

Diversos estudos que avaliaram mudanças na propriedade de empresas estatais sugerem que o controle privado é normalmente associado a um efeito positivo e significativo sobre o desempenho financeiro e operacional das empresas privatizadas (MEGGINSON, 2016). Ainda assim, várias estatais permaneceram em muitos países – algumas reformadas, com melhores práticas de governança, outras preservando os usuais canais de intervenção discricionária dos governos (BREMNER, 2010; MUSACCHIO e LAZZARINI, 2014). A despeito desses canais de ineficiência, uma justificativa para a manutenção de algumas empresas é que elas podem executar atividades de interesse público, não totalmente alinhadas com os objetivos de lucro dos investidores privados.

A execução de políticas públicas, porém, não necessariamente pressupõe o envolvimento de empresas de controle do Estado; podem ser feitos diversos tipos de arranjos contratuais ou arranjos regulatórios para se garantir a sua provisão por empresas privadas (COASE, 1976). Por exemplo, na execução de políticas de saúde ou habitacionais para baixa renda, diversas organizações privadas podem competir para prover esses serviços, sendo os custos de operação subsidiados por transferências governamentais e com padrões de entrega de serviços pré-estabelecidos em contratos ou regulados (SHLEIFER, 1998). Assim, o exercício recomendado é avaliar, para cada atividade de cunho social focalizada pela empresa pública, cenários alternativos envolvendo o que aconteceria se essa atividade fosse gerida no âmbito privado. Quais os arranjos privados que poderiam ser estabelecidos e quais as suas vantagens? Há risco de menor ênfase em objetivos sociais relevantes? Como esses riscos poderiam ser dirimidos por meio de mecanismos contratuais ou de regulação?

Este artigo avalia essas questões no contexto do papel dos bancos estatais no Brasil, com foco na atuação da Caixa Econômica Federal (CEF). De um lado, as evidências empíricas confirmam diversas fontes

de ineficiência associadas ao controle estatal de bancos. Estudos encontram um marcante efeito do ciclo político, ou seja, os bancos públicos tendem a emprestar mais em anos de eleição e com influência dos partidos no poder (COLE, 2009; DINÇ, 2005; SAPIENZA, 2004). Os bancos públicos também tendem a assumir uma carteira de crédito de menor qualidade – por exemplo, alguns estudos encontram que esses bancos emprestam a empresas com menor desempenho (BAILEY, HUANG e YANG, 2011; KHWAJA e MIAN, 2005). Esses canais essencialmente induzem uma subordinação das estatais a múltiplos interesses políticos, muitas vezes inconsistentes com objetivos de rentabilidade e eficiência (SHLEIFER e VISHNY, 1994). Não menos importante, a própria presença de bancos públicos, com subsídios e suporte governamental, pode inibir a menor expansão de crédito por parte de bancos privados, causando má-alocação e excessivo endividamento público para suportar a oferta de crédito por estatais (ANTUNES, CAVALCANTI e VILLAMIL, 2015; LAZZARINI, MUSACCHIO, BANDEIRA-DE-MELLO e MARCON, 2015).

Por outro lado, há o argumento de que bancos públicos poderiam enfatizar dimensões sociais negligenciadas pelo setor privado. Para Yeyati, Micco e Panizza (2004), às desvantagens dos bancos estatais, acima indicadas, contrapõe-se a possibilidade destes bancos enfatizarem dimensões de interesse das políticas públicas. No caso da CEF, esse debate é particularmente crítico, uma vez que se trata de um banco não convencional: totalmente sob a propriedade do governo, a CEF combina funções de banco comercial (múltiplo) com atividades de cunho social, tendo papel importante na concessão de crédito imobiliário para a população de média e baixa renda e na gestão de benefícios sociais do governo federal (como no caso do programa Bolsa Família), além de administrar recursos de fundos públicos como FGTS. Por outro lado, a CEF tem sido, historicamente, um banco influenciado pela coalizão política em exercício, tentando indicar aliados partidários para a gestão do banco e influenciar a alocação de crédito e investimentos para grupos

de interesse privados – um canal bastante conhecido de ineficiência estatal (SHLEIFER e VISHNY, 1993). A discussão sobre o controle estatal ou privado da CEF, dessa forma, requer a análise de objetivos sociais e de eficiência. Como forma de reduzir canais de ineficiência comuns no modelo estatal, poderiam as atividades da CEF serem supridas por bancos privados? Por outro lado, na sua busca de maior lucratividade, teriam esses bancos privados os incentivos corretos para executar políticas sociais com abrangência e qualidade?

Na abordagem de Hart, Shleifer e Vishny (1997), a resposta a essa pergunta perpassa por uma análise detalhada e comparativa dos incentivos aos gestores nos modos público e privado. Em um contexto privado, os gestores terão incentivos para maximizar lucros, o que tende a direcionar as operações da empresa em busca de rentabilidade e produtividade. Porém, esse maior direcionamento pró-eficiência pode causar uma menor ênfase em dimensões de desempenho social, de interesse dos formuladores de políticas públicas, não incorporadas nos contratos de incentivo dos gestores e nas variáveis de resultado enfatizadas e monitoradas pelos proprietários privados. Por exemplo, bancos privados podem ter menor interesse em oferecer crédito para camadas de baixa renda com maior risco de inadimplência, o que poderia impactar negativamente a rentabilidade da operação. Assim, em um cenário alternativo onde as atividades de uma determinada empresa estatal passam a ser executadas por gestores privados, é crucial avaliar os incentivos que esses gestores terão para observar e garantir a correta provisão dessas atividades de acordo com parâmetros definidos por políticas públicas. Caso existam riscos de negligência dessas dimensões sociais, o próximo passo é então examinar se existem mecanismos contratuais e regulatórios que garantam um maior alinhamento da gestão privada aos objetivos estabelecidos por essas políticas.

No contexto específico da CEF, exemplificamos esse tipo de análise com ênfase em atividades com alta relevância em políticas públicas:

financiamento de crédito imobiliário, gestão de fundos públicos (com ênfase no FGTS) e operação de programas sociais de transferência de renda. Analisamos, também, a atuação como banco múltiplo, com particular ênfase sobre seu impacto na concorrência setorial e na sua possível penetração ou “capilaridade” em áreas menos desenvolvidas. Analisamos o desempenho da CEF em cada uma dessas atividades descritas anteriormente, trazendo evidências internacionais sobre formas alternativas de gestão dessas atividades e propondo uma série de medidas regulatórias necessárias para garantir a sua adequada provisão nesse modo privado. O artigo se encerra com considerações finais sobre a viabilidade e os procedimentos para uma eventual transição de execução pública para privada no contexto das atividades da CEF.

## **2. CEF: perfil e evolução recente**

A CEF é, há décadas, um dos principais bancos do país em diferentes dimensões. Em setembro de 2017, era o terceiro maior banco em termos de ativo total, ficando atrás somente do Banco do Brasil (BB) e Itaú. Como pode ser observado na Tabela 1, a participação da CEF no ativo total, tanto dos cinco maiores bancos em atuação no país, quanto do segmento bancário como um todo (denominado b1), manteve-se relativamente estável entre dezembro de 2014 e setembro de 2017, próxima de 21,8% e 17,6% respectivamente. Já no que tange à participação da CEF nos depósitos totais, evidenciou-se uma queda no último ano, tendência oposta à observada para a participação no total do crédito, que vem aumentando continuamente durante todo o período analisado. Em setembro de 2017, o banco estatal possuía participação de 28,16% no total do crédito concedido pelos cinco maiores bancos e 24,43% do total concedido pelo segmento bancário.

**Tabela 1 – Participação da CEF em Relação aos Cinco Maiores Bancos e ao Segmento Bancário (b1) (%)**

Participação da CEF em relação aos cinco maiores bancos do Brasil			
DATA	PART. ATIVO 5+	PART. DEPÓSITOS 5+	PART. CRÉDITO 5+
dez/14	21,50	26,97	24,75
dez/15	21,99	28,70	25,78
dez/16	21,76	29,98	27,09
set/17	21,92	28,13	28,16

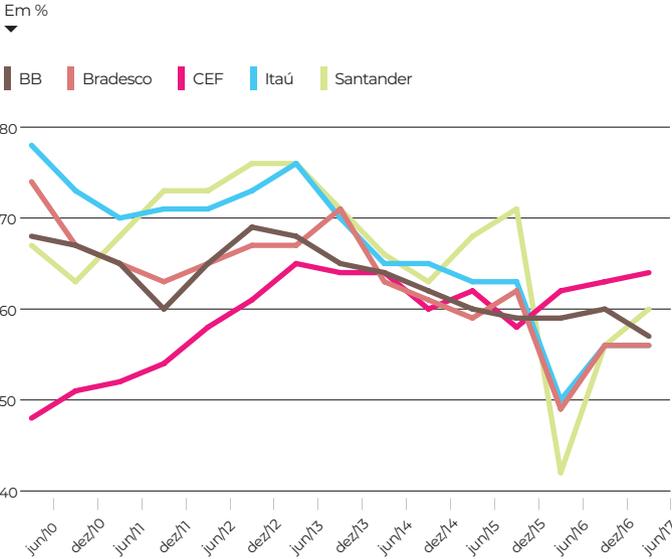
Participação da CEF em relação ao total do segmento bancário no Brasil			
DATA	PART. ATIVO B1	DEPÓSITO TOTAL B1	PART. CRÉDITO B1
dez/14	17,13	22,59	20,77
dez/15	17,33	23,18	21,44
dez/16	18,02	25,74	23,47
set/17	18,00	23,99	24,43

FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA A PARTIR DE DADOS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL.

A CEF, porém, é um banco bastante atípico, combinando funções de banco comercial (múltiplo) com a operação de vários programas sociais. Em 2017, a CEF registrou receitas totais de R\$ 174,514 bilhões, sendo aproximadamente 76% oriundas de receitas de intermediação financeira e 24% de outras fontes de receitas operacionais – incluindo, como mostraremos mais à frente, receitas com a gestão de programas do governo. No caso de receitas de intermediação financeira, parcela relevante envolve a atividade com crédito e arrendamento mercantil. De fato, esse componente de receita apresenta um comportamento bem diferente do observado para os demais bancos brasileiros. Enquanto os outros bancos têm, em geral, reduzido o peso relativo do crédito no total de suas receitas de intermediação, a CEF tem caminhado em direção oposta (Gráfico 1), muito em função de intervenções sucessivas do governo para redução de taxas e aumento de concessão de crédito.

### Gráfico 1

Participação do Crédito e Arrendamento Mercantil na Receita dos Cinco Maiores Bancos



FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA A PARTIR DE DADOS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL.

Nesse âmbito, a CEF figura como o banco de menores margens líquidas no setor bancário, definida como a razão entre o lucro líquido e as receitas bancárias (Gráfico 2). Essas menores margens podem ser resultado tanto dos menores juros cobrados em linhas de crédito imobiliário, quanto de uma menor eficiência operacional relativa a outros bancos. Por exemplo, de 2010 a 2017, as despesas de pessoal sobre o total de receitas da CEF foram, em média, 19,5%, contra 14,8% do Banco do Brasil, 11,1% do Bradesco, 9,6% do Itaú e 9,4% do Santander. Além disso, a CEF apresentou uma tendência contínua de aumento da alavancagem nos últimos anos, apresentando uma taxa média de cresci-

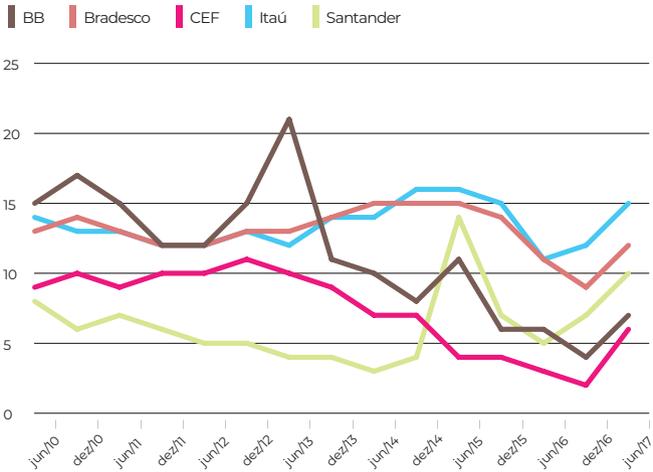
mento de 10% ao ano. Uma possível explicação é que a CEF, em linha oposta a outros bancos, ampliou a sua carteira de crédito. Houve ainda pressão do governo para que a maior atividade de empréstimo da CEF pudesse gerar dividendos, logo ajudando a cumprir a meta fiscal. Vale notar que a expansão da CEF, e a necessidade de reequilibrar seus indicadores de solvência, tem exigido aportes do Tesouro na forma de transferências de ativos e instrumentos híbridos de dívida (que poderia ser reconvertida em patrimônio líquido), porém causando reflexos importantes no endividamento público.

Quando observamos as receitas operacionais da CEF, a principal fonte dessas receitas é a intermediação financeira, que representa 76,8% das receitas operacionais. A segunda principal fonte de receitas é prestação de serviços, como a administração de fundos sociais, arrecadações, fundos de investimentos e carteiras administradas, rendas de cartões, entre outros. Em 2017, a prestação de serviços abarcou 11% das receitas operacionais da CEF, com destaque para a administração do FGTS (4,2%). Comissões e taxas sobre operações desse mesmo fundo, que compõem as outras receitas operacionais, representam 2,2% das receitas operacionais da CEF. Assim, parcela importante das receitas operacionais da CEF não relacionadas à intermediação financeira decorrem da execução de atividades ligadas a políticas públicas (Gráfico 3).

## Gráfico 2

### Margem Líquida dos Cinco Maiores Bancos

Em %

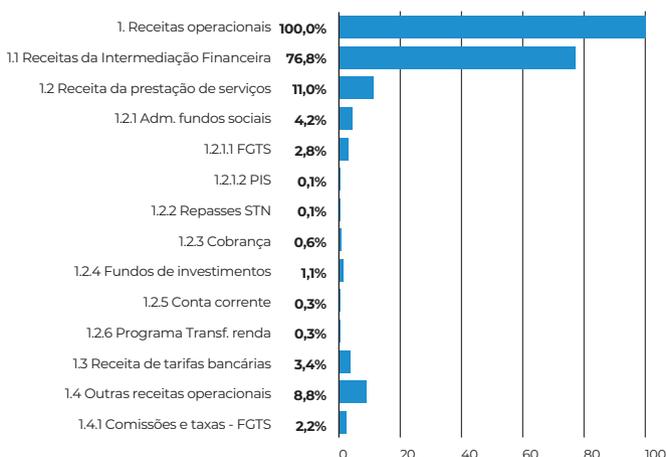


FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA A PARTIR DE DADOS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL.

### Gráfico 3

Participação das Principais Fontes na Receita Operacional da CEF no Exercício 2017

Em %



FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA A PARTIR DE DADOS DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DA CEF.  
 NOTA: OS ASTERISCOS INDICAM RECEITAS ORIUNDAS DE OPERAÇÕES PARA O GOVERNO.

Além do FGTS, a CEF atua como agente operador de outros fundos e programas sociais públicos, entre os quais se destacam o Programa de Integração Social (PIS) e o Fundo de Arrendamento Residencial (FAR) (Tabela 2). Enquanto os ativos do FGTS, em dezembro de 2017, eram de 489,1 bilhões de reais, o do PIS e FAR eram, respectivamente, R\$ 31,2 e R\$ 39,8 bilhões de reais. Tais fundos e programas figuram como entidades jurídicas independentes. Deste modo, além de possuírem contabilidade própria, são geridos por regulamentação e estrutura de governança específicas.

**Tabela 2 – Ativos de Fundos/Programas Sociais Administrados pela CEF (em bilhões de reais)**

FUNDOS	DEZ/2017
Fundo de Garantia por Tempo de Serviço - FGTS	489,11
Programa de Integração Social - PIS	31,24
Fundo de Arrendamento Residencial - FAR	39,84
Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS)	13,80
Fundo de Desenvolvimento Social - FDS	3,01
Fundo de Garantia para a Construção Naval - FGCN	0,05
Fundo Garantidor da Habitação Popular - FGHAB	1,87
Fundo Garantia Safra - FGS	1,90
Fundo de Apoio ao Desenvolvimento Social - FAS	0,03
<b>Total</b>	<b>580,86</b>

**FONTE:** ELABORAÇÃO PRÓPRIA A PARTIR DE DADOS DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DA CEF. **NOTA:** FUNDOS E PROGRAMAS SOCIAIS COM POSIÇÃO 30/11/2017, COM EXCEÇÃO DO FGTS COM POSIÇÃO DE 31/10/2017

Nas seções seguintes, examinaremos em mais detalhe cada um desses componentes das atividades da CEF, iniciando-se por seu papel no suprimento de crédito imobiliário, seguindo para a sua atuação como gestores de programas e fundos sociais, e finalizando com a análise da CEF como banco múltiplo com possível influência na competição e capilaridade do setor bancário brasileiro.

### 3. A CEF como supridora de crédito imobiliário

#### 3.1. PERFIL DA ATIVIDADE DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO DA CEF

O saldo da carteira de crédito imobiliário da CEF aumentou 3,3% entre dezembro de 2016 e 2017. A habitação é o principal segmento da carteira de crédito da CEF, respondendo por 62,41%, seguido pelo segmento comercial e de infraestrutura e desenvolvimento, responsáveis por, respectivamente, 23,5% e 11,96% (Tabela 3). Nos últimos anos, observa-se uma redução da participação do crédito comercial, compensada pelo aumento do crédito imobiliário. Somente entre 2016 e 2017,

a participação do crédito comercial declinou em 4 pontos percentuais. A CEF, por outro lado, permaneceu ocupando a liderança no mercado de crédito imobiliário, com 69% de participação.

Como pode ser observado na Tabela 4, do total do saldo da carteira de crédito imobiliário, R\$ 237,6 bilhões provinham de recursos do FGTS em dezembro de 2017; o restante vinha de recursos da poupança (SBPE, Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo). A participação do fundo na carteira aumentou continuamente desde dezembro de 2016, à uma taxa de crescimento de 2,4% ao trimestre. Ou seja, no período analisado, mais de 50% da carteira de crédito imobiliário da instituição foi financiada com recursos do FGTS, indicando que a liderança da CEF no referido mercado é fortemente embasada por recursos públicos direcionados.

**Tabela 3** – Participação de Cada Segmento na Carteira de Crédito Ampla da CEF (%)

segmento	DEZ/15	DEZ/16	DEZ/17
<b>Comercial</b>	30,16	27,77	23,50
<b>Rural</b>	-	1,04	1,00
<b>Habitação</b>	58,02	58,71	62,41
<b>Infraestrutura/desenvolvimento</b>	10,67	11,35	11,96
<b>Outros</b>	1,15	1,13	1,13

FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA A PARTIR DOS DADOS DOS BALANÇOS PATRIMONIAIS DA CEF

**Tabela 4** – Fonte dos Recursos da Carteira de Crédito Imobiliário da CEF (em bilhões de reais a valores de dezembro de 2017)

	RECURSOS CEF/ SBPE	RECURSOS DO FGTS	OUTROS	SALDO DA CARTEIRA DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO	PART. SBPE (em %)	PART. FGTS (em %)
<b>dez/16</b>	207,03	208,57	0,82	415,80	49,79	50,16
<b>mar/17</b>	204,17	214,85	0,71	419,23	48,70	51,25
<b>jun/17</b>	202,85	225,63	0,02	427,96	47,40	52,72
<b>set/17</b>	199,85	232,62	-	431,84	46,28	53,87
<b>dez/17</b>	194,10	237,60	-	431,19	45,02	55,10

### 3.2 EXPERIÊNCIAS DE GESTÃO PRIVADA DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO

Em diversos países, políticas habitacionais para baixa renda se valem de um misto de iniciativas, desde apoio governamental à construção de habitações populares até programas de subsídio e crédito para beneficiários. Nesse último caso, a experiência chilena é reconhecida como uma das mais antigas e de relativo sucesso (MICCO, PARRADO, PIEDRABUENA e REBUCCI, 2012; ROSS e PELLETIERE, 2014). No modelo chileno, o financiamento às classes média e alta é feito unicamente pelo setor privado, enquanto o suprimento de crédito para estratos de renda mais baixos segue uma combinação de empréstimos e subsídios governamentais via *vouchers* para aquisição de residências. Nesse modelo, subsídios e empréstimos são vistos como complementares; cerca de 70% das famílias obtendo crédito também recebem subsídios (FREITAS, MAGNABOSCO e CUNHA, 2013). Os *vouchers* permitem aumentar a capacidade de pagamento de populações mais vulneráveis, que podem então obter empréstimos adicionais caso queiram adquirir habitações de maior valor.

O *Programa de Subsídio Unificado* foi o modelo de maior abrangência no país. Nele, o governo apoiava parcialmente o valor da moradia por meio de um *voucher* ou certificado de subsídio que variava de acordo o valor do imóvel a ser adquirido – quanto maior o valor do

imóvel, menores os subsídios<sup>2</sup>. Já o programa chamado de *Viviendas Progresivas* consistia em duas etapas. Em um primeiro momento, para ter acesso ao subsídio concedido pelo Ministério da Habitação e Desenvolvimento Urbano (MINVU), as famílias deveriam demonstrar uma conta de poupança prévia, aberta em banco ou instituição financeira, com um contrato mínimo de poupança de acordo com o programa eleito. A exigência de poupança prévia tinha como objetivo sinalizar maior propensão a pagar, em um contexto de assimetria informacional (FREITAS et al., 2013). Os subsídios governamentais cobriam uma parcela relevante do valor do imóvel no caso faixa de rendas menores, sendo o restante financiado por empréstimos (ALVAYAY e SCHWARTZ, 1997). Por exemplo, em meados de 2018, famílias entre os 40% mais vulneráveis da população (segundo classificação socioeconômica do Ministério de Desenvolvimento Social) poderiam comprar uma habitação com valor máximo de US\$ 42 mil, com os subsídios de até US\$ 14-35 mil e com necessidade de comprovação de poupança de US\$ 442.<sup>3</sup>

Segundo Ciclari (2012), até 2000, cabia ao *Servicios de Vivienda y Urbanización* (SERVIU) a execução da política habitacional no país, envolvendo desde a construção até o financiamento da compra das unidades habitacionais. A partir de então, a participação do Estado foi sendo progressivamente reduzida de modo a que, em 2003, o papel do SERVIU restringiu-se ao monitoramento e avaliação dos projetos executados pelo setor privado. Os projetos e as construções passaram a ser realizados por uma Entidade Gestora de Imóveis (EGIS), que pode ser pública ou privada, com ou sem fins lucrativos (SIMIAN, 2016). No

2 O VALOR DO SUBSÍDIO TAMBÉM DE ACORDO COM A REGIÕES ONDE ESTAVA LOCALIZADO O IMÓVEL. IMÓVEIS DE UM MESMO VALOR EM REGIÕES MAIS SUBDESENVOLVIDAS RECEBIAM SUBSÍDIOS MAIORES (ALVAYAY e SCHWARTZ, 1997).

3 [HTTP://BENEFICIOS.MINVU.GOB.CL/COMPRAR-UNA-VIVIENDA/SECTOR-VULNERABLE/](http://beneficios.minvu.gob.cl/comprar-una-vivienda/sector-vulnerable/) (ACESSO EM 31/7/2018). É IMPORTANTE DESTACAR QUE QUASE A TOTALIDADE DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO CHILENO É INDEXADO À INFLAÇÃO (UF), O QUE REDUZ O RISCO DOS BANCOS POR ELIMINAR O RISCO INFLACIONÁRIO DE UM EMPRÉSTIMO DE LP.

entanto, o MINVU seguiu responsável pelo gerenciamento das políticas habitacionais e dos programas de habitação e urbanismo, além do fornecimento dos subsídios.

Um aspecto importante do funcionamento do programa habitacional chileno foi o modo de atuação do Estado no processo. No caso de unidades habitacionais de maior valor, o crédito imobiliário deveria ser contratado diretamente junto às instituições financeiras privadas nos prazos e custos por elas estabelecidos. Porém, para valores residenciais menores, no segmento de populações mais vulneráveis, o Estado permaneceu relevante: o banco estatal BancoEstado tem expressiva atuação no financiamento para esse segmento e, mais recentemente, foram até criados programas de garantia de crédito (MICCO et al., 2012). Modelo similar foi adotado pelo Peru. Por exemplo, o programa *Techo Propio* estabelecia subsídios de cerca de 45% do valor do imóvel, com o restante financiado por bancos privados. Porém, diferentemente do Chile, houve significativa inadimplência na parcela dos empréstimos (Accion International, 2007), novamente demonstrando a dificuldade e importância de lidar o risco de crédito em camadas mais vulneráveis da população.

De forma geral, as estatísticas apontam para o bom desempenho da política de habitação chilena na redução da carência habitacional, garantindo a concessão de crédito para a população mais pobre.<sup>4</sup> Nos trinta anos seguintes à sua implementação, o parque habitacional passou de 4 milhões para mais de 8 milhões de unidades, reduzindo o déficit habitacional de 30% em 1980 para 10,5% da população em 2010. Somente entre 1990 e 2017, foram outorgados mais de 3 milhões de

---

4. A POLÍTICA HABITACIONAL CHILENA PASSOU DIVERSAS ALTERAÇÕES AO LONGO DO TEMPO. APESAR DE OS PROGRAMAS TEREM RECEBIDO NOVOS NOMES, SEUS DESENHOS NÃO FORAM ESTRUTURALMENTE ALTERADOS. EM SUMA, OS PROGRAMAS CONTINUARAM DIRECIONADOS ÀS FAIXAS DE RENDA MAIS BAIXAS, HAVENDO UMA DIVISÃO DAS RESPONSABILIDADES ENTRE O ESTADO E O SETOR PRIVADO. VALE DESTACAR QUE OS PROGRAMAS MAIS IMPORTANTES ATUALMENTE SÃO O SUBSÍDIO HABITACIONAL D.S. 40 E O FONDO SOLIDARIO DE VIVIENDA. O PRIMEIRO FOI CRIADO EM 2004 E É COMPOSTO PELOS ANTIGOS PROGRAMAS DE SUBSÍDIO GENERAL UNIFICADO E VIVIENDA BÁSICAS, FUNCIONANDO DA MESMA FORMA QUE O PROGRAMA DE SUBSÍDIO GENERAL UNIFICADO ANTERIOR. O SEGUNDO, POR SUA VEZ, ATENDE AOS GRUPOS COM RENDA MAIS BAIXA (SIMIAN, 2016).

subsídios, de modo que 59% do estoque de habitações construído entre 1980 e 2010 foram feitos com subsídios ou diretamente pelo Estado (CICLARI, 2012; MINVU, 2018).

A experiência do México, em contraste, mostra resultados menos consistentes. Assim como no caso chileno, o programa habitacional mexicano era direcionado aos grupos com renda mais baixa. Neste caso, a concessão de subsídios para a compra do imóvel e do crédito para a melhoria da habitação era realizada pelas instituições públicas responsáveis e direcionada às famílias em extrema pobreza e que recebiam até três salários mínimos. Outra similaridade com o programa chileno dizia respeito à exigência quanto à poupança prévia dos beneficiários para a reforma da moradia. No entanto, apesar de a gestão e o custeio da política serem descentralizados, manteve-se ainda uma forte dependência das entidades estatais, tanto federais quanto locais.

Diferente do caso chileno, as evidências indicam que o programa mexicano não contribuiu efetivamente para atenuar o problema de déficit habitacional (FGV, 2006). Apesar de, entre 2001 e 2006, terem sido concedidos cerca de 3 milhões de empréstimos para a construção de imóveis e 976 mil para a melhoria ou ampliação das moradias existentes, o déficit habitacional pareceu estacionar no mesmo patamar que o evidenciado no início da década. Dados do Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit) estimam um déficit ainda maior em 2018, próximo de 11 milhões de habitações. Logo, a experiência mexicana ressalta que a simples replicação de modelos de subsídios, com forte dependência estatal, pode não gerar resultados satisfatórios. Por outro, as experiências do Chile (e, em menor grau, do Peru) indicam que a atração de atores privados requer mecanismos contratuais e regulatórios para garantir a eficaz provisão de crédito, especialmente em camadas da população com maior vulnerabilidade e risco de inadimplência.

### 3.3. POSSÍVEL ALTERNATIVA PRIVADA NO CONTEXTO BRASILEIRO E CUIDADOS REGULATÓRIOS NECESSÁRIOS

Nesta seção, à luz da experiência acima discutida, são avaliados mecanismos contratuais e regulatórios para a execução de políticas de crédito imobiliário no Brasil. É possível desenhar arranjos privados para provisão de crédito imobiliário a taxas de juros subsidiadas com os mesmos objetivos e com desempenho potencialmente igual ou melhor que o da CEF? A experiência internacional apresentada e discutida anteriormente sugere que sim. Segundo o modelo chileno, um arranjo privado natural no Brasil seria baseado na concessão de crédito imobiliário a taxas de juros subsidiadas por meio de bancos privados, combinada com a distribuição de *vouchers*. Nesse arranjo, o governo define os critérios para identificar quais famílias são elegíveis ao crédito imobiliário subsidiado (tal como existem os critérios para obtenção do bolsa família) e, uma vez definidos os critérios, as famílias elegíveis recebem o *voucher* e solicitam ao um banco previamente selecionado pelo governo o financiamento do saldo remanescente para a aquisição de imóvel residencial. Nesse sistema, como mostra a experiência internacional, é importante definir critérios para alocação de subsídios e mecanismos de regulação da instituição financeira selecionada para a provisão do crédito imobiliário.<sup>5</sup>

Tal como no sistema chileno, o financiamento imobiliário às classes média e alta deve ser feito unicamente pelo setor privado, enquanto o suprimento de crédito para estratos de renda mais baixos deve seguir uma combinação de empréstimos e subsídios governamentais via *vouchers* para aquisição de residências. Nesse último caso, deve ser estabelecido um regramento estabelecendo, para cada faixa de renda da população e valor do imóvel, qual o valor máximo do *voucher*, as taxas

---

5 NÃO SE PRETENDE, AQUI, DISCUTIR O DESENHO DE POLÍTICAS HABITACIONAIS DE FORMA GERAL. O DESENHO DOS MONTANTES E CRITÉRIOS PARA OS SUBSÍDIOS DEVE SER FOCO DE ANÁLISE MAIS ESPECÍFICA E DETALHADA.

de juros esperadas para financiamento complementar e exigências adicionais para os benefícios (como a necessidade de poupança prévia). De posse desse regramento, pode-se então estabelecer um leilão reverso no qual a instituição financeira que demandar o menor subsídio para implementar os padrões de concessão de *vouchers* e empréstimos estabelecidos pela política será selecionado para executar a operação. O governo pagaria ao banco selecionado o subsídio demandado. Nesse arranjo, o governo deverá destinar, de forma explícita, recursos orçamentários para a realização da política de financiamento.

Vale destacar que, num regime desse tipo, tanto o governo quanto a instituição financeira poderiam ser responsáveis pelo risco de crédito. No modelo em que o governo é o responsável pelo risco de crédito, o subsídio demandado pela instituição financeira seria menor, mas deveriam existir recursos orçamentários para cobrir eventuais casos de inadimplência dos tomadores de crédito. No modelo alternativo em que a instituição financeira é a responsável pelo risco de crédito, será necessário algum tipo de subsídio adicional para cobrir o risco de crédito da operação financeira para camadas da população de maior vulnerabilidade. Nos dois casos, a propriedade do imóvel deverá ser transferida ao beneficiário apenas após a quitação do empréstimo.

Os benefícios desse arranjo envolvem maior eficiência operacional na intermediação e expansão do financiamento imobiliário, além de deixar mais explícitos os recursos orçamentos para a concessão de crédito. Os principais riscos desse arranjo são que as instituições privadas podem cobrar taxas operacionais para aceitarem os *vouchers* ou *juros adicionais pelo serviço* e *podem também restringir a parcela de financiamento no caso de tomadores de maior risco*. Isto porque a atuação da instituição financeira responsável pela distribuição de crédito subsidiado não é perfeitamente observada pelo governo, uma vez que um contrato de crédito imobiliário é firmado entre o beneficiário e a instituição financeira.

Nesse sentido, avanços regulatórios serão necessários para o sucesso desse sistema. Em particular, o bom funcionamento do sistema dependerá essencialmente de um adequado monitoramento da instituição financeira selecionada. Será fundamental verificar se os subsídios estão sendo repassados conforme previamente acordado entre o governo e a instituição financeira responsável pela distribuição de crédito subsidiado. O Banco Central será parte dispensável desse sistema, uma vez que, como órgão regulador do sistema financeiro, registra e monitora todas as operações de crédito, incluindo as operações de crédito imobiliário. Assim, o Banco Central deverá registrar e monitorar as taxas de juros cobradas e o repasse dos *vouchers*, de acordo com o ofertado no leilão. De outra parte, os Ministérios da Fazenda e Planejamento deverão definir o montante dos subsídios máximos a serem leiloados – que devem ser aprovados, de forma explícita, em orçamento.

## 4. A CEF como gestora do FGTS

### 4.1. PERFIL DA ATIVIDADE DA CEF COMO OPERADORA DOS RECURSOS DO FGTS

No caso específico do FGTS, é importante diferenciar dois aspectos: a governança do próprio fundo e a gestão das aplicações dos beneficiários. Quanto à governança do FGTS, o fundo é gerido e administrado por um Conselho Curador, chamado Conselho Curador do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - CCFGTS.<sup>6</sup> O Conselho é um colegiado tripartite composto por entidades representativas dos trabalhadores, dos empregadores e representantes do governo. O papel do CCFGTS é definir as metas de aplicações dos recursos do FGTS em habitação popular, saneamento ambiental e infraestrutura, por meio da elabora-

---

6 O FGTS FOI CRIADO PELA LEI Nº 5.107, DE 13 DE SETEMBRO DE 1966, E ATUALMENTE É REGIDO PELA LEI 8.036, DE 11 DE MAIO DE 1990.

ção de orçamentos anuais e de planos plurianuais de aplicação dos recursos, além realizar o acompanhamento das metas físicas propostas. Adicionalmente, o CCFGTS tem a função de fiscalizar o recolhimento das contribuições ao FGTS.

A principal modalidade da carteira de ativos do FGTS é a de operações de crédito, como pode ser observado na Tabela 5. No entanto, vale ressaltar a importância dos títulos e valores mobiliários. Dentre os últimos, observa-se que o investimento em ativos de renda fixa é expressivo comparativamente ao em ativos de renda variável, correspondendo a mais de 20% dos ativos do Fundo. Os investimentos em depósitos remunerados e operações compromissadas lastreadas em títulos públicos são apresentados na Tabela 5, enquanto a decomposição dos títulos e valores mobiliários é apresentada na Tabela 6. Nota-se maior concentração das aplicações em títulos de renda fixa, porém com relevante participação do FI-FGTS. Esse fundo tem apresentado características de fundo de *private equity*, investindo em empresas e sociedades de propósito específico em concessões públicas.

A CEF, especificamente, tem o papel de gerenciar os recursos dos beneficiários do FGTS e implementar as metas de alocação e aplicação dos recursos do FGTS estabelecidos pelo Conselho Curador do FGTS. Portanto, a CEF é o agente operador do FGTS. A ela cabe, portanto, definir os procedimentos operacionais que serão necessários à execução das metas definidas pelo CCFGTS. A CEF também centraliza os recolhimentos e gerencia as contas vinculadas em nome dos beneficiários e estabelece procedimentos, tanto administrativos quanto operacionais, dos bancos depositários, dos agentes financeiros, dos empregados e dos trabalhadores que integram o sistema FGTS.

Como se sabe, as taxas pagas pelo FGTS ao poupador são bastante baixas (3% ao ano mais TR), o que acaba também trazendo um questionamento se essas taxas não deveriam ser alinhadas ao que o próprio fundo obtém com suas aplicações diversas. As menores taxas ao pou-

pador são tradicionalmente justificadas pela necessidade de financiar empréstimos imobiliários a custo mais baixo. Porém, como discutido anteriormente, esses subsídios poderiam ser mais explicitamente destacados e incluídos no orçamento federal. Ainda assim, na hipótese de manutenção do FGTS com taxas mais alinhadas a padrões de mercado, restaria a dúvida de como a gestão do programa poderia ser realizada.<sup>7</sup>

**Tabela 5 – FGTS: Participação de cada modalidade de investimento em relação ao total de ativos (%)**

ANO	DEPÓSITOS E APLICAÇÕES INTERFINANCEIRAS DE LIQUIDEZ	TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS	CRÉDITOS VINCULADOS	OPERAÇÕES DE CRÉDITO	OUTROS CRÉDITOS	TOTAL DE ATIVOS
2013	10,91%	33,69%	1,77%	49,98%	3,66%	100%
2014	11,91%	31,41%	1,66%	50,22%	4,80%	100%
2015	12,98%	31,79%	1,59%	53,30%	0,33%	100%
2016	9,60%	32,01%	1,54%	55,83%	1,02%	100%

FONTE: DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DO FGTS.

**Tabela 6 – Decomposição dos títulos e valores mobiliários investidos pelo FGTS (em bilhões de reais a valores de dezembro de 2017)**

ANO	LTN	NTN	CRI	FI-FGTS	FIDC RB HAB	FII-FGTS	LCI	CVS	DEBÊNTURES	TOTAL
2013	12,96	90,12	8,17	39,24	0,58	6,11	-	2,77	8,85	168,80
2014	9,04	85,33	8,14	38,56	0,68	5,82	-	2,28	6,12	155,98
2015	5,97	87,52	6,16	30,35	0,39	-	-	1,73	4,19	136,31
2016	3,30	88,36	12,12	27,60	0,31	2,83	0,86	1,42	3,74	140,54

FONTE: DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DO FGTS.

NOTAS: (I) AS NOTAS DO TESOURO NACIONAL (NTN) CORRESPONDEM TANTO AOS ATIVOS DA CARTEIRA PRÓPRIA DO FGTS QUANTO AOS DO FUNDO DE LIQUIDEZ.

(II) LTN: LETRAS DO TESOURO NACIONAL, NTN: NOTAS DO TESOURO NACIONAL, CRI: CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS, FI: FUNDO DE INVESTIMENTO, FIDC: FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS, FII: FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO, LCI: LETRA DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO, CVS: CRÉDITOS SECURITIZADOS.

Vale destacar que a CEF possui uma grande autonomia na opera-

7 DISCUTIR POSSÍVEIS DESENHOS ALTERNATIVOS AO FGTS FOGE AO ESCOPO DO PRESENTE ESTUDO. PARA UMA DISCUSSÃO NESTA LINHA, CONSULTE PAES DE BARROS E PORTELA (2018).

cionalização o FGTS no que diz respeito ao montante de recursos, taxas de juros dos contratos de crédito, e na escolha dos credores que deseja manter em sua carteira de clientes. Tal estrutura de governança, entretanto, não elimina a possibilidade de interferência política na aplicação dos recursos do FGTS, uma vez que os gestores da CEF também podem ter relações com membros do governo e dos partidos coligados.

#### 4.2. EXPERIÊNCIAS DE GESTÃO PRIVADA DE PROGRAMAS SIMILARES

As chamadas contas de poupança de seguro desemprego (*Unemployment Insurance Savings Accounts* – UISAs) funcionam como um tipo de poupança forçada financiada pelo empregador enquanto o trabalhador está empregado. O principal motivo para a sua criação é servir como um sistema de proteção financiado ao longo da carreira de cada indivíduo, reduzindo os impactos negativos de um período mais prolongado de desemprego (FERRER e RIDDELL, 2009). Entretanto, poucos países adotam tal sistema de proteção. Apesar de a maioria dos países ter pelo menos dois programas de benefícios aos desempregados, os sistemas mais comuns são o seguro-desemprego e a multa por demissão. Ademais, para Ferrer e Ridell (2009), a efetividade dos programas de fundos individuais como uma forma de seguro contra o desemprego depende fortemente do desempenho e credibilidade das instituições financeiras responsáveis pela sua gestão.

Nesse aspecto, novamente vale observar a experiência do Chile. O novo sistema de proteção contra o desemprego foi criado em 2002, sendo composto por dois tipos de fundos. O primeiro, denominado *Cuentas Individuales de Cesantía*, é individual e tem seu financiamento compartilhado entre o empregado e o empregador. O segundo, denominado *Fondos de Cesantía Solidario*, destina-se a todos os trabalhadores, sendo financiado pelos empregadores e pelo governo. Segundo Ferrer e Riddell (2009), a gestão de ambos os fundos cabe à Administração dos Fundo de Desemprego (AFC), entidade controlada pelos sete ad-

ministradores de fundos de pensão existentes no Chile. A seleção da entidade gestora é feita por meio de um leilão público que concede à empresa selecionada 10 anos na função com uma comissão anual de 0,6% do saldo dos fundos. É responsabilidade da AFC cobrar e alocar as contribuições para cada fundo, assim como investir os recursos, pagar os benefícios e atender aos clientes. A regulação da entidade, por sua vez, é realizada por uma superintendência própria (Superintendência dos Administradores do Fundo de Pensões), enquanto os investimentos seguem as mesmas normas aplicáveis aos fundos de pensão, que também são privados.

No Panamá, diferentemente do Chile, a adoção de um sistema de fundos individuais é mais antiga, tendo sido estabelecida em 1972. A gestão dos fundos panamenses, antes da reforma trabalhista, era responsabilidade do próprio empregador. Como salientam Ferrer e Riddell (2009), tal arranjo gerava problemas de risco moral, uma vez que, na ocorrência de demissões em massa, as empresas tinham problemas de liquidez e até mesmo falência. Depois que o novo código trabalhista entrou em vigor, os recursos passaram a ser depositados trimestralmente – incluídos 5% do valor indenizatório previsto ao fim do contrato – em um fundo fiduciário junto à uma instituição financeira privada. Além disso, ainda que em menor escala, os trabalhadores poderiam eles próprios fazer contribuições para o fundo, por meio de aportes em uma conta privada. A gestão dos fundos, também diferente do caso chileno, passou a ser feita por qualquer instituição financeira aprovada – de preferência do próprio empregador e empregado. As taxas de retorno oferecidas para os fundos eram alinhadas a taxas de mercado.

Já no Peru, uma das principais inovações da reforma de 1991 foi a criação do fundo de *Compensacion por Tiempo de Servicio* (CTS). Tal fundo, similar aos demais casos descritos, é uma conta individual, mas, neste caso, financiada pelo empregador. Os depósitos correspondem a 0,5% do salário de cada mês e devem ser realizados semestralmente.

No caso peruano, o sistema não é universal, abarcando somente empregados privados não contemplados por outros regimes especiais. Como no Panamá, o trabalhador é livre para escolher a instituição financeira responsável pela gestão do fundo, incluindo, até mesmo, o próprio empregador – eleito via acordos privados. Em 2007, os bancos eram responsáveis por aproximadamente 93% dos depósitos, seguidos pelas cooperativas de poupança, cuja participação no sistema vinha crescendo rapidamente devido ao pagamento de taxas de juros mais elevadas.

#### **4.3. POSSÍVEL ALTERNATIVA PRIVADA NO CONTEXTO BRASILEIRO E CUIDADOS REGULATÓRIOS NECESSÁRIOS**

A experiência internacional demonstra um conjunto variado de arranjos para gerenciar fundos de poupança de seguro ao desemprego. Numa gestão totalmente descentralizada, os beneficiários individualmente escolhem uma instituição financeira para gerir os seus depósitos de FGTS. Existem pontos positivos e negativos associados a esse tipo de gestão. O simples fato de que cada beneficiário pode decidir por si mesmo quem irá gerir os seus recursos de FGTS é um importante ponto positivo desse tipo de regime. Isso permite uma adequada alocação dos recursos, pois esses geridos de acordo com propensão ao risco e horizonte de vida de cada indivíduo, algo que não necessariamente acontece quando todos os recursos são geridos de forma agregada. Vale notar que em um regime totalmente descentralizado, elimina-se a necessidade de um conselho tal como atual Conselho Curador do FGTS. Nesse regime descentralizado, as decisões de alocação do FGTS serão tomadas exclusivamente pelos próprios beneficiários do FGTS. Portanto, sofrerão menos distorções alocativas, possivelmente políticas, de um regime com a presença um conselho curador que determina as metas de aplicações do FGTS, e cujos interesses não necessariamente coincidem com os interesses dos beneficiários dos recursos do fundo.

Um outro sistema possível é a gestão compartilhada. Nesse regi-

me, a massa de recursos do FGTS é gerida por uma ou um conjunto de instituições financeiras previamente selecionadas para gerir os recursos poupados. Nesse arranjo, é identificado o perfil dos beneficiários quanto a sua propensão ao risco e horizonte de saque, e os recursos são aplicados de acordo com o perfil identificado. Instituições financeiras são então selecionadas para administrar os recursos do FGTS conforme o desempenho relativo passado. Podem ser adotados mecanismos do tipo *scoring auction*, propostos por Che (1993) e Asker e Cantillon (2008), por meio do qual diversas características gestoras são levadas em consideração num leilão para selecionar os gestores dos fundos do FGTS.<sup>8</sup> Preferencialmente, mais de uma instituição será selecionada e o pagamento recebido será feito de acordo com o desempenho relativo (*yardstick competition*), tal como proposto por Shleifer (1985). O Ministério do Trabalho, ou uma por ele agência destacada, poderia ser responsável pela identificação do perfil dos beneficiários e pela seleção das instituições financeiras. Em linhas gerais, tal regime se assemelharia aos sistemas de gestão dos recursos de fundos de pensão privados no Brasil e no Mundo.

Comparativamente ao modelo compartilhado, a gestão descentralizada tem a vantagem de não exigir a participação direta do governo sobre como os recursos devem ser alocados e quem deverá geri-los, o que ainda poderia ser suscetível a influência política. Adicionalmente, evita custos operacionais para desenhar e executar os leilões, além de todo o aparato posterior de monitoramento das instituições financeiras selecionadas. Existem, entretanto, aspectos negativos associados a um regime totalmente descentralizado. O baixo grau de educação financeira da população brasileira pode ser uma barreira para o sucesso do modelo. Se os beneficiários do FGTS não possuem um nível mí-

---

8 A EXPERIÊNCIA ITALIANA NO USO DE SCORE AUCTION NA SELEÇÃO DE FORNECEDORES DE SERVIÇOS PÚBLICOS TEVE BASTANTE SUCESSO. VER DECAROLIS, SPAGNOLO E PACINI (2016).

nimo de conhecimento sobre finanças pessoais, tais como os critérios para escolher uma gestora de recursos e como avaliar se tal instituição geriu os seus recursos de forma adequada, eles não serão capazes de tomar decisões adequadas sobre a alocação dos seus depósitos de FGTS. Portanto, a implantação de um regime descentralizado deve ser acompanhada de um amplo programa de educação financeira, direcionado principalmente aos indivíduos com baixo nível educacional. Adicionalmente, os órgãos reguladores deveriam exigir ampla divulgação pública, de forma padrão, da performance passada dos gestores de investimento (individual e comparada com outros gestores similares) para auxiliar os indivíduos nas suas decisões financeiras.

Há, entretanto, uma opção mais simples e menos custosa para a gestão das aplicações do FGTS: permitir que os beneficiários apliquem seus recursos em títulos públicos por meio do Tesouro Direto. Dessa forma, os recursos do FGTS serão remunerados pelo custo de oportunidade do dinheiro, representado pelas taxas de juros dos títulos públicos. Uma desvantagem dessa proposta, contudo, é que limita as possibilidades de investimento e diversificação do fundo. Dessa forma, em paralelo, mais em linha com o modelo totalmente descentralizado, podem ser realizados estudos-piloto para avaliar o resultado de políticas que flexibilizem um pouco mais as possibilidades de aplicação pelos próprios beneficiários. Nesses experimentos, será importante avaliar também a necessidade de provisão de informações e educação financeira para auxiliar a decisão dos poupadores, especialmente aqueles de menor renda.

Vale destacar que a legislação vigente (Lei 8.036, de 11 de maio de 1990) exige que os recursos do FGTS sejam alocados para promover o desenvolvimento urbano e as políticas setoriais de habitação popular, saneamento básico e infraestrutura urbana estabelecidas pelo Governo Federal. Contudo, para uso mais eficiente dos recursos do FGTS, conforme aqui proposto, é necessário que seja realizada uma completa

desvinculação da aplicação dos recursos do FGTS a qualquer tipo de exigência de investimento<sup>9</sup>. Como discutimos na seção 3, eventuais subsídios para implementação de crédito habitacional ou outras políticas públicas seriam definidos de forma explícita, em orçamento do governo.

## 5. A CEF como gestora de programas sociais

### 5.1 PANORAMA DOS BENEFÍCIOS SOCIAIS GERENCIADOS PELA CEF

A CEF destaca-se pelo seu papel como operadora dos programas sociais do governo federal (Tabela 7). A CEF detém o monopólio nacional dos serviços de governo, sendo a instituição responsável não só pelo pagamento dos programas sociais, mas também pela venda de bilhetes de loteria federal, por empréstimo sob penhor de bens e pela concessão de empréstimos e financiamentos a programas e projetos nas áreas de assistência social, saúde, educação, trabalho, transportes urbanos e esporte. A transferência dos recursos é feita de diversas maneiras: diretamente nas agências da CEF, em caixas eletrônicos da instituição, nas agências lotéricas e nos correspondentes “Nossa Caixa”. Entre os pagamentos efetuados destacam-se os programas ao trabalhador – dentre eles, o seguro-desemprego, abono salarial e PIS – que alcançaram a cifra de 314 bilhões em 2017, aumento de 26% em relação ao ano anterior.

---

9 A MANUTENÇÃO DA LEGISLAÇÃO VICENTE (LEI 8.036, DE 11 DE MAIO DE 1990) SOBRE COMO OS RECURSOS DO FGTS DEVE SER APLICADO NÃO CONSTITUI UM OBSTÁCULO A IMPLANTAÇÃO DE UM SISTEMA DESCENTRALIZADO OU COMPARTILHADO DE GESTÃO DOS RECURSOS DO FGTS. POR MEIO DE LEGISLAÇÃO COMPLEMENTAR, PODE-SE ESTABELECEER LIMITES MÍNIMOS DE APLICAÇÃO DOS RECURSOS DO FGTS EM LETRAS FINANCEIRAS IMOBILIÁRIAS (LFI), OU FUNDOS SIMILARES, QUANDO O FGTS É ADMINISTRADO POR AGENTES PRIVADOS. ISSO GARANTIRÁ QUE UM MONTANTE MÍNIMO DOS RECURSOS DO FGTS SEJA APLICADO CONFORME ESTABELECIDO PELA LEGISLAÇÃO QUE REGE O FGTS.

**Tabela 7 – Programas Sociais Operados pela CEF**

Número de benefícios pagos (milhões)				
SERVIÇOS DE GOVERNO	DEZ/14	DEZ/15	DEZ/16	DEZ/17
<b>Benefícios sociais</b>	176,0	163,3	163,8	158,4
<b>Bolsa Família</b>	161,7	157,7	158,6	153,8
<b>Programas voltados ao trabalhador</b>	173,5	150,1	164,6	292,3
<b>INSS</b>	66,3	64,8	65,4	71,7

Valor dos benefícios pagos (em bilhões de reais a valores de dez de 2017)				
SERVIÇOS DE GOVERNO	DEZ/14	DEZ/15	DEZ/16	DEZ/17
<b>Benefícios sociais</b>	33,88	29,98	29,02	28,70
<b>Bolsa Família</b>	31,46	28,78	28,10	27,80
<b>Programas voltados ao trabalhador</b>	241,88	227,61	248,26	313,70
Seguro-Desemprego, Abono Salarial e PIS	58,20	43,28	55,37	52,00
<b>INSS</b>	81,55	78,60	83,57	94,70
<b>FGTS (saques)</b>	102,00	105,63	109,31	166,90

FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA A PARTIR DE DADOS DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DA CEF.

## 5.2 EXPERIÊNCIAS DE REPASSE DE BENEFÍCIOS SOCIAIS POR AGENTES

### PRIVADOS

O papel da CEF em transferir recursos de políticas públicas é bastante peculiar. Na seção 3.2, discutimos como instituições financeiras têm se envolvido em crédito imobiliário com sistema de *vouchers*; porém, nesses casos, a justificativa do seu envolvimento envolve primordialmente financiamento de crédito imobiliário e outros serviços complementares. Ainda assim, da mesma forma que na discussão de prestadores de serviços para crédito em habitação e aplicações do FGTS, os beneficiários poderiam escolher bancos ou agentes alternativos para repassar os recursos de programas sociais. Por exemplo, nos programas de subsídios de aluguel implementados no Chile, os *vouchers* são repassados por instituições financeiras privadas, que também veem,

com o programa, uma possibilidade de atrair mais clientes (ROSS e PELLETIERE, 2014).

Na execução dessas transferências por meio de agentes privados, a experiência sugere que podem haver riscos morais de focalização em populações-alvo com menor vulnerabilidade e até mesmo cobrança de preços superiores ao estabelecidos pela política, especialmente em caos onde os agentes privados podem discriminar taxas cobradas. Esses riscos são apontados, por exemplo, em estudos examinando a operação de programas de *vouchers* em educação. No conhecido programa chileno de *vouchers*, por exemplo, o governo progressivamente alterou regras operacionais de forma a garantir maior focalização em segmentos e regiões de menor renda. Em janeiro de 2008, o governo chileno aprovou a Lei Preferencial de Subsídio Escolar (SEP), cujo principal objetivo era reduzir a desigualdade no desempenho dos alunos e a segregação socioeconômica entre as escolas, colocando ênfase em estudantes cujas famílias estavam nos estratos mais inferiores da distribuição de renda. Adicionalmente, em 2015, a legislação passou a requerer que apenas organizações sem fins lucrativos fossem qualificadas para operar escolas particulares parte do programa (MURNANE *et al.*, 2017).

Nessa linha, o monitoramento do sistema de transferências parece ser crucial. Por exemplo, na Colômbia, uma instituição federal, o ICETEX, é responsável por monitorar a distribuição de *vouchers* em escolas com visitas de ao menos três vezes por ano. Adicionalmente, promove o uso de um *software* desenvolvido para, entre outras coisas, acompanhar as inscrições das escolas e dos alunos participantes e manter registros nacionais dos custos e abrangência do programa. Ainda assim, essa forma de monitoramento trouxe desafios devido a dificuldades de colher informação em nível municipal (KING *et al.*, 1997). Já no modelo chileno de *vouchers* para aluguel, o ministério responsável (MINVU) realiza inspeções regulares, por sorteio, para verificar se os beneficiários estão recebendo os recursos de acordo com os critérios

do programa (ROSS e PELLETIERE, 2014).

### 5.3 POSSÍVEL ALTERNATIVA PRIVADA NO CONTEXTO BRASILEIRO E CUIDADOS REGULATÓRIOS NECESSÁRIOS

O papel da CEF na gestão dos programas sociais do governo federal se resume basicamente numa simples transferência bancária aos beneficiários do programa. Em princípio, como demonstrado pela experiência internacional, qualquer instituição financeira privada poderia fazer essa tarefa. Uma forma bem simples de realizar tais pagamentos por meio de agentes privados é por meio de um sistema de delegação. Em realidade, já existem experiências bem-sucedidas de delegação de pagamentos de benefícios no Brasil. Por exemplo, a maioria dos estados brasileiros possuem um sistema de delegação para pagamento dos salários dos seus funcionários públicos. Com o fim de boa parte dos bancos estaduais nos anos 90, os estados que faziam o pagamento dos funcionários públicos por meio dos seus bancos estaduais, que foram privatizados, passaram a realizar os pagamentos por meio de bancos pré-selecionados.

No sistema de delegação para transferência de benefícios sociais, o governo seleciona e remunera uma ou mais empresas privadas para realizar tais pagamentos. Em seguida, tal empresa passa a receber os recursos do governo federal que, em seguida, são transferidos aos beneficiários dos programas. Note que nesse sistema o beneficiário necessitará de uma conta bancária já existente ou criadas pelas empresas selecionadas. Esse modelo tem como possíveis benefícios o aumento da eficiência operacional nos repasses e a possibilidade de o beneficiário escolher a sua instituição de preferência. Nesse arranjo alternativo, o cadastramento, a verificação de elegibilidade dos potenciais beneficiários e do cumprimento de condicionalidades dos programas, que são as atividades mais complexas relacionadas à gestão dos programas sociais, continuarão a ser desempenhadas pelo órgão responsável pela

gestão do programa.

Para que esse sistema de delegação funcione bem, são necessários diversos cuidados contratuais e regulatórios. O leilão reverso, no qual a empresa que cobrar a menor taxa para realizar o pagamento dos benefícios é a empresa selecionada, é um sistema transparente de seleção e mais indicado para essa transferência de delegação. Porém, como indicado pela experiência internacional de *vouchers*, é preciso realizar um monitoramento dos serviços prestados pós-leilão, uma vez que as instituições selecionadas podem ter incentivos a cobrar taxas adicionais de serviço e negligenciar aspectos de qualidade. Por exemplo, o contrato de delegação entre o governo e a empresa privada selecionada deve especificar o dia do mês em que o governo irá transferir os recursos para a empresa, quando a empresa tornará disponível os recursos aos beneficiários em suas respectivas contas bancárias, e multas significativas definidas em contrato a serem cobradas da empresa selecionada caso o pagamento não seja realizado na data definida em contrato.

Adicionalmente, como forma de garantir serviços de qualidade, poderiam ser firmados contratos de curta ou média duração, cuja renovação seria feita também com base em indicadores passados de desempenho. Por exemplo, no mecanismo de *scoring auction*, fornecedores submetem ofertas em todas as dimensões do bem (preço e outros atributos não monetários) e estes são avaliados usando uma regra de pontuação. Esse tipo de mecanismo teve sucesso na elevação da qualidade da prestação de serviços públicos na Itália (Iossa e Rey, 2014) e na prestação de serviços para uma grande empresa provedora de água e energia no mesmo país (Decarolis, Spagnolo e Paccini, 2016). Todos esses procedimentos podem ser desenhados e executados de forma conjunta entre o Ministério responsável pelo programa social em foco e o Ministério do Planejamento.

## 6. A CEF como banco múltiplo

### 6.1 PERFIL DA CEF COMO BANCO MÚLTIPLO

Resta discutir a atuação da CEF no segmento bancário tradicional. Na seção 2, já foram discutidos dados econômico-financeiros da CEF, comparando esses dados aos resultados de outros bancos múltiplos no Brasil. Esta seção coloca foco em dois aspectos adicionais da CEF como banco múltiplo de controle estatal, ligados a variáveis que podem, eventualmente, ser distintas no caso de bancos privados. A primeira variável diz respeito a uma possível maior “capilaridade” da CEF no território nacional, com atuação em áreas onde os bancos privados podem ter menor interesse de atuar.

Sobre esse ponto, a Tabela 8 mostra a participação da CEF na atividade de crédito em várias regiões do Brasil. A CEF lidera, em geral, a concessão de crédito na maioria das regiões, sendo sua participação ainda maior no crédito concedido para as regiões Centro-Oeste e Nordeste. A maior participação da CEF é também alinhada com a presença do Banco do Brasil, outro banco estatal. Resultados distintos são obtidos quando se avalia a participação relativa dos bancos em termos de agências. A Tabela 9 mostra que o Bradesco, apesar de ser banco privado, tem uma participação no total de agências maior que a CEF em todas as regiões, ainda que abaixo, em geral, do Banco do Brasil.

**Tabela 8 – Participação de Cada Banco no Crédito Total\* e por Região em Setembro de 2017 (%)**

	SUDESTE	CENTRO-OESTE	NORDESTE	NORTE	SUL	REGIÃO NÃO INFORMADO	EXTERIOR	TOTAL
<b>BB</b>	24,63	34,82	25,19	32,31	29,85	13,45	10,13	<b>24,76</b>
<b>Bradesco</b>	15,99	11,70	16,16	17,71	13,64	29,45	23,21	<b>16,30</b>
<b>CEF</b>	29,38	37,33	37,71	31,83	35,38	18,03	0,00	<b>28,16</b>
<b>Itaú</b>	16,60	9,16	12,65	10,47	11,03	28,02	60,31	<b>20,23</b>
<b>Santander</b>	13,40	6,99	8,28	7,67	10,10	11,05	6,35	<b>10,55</b>

**FONTE:** ELABORAÇÃO PRÓPRIA A PARTIR DE DADOS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL.  
 \*CRÉDITO TOTAL É O VOLUME DE CRÉDITO DISPONIBILIZADO POR INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS, EXCLUINDO CARTEIRAS ADQUIRIDAS EM CESSÃO DE CRÉDITO COM RETENÇÃO DE RISCO POR OUTRA INSTITUIÇÃO FINANCEIRA. O TOTAL APRESENTADO REFERE-SE AO INFORMADO NAS NATUREZAS 1, 2, 3, 5 E 11 CONSTANTES DO ANEXO 2 DO LEIAUTE DO DOCUMENTO 3040. PREFERE-SE POR REGIÃO NÃO INFORMADO O VOLUME DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO PARA TOMADORES COM ENDEREÇO NO EXTERIOR, ENDEREÇO INVÁLIDO E EMPRÉSTIMOS NÃO INDIVIDUALIZADOS.

**Tabela 9: Participação de Cada Banco no Total de Agências dos Cinco Maiores Bancos por Região em março de 2018 (%)**

INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS	CENTRO-OESTE	NORDESTE	NORTE	SUL	SUDESTE	TOTAL
<b>BB</b>	29,6	34,1	34,3	28,7	19,8	<b>25,1</b>
<b>Bradesco</b>	25,2	28,8	30,6	23,3	24,4	<b>25,2</b>
<b>CEF</b>	20,3	21,4	20,9	19,7	15,8	<b>17,9</b>
<b>Itaú</b>	17,8	8,9	9,7	16,9	21,1	<b>17,7</b>
<b>Santander</b>	7,2	6,8	4,6	11,5	18,9	<b>14,1</b>

**FONTE:** ELABORAÇÃO PRÓPRIA A PARTIR DE DADOS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL.

Para melhor compreender a estratégia de penetração regional da CEF, pode-se realizar, adicionalmente, uma análise mais detalhada em nível municipal. Como forma de estimar a capilaridade dos bancos de acordo com o tamanho e a renda municipal, propôs-se o ranqueamento e agregação dos municípios segundo o PIB per capita e a participação no PIB brasileiro. Para tanto, foram obtidas informações dos 4.885 municípios onde há agências bancárias de ao menos um dos bancos analisados. Os municípios foram então ordenados em termos de sua participação no PIB do país, resultando em 10 grupos com aproximadamente 489 municípios cada um. Os referidos grupos são denominados

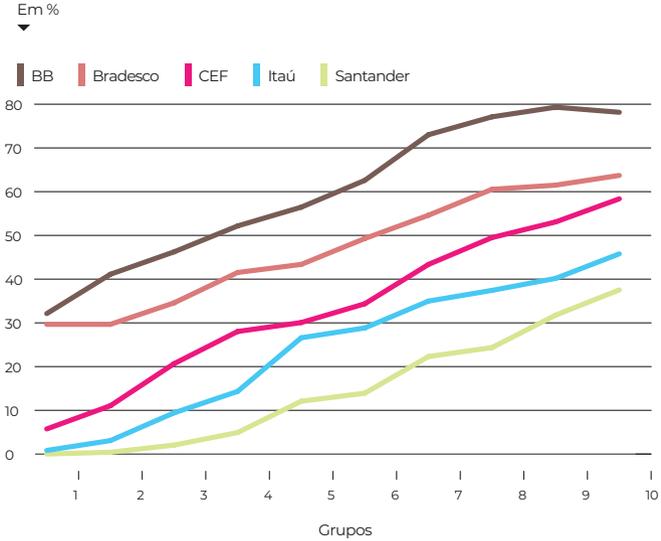
decis nos gráficos apresentados a seguir; quanto maior o decil, maior a participação do município no PIB.

Os resultados apresentados no Gráfico 4 indicam que todos os bancos apresentam a mesma tendência, ou seja, quanto maior a participação dos municípios no PIB nacional (ou seja, um maior decil), maior o percentual de casos onde o banco possui ao menos uma agência. Por exemplo, no décimo decil, formado pelos municípios com maior participação no PIB brasileiro, os bancos possuem ao menos uma agência em quase todos os municípios. A CEF, por sua vez, possui uma participação muito limitada nos grupos formados pelas cidades com menor participação no PIB brasileiro, o que não é consistente com a proposição de que a CEF segue objetivos mais socialmente orientados na distribuição de sua atividade operacional. Segundo o Gráfico 10, parece que esse papel é cumprido por outro banco estatal, o Banco do Brasil, e, em menor grau, por um banco privado, o Bradesco. Conclusão similar é obtida quando se examina a distribuição dos municípios em termos de PIB per capita.

Como análise complementar, o Gráfico 5 apresenta a probabilidade de a CEF possuir ao menos uma agência nos municípios categorizados segundo a presença de um ou mais bancos. Nota-se que em municípios onde há apenas um banco, a probabilidade de este ser a CEF é muito pequena. Pela análise dos dados anteriores, a maior probabilidade é que o Banco do Brasil ou o Bradesco estejam presentes nestes municípios. O mesmo pode ser evidenciado quando considerado o caso em que há apenas dois bancos. A probabilidade de a CEF estar presente no município se amplia somente quando este possui ao menos três bancos. Tal resultado é também alinhado com a análise prévia, uma vez que em municípios menores e com menor renda per capita – onde o mais provável é que não existam muitos bancos –, a CEF possui uma presença restrita.

### Gráfico 4

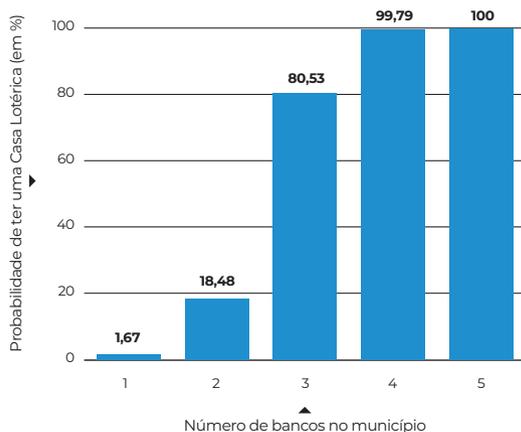
Percentual do total de municípios de cada decil – em ordem crescente segundo participação desses municípios no PIB nacional – onde cada banco possui ao menos uma agência



**FONTE:** ELABORAÇÃO PRÓPRIA A PARTIR DE DADOS DO IBGE E DO BANCO CENTRAL DO BRASIL.  
**NOTAS:** OS DECIS REFEREM-SE A GRUPOS DE MUNICÍPIOS EM TERMOS DE PARTICIPAÇÃO NO PIB. POR EXEMPLO, O DECIL 10 REFERE-SE AO GRUPO DE MUNICÍPIOS COM MAIOR PARTICIPAÇÃO NO PIB.

### Gráfico 5

Probabilidade de a CEF possuir ao menos uma agência em municípios categorizados segundo o número de bancos presentes



FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA A PARTIR DE DADOS DO IBGE E DO BANCO CENTRAL DO BRASIL.

Uma possível crítica a essa análise é que a capilaridade da CEF não é corretamente mensurada se for considerada apenas a localização e distribuição de suas agências próprias no território brasileiro. Como as casas lotéricas são correspondentes bancários da CEF que prestam serviços bancários semelhantes aos de uma agência bancária da CEF, pode-se também levar em conta a localização dessas casas no cômputo da capilaridade. De fato, as lotéricas estão presentes em aproximadamente 85% dos municípios brasileiros e, como visto pelo Gráfico 6, possuem uma probabilidade igual a 76% de serem a única agência de serviços bancários em cidades com uma única agência. Contudo, as lotéricas não deveriam ser consideradas como atributo *específico* de capilaridade da CEF, por duas razões. Primeiro, a decisão de abertu-

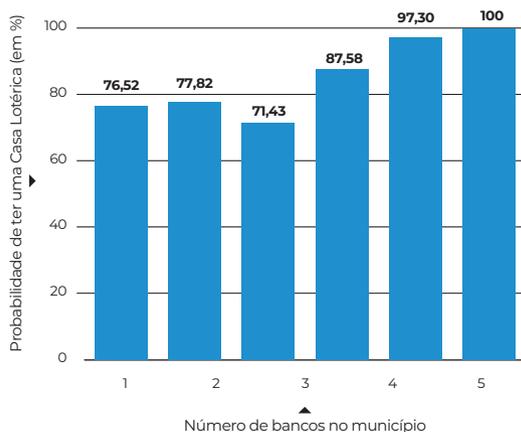
ra ou fechamento de uma agência lotérica não é da CEF, e sim de um empreendedor local como franqueado da CEF. Segundo, apesar do sistema de franquia das casas lotérica ser gerido pela CEF, ele poderia ser gerido por qualquer instituição financeira sem qualquer prejuízo às atividades do sistema. Por exemplo, o Banco Postal presta serviços bancários em parceria com o Banco do Brasil. Assim, as casas lotéricas não estão vinculadas diretamente às atividades bancárias da CEF e não são essenciais para o seu funcionamento como banco. Mais ainda, seria possível exigir que as casas lotéricas permitam aos beneficiários acessar serviços de várias instituições financeiras nas quais podem ter conta.<sup>10</sup>

---

10 NOTE QUE, PERMITINDO-SE QUE AS CASAS LOTÉRICAS, QUE SÃO CORRESPONDENTES EXCLUSIVOS DA CEF, ATUEM COMO CORRESPONDENTES BANCÁRIOS DE OUTRAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS, SERÃO CONCEDIDAS A ELAS AS MESMAS CONDIÇÕES DE OPERAÇÃO DADAS AOS DEMAIS CORRESPONDENTES BANCÁRIOS – QUE, PELA REGULÇÃO BANCÁRIA BRASILEIRA VIGENTE (RESOLUÇÃO Nº 3954/2011 DO BANCO CENTRAL DO BRASIL), PODEM SER CONVENIADOS A MAIS DE UMA INSTITUIÇÃO FINANCEIRA. PERMITIR QUE AS CASAS LOTÉRICAS SEJAM CORRESPONDENTES BANCÁRIOS DE UMA OUTRA INSTITUIÇÃO FINANCEIRA NÃO VIOLA A LEGISLAÇÃO VIGENTE QUE ATRIBUI À CEF O PAPEL DE MONOPOLISTA DOS JOGOS DE AZAR NO PAÍS POIS AS CASAS LOTÉRICAS SÃO RESPONSÁVEIS APENAS PELA COMERCIALIZAÇÃO DAS LOTERIAS DA CEF, COLETANDO AS APOSTAS DO PÚBLICO E REPASSANDO-AS À CEF.

### Gráfico 6

Probabilidade de existir ao menos uma casa lotérica em municípios categorizados segundo o número de agências bancárias presentes



**FONTE:** ELABORAÇÃO PRÓPRIA A PARTIR DE DADOS DO IBGE E DO BANCO CENTRAL DO BRASIL.  
**NOTA:** NESSES CÁLCULOS, A CASA LOTÉRICIA FOI CONSIDERADA UMA AGÊNCIA BANCÁRIA.

Além da capilaridade das operações, pode-se também examinar o efeito da CEF sobre a concorrência do sistema bancário como um todo. É possível que a CEF siga padrões competitivos distintos dos bancos múltiplos privados, com implicações relevantes sobre bem-estar. De fato, Martins, Bortoluzzo e Lazzarini (2014), examinando o comportamento de bancos públicos e privados no período 2000-2011, encontram evidências consistentes com a hipótese de que os primeiros são competidores mais agressivos, provavelmente devido à maior pressão para cobrar juros e tarifas menores. Após 2008, evidências de intervenção do governo no sistema bancário se tonaram cada vez mais frequentes. Em 2012, por exemplo, o governo Dilma utilizou a própria

CEF como mecanismo de redução de juros a consumidores finais. Uma possibilidade comumente discutida, e que em muito justificou essas intervenções, é que poderia haver alguma forma de coordenação tácita de preços entre os bancos privados. Se esse fosse o caso, entretanto, seria esperado que a redução de juros pelos bancos públicos poderia ser uma forma de desestabilizar eventuais acordos tácitos, fazendo com os que os bancos privados seguissem a trajetória de redução de juros. Entretanto, as evidências indicam que os bancos privados não seguiram a tendência de redução de preços dos bancos públicos (DE MARCO, 2013). Os bancos privados, agindo em outra direção, parecem ter focalizado clientes de menor risco, a despeito do esforço do governo em reduzir juros e ampliar crédito. Um efeito mais consistente na intensidade competitiva do setor poderia ser gerado com redução de custos de entrada e maior disponibilidade de informações sobre clientes, conforme será discutido na seção 6.4.

## 6.2 EXPERIÊNCIAS DE PRIVATIZAÇÃO DE BANCOS

Os resultados de eventos de privatização de bancos são bastante conhecidos. Megginson (2016) elaborou uma extensa revisão bibliográfica da literatura a respeito dos efeitos das privatizações sobre o desempenho corporativo, além dos diversos aspectos da propriedade estatal e do papel econômico das empresas financeiras com capital público. Em geral, os estudos indicam um efeito positivo da privatização sobre o desempenho financeiro e operacional dos bancos. Esses resultados são consistentes com abordagens identificando problemas de agência e de interferência política em bancos públicos e empresas estatais de forma geral (ver YEYATI et al., 2004 para uma análise específica sobre bancos públicos e SHLEIFER e VISHNY, 1994 para uma discussão mais ampla sobre os custos da participação estatal nas empresas). Importante notar que essas ineficiências podem ser particularmente mais agudas no caso de estatais de capital fechado, como a própria CEF, sem

os benefícios da maior transparência e possível maior monitoramento de investidores privados envolvidos em estatais de capital aberto (MUSACCHIO e LAZZARINI, 2014).

Por outro lado, em linha do argumento de Hart et al. (1997), pode-se argumentar que essa maior ineficiência dos bancos estatais poderia ser compensada por uma maior ênfase em objetivos sociais. Porém, como discutido na introdução, o comportamento dos bancos públicos parece ser mais guiado por interesses políticos. Por exemplo, no seu estudo sobre bancos estatais na Itália, Sapienza (2004) encontra que esses bancos seguem uma lógica política, emprestando a juros mais baixos em regiões com maior força partidária, do que uma lógica social, emprestando em segmentos com menor atuação de bancos privados. Na mesma linha, Englmaier e Stowasse (2017) encontram evidências de que políticos locais envolvidos na gestão dos bancos estatais de poupança ajustam sistematicamente as políticas de empréstimos em resposta aos ciclos políticos eleitorais.

Os benefícios da mudança de controle estatal para privado parecem, também, depender de outros fatores sistêmicos. Por exemplo, Nguyen, Skully e Perera (2012) estudam a relação entre participação estatal e estabilidade (baixo risco de inadimplência) de bancos em diversos países. Eles encontram que essa relação é positiva em países já desenvolvidos e negativa em países menos desenvolvidos. Esse resultado sugere que o efeito da propriedade estatal é contingente ao estágio de desenvolvimento econômico e regulatório dos países. Em países emergentes, como é o caso brasileiro, os canais de interferência política tendem a ser mais acentuados, logo acentuando os efeitos negativos da propriedade estatal. Por outro lado, ações que criam mais barreiras à interferência discricionária dos governos tendem a reduzir os custos políticos das empresas com propriedade pública (ver, sobre esse ponto, LAZZARINI e MUSACCHIO, no prelo).

### 6.3 POSSÍVEL ALTERNATIVA PRIVADA NO CONTEXTO BRASILEIRO E CUIDADOS REGULATÓRIOS NECESSÁRIOS

A experiência brasileira com as privatizações das empresas estatais durante os anos 90 mostrou que a passagem para o controle privado trouxe ganhos significativos de eficiência econômica para as antigas empresas estatais, além de contribuir para uma redução de endividamento público (ver, por exemplo, ANUATTI NETO, BARROSSI FILHO, CARVALHO e MACEDO, 2005). No caso da CEF, um benefício claro da passagem de suas operações de crédito para o setor privado seria a eliminação de canais de influência política afetando a alocação de empréstimos e investimentos. Além disso, evitaria pressões para transferências de recursos do Tesouro à CEF como forma de sustentar esses empréstimos. Entretanto, a privatização de um grande banco múltiplo como a CEF poderia, em princípio, ter efeitos diferentes daqueles positivos observados nas privatizações realizadas nos anos 90 por razões específicas que estão relacionadas ao funcionamento do mercado bancário brasileiro.

Uma característica particular do mercado bancário brasileiro é que o acesso ao sistema bancário não é uniforme em todas as faixas de renda e regiões brasileiras. Isto porque, como vimos na seção anterior, os bancos públicos brasileiros possuem uma capilaridade relativamente maior nas populações de baixa renda e nos municípios com menor renda per capita; ao passo que os bancos privados têm as suas atividades bancárias relativamente mais voltadas às demais faixas de renda e municípios brasileiros. Contudo, os dados apresentados anteriormente mostram que a CEF possui um perfil semelhante ao de alguns bancos privados; é o Banco do Brasil, e não a CEF, o banco público com maior capilaridade em termos de agências. Além disso, as próprias casas lotéricas poderiam ser geridas por outras instituições além da CEF. Em virtude disso, uma possível privatização das atividades bancárias da CEF provavelmente não traria perdas sociais advindas de uma possível

redução de serviços bancários a regiões menos desenvolvidas.

Outra característica importante do sistema bancário brasileiro é a sua concentração. Por exemplo, os 10 maiores bancos brasileiros detêm aproximadamente 85% dos ativos do sistema bancário. Nesse ambiente, uma eventual privatização da CEF poderia aumentar ainda mais a concentração bancária no país se for adquirida por um dos grandes bancos privados brasileiros, com efeitos negativos sobre a intensidade de concorrência (CARDOSO, AZEVEDO e BARBOSA, 2016, 2018). Diante disso, uma eventual privatização deve ser obrigatoriamente acompanhada de avanços regulatórios que removam barreiras de entrada, como por exemplo a aprovação do cadastro positivo, permitindo maior disseminação de informações sobre o risco de tomadores. Além disso, podem ser eliminadas certas restrições para a entrada de novos bancos. Os bancos estrangeiros, em particular, recorrentemente relatam que o baixo interesse em adquirir bancos no mercado brasileiro está relacionado às exigências explícitas ou implícitas que lhes são impostas pelo Banco Central. Por exemplo, o Banco Central exige que os bancos estrangeiros, interessados em entrar no Brasil, devam comprar partes não lucrativas de bancos, e/ou adquirir bancos com situação financeira comprometida.<sup>11</sup> Eliminar tais tipos de exigências, explícitas ou implícitas, pode facilitar a atração de entrantes e intensificar a competição bancária brasileira.

Uma alternativa ainda mais direta para inibir o aumento de concentração seria colocar impedimentos para que bancos de grande porte adquiram o controle da CEF. Porém, esse tipo de restrição pode sofrer questionamento jurídico caso possa ser vista como uma violação do princípio de “impessoalidade” em transações públicas. Outra alternativa

---

11 O ARGUMENTO USUAL DO BANCO CENTRAL EM DEFESA DESSE TIPO DE POLÍTICA É QUE TAIS TIPOS DE EXIGÊNCIAS GARANTEM UMA MAIOR ESTABILIDADE FINANCEIRA. UMA VEZ QUE OS BANCOS NACIONAIS COM SAÚDE FINANCEIRA PRECÁRIA SERÃO SANEADOS AO SEREM ADQUIRIDOS POR UM BANCO ESTRANGEIRO SAUDÁVEL.

seria estabelecer incentivos contratuais para atrair potenciais adquirentes com menor risco de contestação antitruste. Por exemplo, tal como recentemente realizado no processo de venda da Liqigás, subsidiária da Petrobras, pode ser firmado um contrato entre a CEF e o adquirente envolvendo pagamento de multa caso a compra seja negada pelas autoridades antitruste. Esse tipo de política, por um lado, reduz o apetite de um grande banco privado para adquirir a CEF, uma vez que a chance dessa operação ser reprovada pelo CADE e pelo Banco Central tende a ser alta; por outro lado, aumenta a disposição dos bancos menores e estrangeiros a fazerem lances de compra. Essa medida pressupõe, entretanto, uma contínua vigilância das autoridades antitruste sobre os padrões de concentração no sistema bancário brasileiro.

## 7. Conclusão

A execução de políticas públicas não demanda, necessariamente, a presença de empresas de controle público. De fato, a discussão apresentada neste artigo sugere que várias das atividades sociais da CEF poderiam ser supridas por atores privados, com possíveis ganhos de eficiência, desde que sejam estabelecidos mecanismos de monitoramento e regulação dessas atividades. O Quadro 1 resume as principais alternativas discutidas nas seções anteriores. Todas elas apresentam benefícios e potenciais riscos, que devem ser cuidadosamente observados e dirimidos por meio de mecanismos contratuais e regulatórios.

Um ponto importante é definir quem seria responsável pela execução dessas mudanças de gestão e controle. Não recomendamos que as funções sociais da CEF sejam simplesmente repassadas a outra empresa pública, como o Banco do Brasil, pois isso seria simplesmente uma troca de funções dentro do próprio âmbito estatal, sem os benefícios da maior eficiência trazida por uma maior competição e transparência nos serviços e pagamentos envolvidos. O mais recomendado é definir,

para cada atividade, atores governamentais responsáveis pelo desenho dos mecanismos de seleção e monitoramento. Por exemplo, no caso da proposta de financiamento imobiliário, a supervisão dos repasses de *vouchers* e taxas de juros cobradas poderia ser feita pelo Banco Central, ao passo que os Ministérios da Fazenda e Planejamento definem, de forma explícita, os montantes de subsídios necessários. Já os leilões para transferência de recursos dos programas sociais, como o Bolsa Família, poderiam ser coordenados pelo ministério correspondente a cada programa, em associação com o Ministério do Planejamento.

Uma vez que esses programas sociais da CEF podem ser aparentemente executados por gestores privados com critérios e padrões eficazes de regulação, resta discutir se cabe manter a CEF como um banco múltiplo. Do lado dos custos da participação estatal, estudos internacionais e a experiência dos bancos públicos no contexto brasileiro indicam que a mudança para o controle privado pode trazer ganhos relevantes ligados a uma maior eficiência operacional e à obstrução de canais de influência política. Do lado dos potenciais benefícios, evidenciou-se que a capilaridade da CEF no território nacional não é tão destacada, havendo maior importância de outro banco público, o Banco do Brasil, na operação de atividades bancárias em municípios menores. As próprias atividades das casas lotéricas poderiam ficar sob a gestão de outras instituições financeiras selecionadas por mecanismos de leilão. Da mesma forma, as evidências de que a CEF teria um papel de pressionar bancos privados a reduzir juros e taxas no sistema bancário são limitadas. As menores taxas cobradas pelo banco decorrem, em muito, de financiamento governamental direcionado. Uma maior competição no sistema bancário pode ser perseguida com medidas mais eficazes que reduzam barreiras à entradas e imponham limites a aumentos de concentração.

Em suma, os ganhos públicos da manutenção da CEF como empresa de controle público parecem ser bastante restritos. Os custos do controle

estatal, no caso da CEF, parecem superar os seus possíveis benefícios – não apenas pela persistente incapacidade do Estado brasileiro em evitar intervenções disfuncionais nas empresas públicas, mas também pela possibilidade de provisão privada de atividades de cunho social com o suporte de instrumentos adequados de regulação. Até mesmo mudanças institucionais que buscaram reduzir os custos da propriedade pública, como é o caso da Lei n.13.303, têm sofrido pressão para que se retorne ao modelo tradicional de forte influência política para a gestão e operação das estatais. Assim sendo, parece ser mais recomendável garantir maior competição na provisão de serviços atualmente centrados na CEF, por meio de mecanismos abertos e transparentes de participação, sem tomar o devido cuidado para estabelecer procedimentos adequados de contratação e regulação para garantir que os operadores executem serviços com eficiência, qualidade e abrangência estabelecidas pelas políticas públicas em curso.

#### REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ACCION INTERNATIONAL, A Comparison of Housing Finance Programs for Low Income People in Peru Case Study Submitted to Cities Alliance, 2007.

ALVAYAY, J.; SCHWARTZ JR., A. Housing mortgage market policies in Chile. *Journal of Real Estate Literature*, v. 5, n. 1, 1997.

ANTUNES, A.; CAVALCANTI, T.; VILLAMIL, A. The effects of credit subsidies on development. *Economic Theory*, v. 58, n. 1, pp. 1-30, 2012.

ANUATTI-NETO, F.; BAROSSO-FILHO, M.; CARVALHO, A. G.; MACEDO, R. Costs and benefits of privatization: evidence from Brazil. In A. Chong & F. Lopez-de-Silanes (Eds.), *Privatization in Latin America: myths and reality*. Washington DC: World Bank and Stanford University

Press, pp. 145-196, 2005.

ASKER, J., CANTILLON, E. Properties of scoring auctions. *RAND Journal of Economics*, v. 39, n. 1, pp. 69-85, 2008

BAILEY, W.; HUANG, W.; YANG, Z. Bank loans with Chinese characteristics: some evidence on inside debt in a state-controlled banking system. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 46, n. 6, pp. 1795-1830, 2011.

BRAVO, P. Política Habitacional Chilena hoy: advertências para la réplica Latinoamericana. *NAU Social*, v. 3, n. 4, 2012.

BREMMER, I. The end of the free market: who wins the war between states and corporations? New York, Portfolio/Penguin, 2010.

CARDOSO, M., AZEVEDO, P. F., BARBOSA, K. Concorrência no setor bancário brasileiro: bancos individuais versus conglomerados bancários. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 46, n. 1, pp. 113-146, 2016.

CARDOSO, M., AZEVEDO, P. F., BARBOSA, K. Poder de Mercado e Nível de Competição no Mercado de Empréstimo Bancário Brasileiro. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, no prelo.

CARNEIRO, D.; VALPASSOS, M.V. Financiamento à habitação e instabilidade econômica: experiências passadas, desafios e propostas para a ação futura. Editora FGV, Rio de Janeiro, 2003.

CARNOY, M. National Voucher Plans in Chile and Sweden: Did Privatization Reforms Make for Better Education? *Comparative Education Review*, v. 42, n. 3, 1998.

CHE, Y. Design Competition through Multidimensional Auctions. *RAND Journal of Economics*, v. 24, n. 4, pp. 668-680, 1993.

COASE, R. H. The lighthouse in economics. *Journal of Law and Economics*, v. 17, n. 2, pp. 357-376, 1974.

DECAROLIS, F., SPAGNOLO, G., PACINI, R., 2016. Past Performance and Procurement Outcomes. *NBER Working Paper # 22814*, 2016

DINÇ, I. S. Politicians and banks: Political influences on government-owned banks in emerging markets. *Journal of Financial Economics*, v. 77, pp. 453-479, 2005.

ENGLMAIER, F., and STOWASSE, T. Electoral Cycles in Savings Bank Lending. *Journal of the European Economic Association*, 15 (2), 296-354, 2017.

FERRER, A.; RIDDELL, W.C. Unemployment Insurance Savings Accounts in Latin America: Overview and Assessment. *SP Discussion Paper*, n. 0910, 2009. Disponível em: <<http://documents.worldbank.org/curated/en/438061468044956180/Unemployment-insurance-savings-accounts-in-Latin-America-overview-and-assessment>>. Acesso em 25 abr 2018.

COLE, S. Fixing Market Failure or Fixing Elections? Agricultural Credit in India. *American Economic Journal: Applied Economics*, v. 1, n. 1, pp. 219-250, 2009.

DE MARCO, M. A. Bancos Públicos versus Privados: Concorrência ou Indiferença? Dissertação de Mestrado, Insper, 2013.

FGV PROJETOS. *A Construção do Desenvolvimento Sustentado*. São Paulo, 2006.

FREITAS, FERNANDO GARCIA DE, ANA LÉLIA MAGNABOSCO, AND PATRÍCIA HF CUNHA. Chile: subsidies, credit and housing deficit.” *Cepal Review*, 2013.

HART, O.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. The Proper Scope of Government: Theory and an Application to Prisons. *The Quarterly Journal of Economics*, n. 4, v. 112, pp. 1127-1161, 1997.

IOSSA, E. REY, P., Building Reputation for Contract Renewal: Implications for Performance Dynamics and Contract Duration. *Journal of the European Economic Association*, v. 12, pp. 549-574, 2014.

KHWAJA, A. I.; MIAN, A. Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market. *Quarterly Journal of Economics*, v. 120, n. 4, pp. 1371-1411, 2005.

KING, E.; RAWLINGS, L.; GUTIERREZ, M.; PARDO, C.; TORRES, C. Colombia’s Targeted Education Voucher Program: Features, Coverage, and Participation. Working Paper No. 3, *Series on Impact Evaluation of Education Reforms*, Development Economics Research Group, *The World Bank*, 1997.

LAZZARINI, S. G.; MUSACCHIO, A. State capitalism reinvented? Examining performance differences between state-owned and private firms. *Corporate Governance: An International Review*, no prelo.

LAZZARINI, S. G.; MUSACCHIO, A.; BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R. What do state-owned development banks do? Evidence

from Brazil, 2002-2009. *World Development*, v. 66, pp. 237-253, 2015.

MARTINS, T. S.; BORTOLUZZO, A. B.; LAZZARINI, S. G. Competição Bancária: Comparação dos Comportamentos de Bancos Públicos e Privados. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 18, pp. 86-108, 2014.

MEGGINSON, W. Privatization, State Capitalism, and State Ownership of Business in the 21st Century (2 out 2016). *Foundations and Trends in Finance*, Forthcoming. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2846784>>. Acesso em: 28 mar 2018.

MICCO, A.; PANIZZA, U. Bank Ownership and Lending Behavior. *IDB Working Paper*, n. 431, 2004. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1818720>>. Acesso em: 28 mar 2018.

MICCO, ALEJANDRO; PARRADO, ERIC; PIEDRABUENA, BERNARDITA; REBUCCI, ALESSANDRO. Housing Finance in Chile: Instruments, Actors, and Policies, IDB Working Paper Series, No. IDB-WP-312, Inter-American Development Bank (IDB), Washington, DC, 2012.

MURNANE, R.; WALDMAN, M.; WILLETT, J.; BOS, M. S.; VEGAS, E. The Consequences of Educational Voucher Reform in Chile. *NBER Working Paper Series*, n. 23550, 2017. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w23550>>. Acesso em: 24 abr 2018.

MUSACCHIO, A.; LAZZARINI, S. G. *Reinventing State Capitalism: Leviathan in Business, Brazil and Beyond*. Cambridge, Harvard University Press, 2014.

NGUYEN, L.; SKULLY, M.; PERERA, S. Government ownership, economic development, regulation and bank stability – International

evidence. Working paper, Monash University, 2012.

PAES DE BARROS, R.; PORTELA, A. Rede de proteção ao trabalhador no Brasil: Avaliação ex-ante e proposta de redesenho. Estudo apresentado na série “Propostas de Reformas para destravar o Brasil”, 2018,

ROSS, L. M.; PELLETIERE, D. Chile’s new rental housing subsidy and its relevance to US housing choice voucher program reform. *Cityscape*, v. 16, n. 2, pp.179-92, 2014.

SAPIENZA, P. The effects of government ownership on bank lending. *Journal of Financial Economics*, v. 72, n. 2, pp. 357-384. 2004.

SHLEIFER, A., A Theory of Yardstick Competition. *RAND Journal of Economics*, v. 16, n. 3, pp. 319-327, 1985.

SHLEIFER, A. State versus private ownership. *Journal of Economic Perspectives*, v.12, n.4, pp. 133-150, 1998.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Corruption. *The Quarterly Journal of Economics*. v.8, n.3, pp. 599-617, 1993.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Politicians and firms. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 109, pp. 995-1025, 1994.

YEYATI, E.; MICCO, A.; PANIZZA, U. Should the Government Be in the Banking Business? The Role of State-Owned and Development Banks. *IDB Working Paper*, n. 428, 2004. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1818717>>. Acesso em: 28 mar 2018.

**Quadro 1: Resumo de principais sugestões de gestão privada para atividades da CEF**

ATIVIDADE	SUGESTÃO DE ARRANJO COM PARTICIPAÇÃO PRIVADA	BENEFÍCIOS DO ARRANJO PRIVADO	RISCOS DO ARRANJO PRIVADO	CUIDADOS CONTRATUAIS OU REGULATÓRIOS
<b>Crédito imobiliário</b>	Combinação de voucher e financiamento; quanto menor a renda e menor o valor do imóvel, maior participação relativa de voucher, sendo a propriedade do imóvel é transferida para o beneficiário apenas após a quitação do financiamento. O agente financeiro é selecionado por meio de leilão reverso de acordo com o menor subsídio demandado para executar a política definida.	Maior eficiência operacional na intermediação. Subsídios para implementação do crédito são definidos de forma explícita.	Agentes privados podem cobrar taxas operacionais ou juros adicionais pelo serviço, em transações não diretamente observáveis pelo governo. Podem também restringir a parcela de financiamento no caso de tomadores de maior risco.	Banco Central: registra e monitora as taxas de juros cobradas e o repasse dos vouchers, de acordo com o ofertado no leilão. Ministérios da Fazenda e Planejamento: definem o montante dos subsídios a serem leiloados, de acordo com os objetivos e metas da política. Os subsídios devem ser aprovados, de forma explícita, em orçamento.
<b>Gestora de fundos sociais (como FGTS)</b>	Uma solução simples é permitir que os beneficiários apliquem recursos do FGTS em títulos públicos através do Tesouro Direto. Ainda outra possibilidade é implantar gestão descentralizada das aplicações (os beneficiários escolhem a instituição financeira para aplicar os seus próprios recursos).	Eliminação dos canais de influência política afetando as decisões de alocação do FGTS e outros fundos. Maior eficiência alocativa: os fundos são remunerados a taxas de mercado, ao seu custo de oportunidade.	No caso da opção totalmente descentralizada, os beneficiários podem ter menor capacidade de selecionar e monitorar o desempenho das instituições financeiras gerenciando suas aplicações.	Pode-se iniciar com a possibilidade de aplicação em Tesouro Direto e realizar estudos-piloto com gestão descentralizada, avaliando também o impacto de políticas de educação financeira. Além disso, será necessário aprovar nova legislação desvinculando os recursos do FGTS para fins específicos.
<b>Gestora de programas sociais (como o Bolsa Família)</b>	Gestão dos programas sociais delegada a uma ou mais instituições financeiras que podem realizar os repasses a uma determinada taxa (essas são selecionadas via leilão reverso, com base na menor taxa ofertada).	Maior eficiência operacional nos repasses. Além disso, no caso de múltiplos prestadores de serviço, o beneficiário pode escolher o seu agente de preferência.	Agentes privados podem cobrar taxas adicionais aos beneficiários ou reduzir a qualidade dos serviços (por exemplo, atrasos em repasses ou repasses incorretos).	O Ministério responsável pelo programa social, com apoio do Ministério do Planejamento, realiza o leilão e monitora indicadores operacionais dos repasses (definidos como metas contratuais).

**Quadro 1:** Resumo de principais sugestões de gestão privada para atividades da CEF

ATIVIDADE	SUGESTÃO DE ARRANJO COM PARTICIPAÇÃO PRIVADA	BENEFÍCIOS DO ARRANJO PRIVADO	RISCOS DO ARRANJO PRIVADO	CUIDADOS CONTRATUAIS OU REGULATÓRIOS
<b>Banco múltiplo</b>	As atividades bancárias da CEF são vendidas, em leilão, para novos adquirentes. As atividades das lotéricas também podem ficar sob a gestão de outras instituições, selecionadas por leilão.	Maior eficiência operacional na gestão. Menor canal de influência política nas atividades de crédito da CEF.	Caso a CEF seja adquirida por bancos de grande porte no Brasil, pode exacerbar o problema de concentração bancária.	Para mitigar o problema de concentração, Banco Central pode adotar medidas para reduzir custos de entrada. Pode-se também estabelecer contrato com o adquirente definindo multa caso o CADE reprove a aquisição. Banco do Brasil e outros agentes bancários podem garantir capilaridade regional de serviços.



