

PODEMOS JUSTIFICAR O FIES COM BASE NAS  
FALHAS DO MERCADO DE CRÉDITO?

*Paulo Springer de Freitas*<sup>1</sup>

*Fernando B. Meneguini*<sup>2</sup>

A teoria econômica tradicional nos ensina que um ambiente perfeitamente competitivo e sem falhas de mercado gera uma situação eficiente, definida como aquela em que não se pode melhorar a situação de um agente econômico sem piorar a de outro (ou, no jargão econômico, um ótimo de Pareto). O fato de os mercados competitivos e sem falhas de mercado gerarem uma situação eficiente é uma visão idealizada do sistema. Na realidade, entretanto, os pressupostos de concorrência perfeita e ausência de falhas de mercado são frequentemente violados na vida real, o que impede que ocorra uma alocação que seja ótima de Pareto<sup>3</sup>.

Neste artigo iremos discutir algumas dessas falhas no mercado de crédito, que impedem (ou dificultam) o atingimento de uma alocação que seja Pareto-eficiente. A principal falha em questão é a assimetria de informações, ou seja, o emprestador não conhece bem as características do potencial tomador de empréstimo.

A assimetria informacional pode ser vista sob duas perspectivas: seleção adversa e risco moral.

---

<sup>1</sup> Consultor Legislativo do Senado. Mestre e Doutor em Economia. Professor do Programa de Mestrado em Economia do Setor Público do Departamento de Economia da UnB. Editor do site Brasil-Economia-Governo.

<sup>2</sup> Consultor Legislativo do Senado. Mestre e Doutor em Economia. Pesquisador do Economics and Politics Research Group – EPRG, CNPq/UnB. Visiting Scholar na Universidade da Califórnia-Berkeley. Editor do site Brasil, Economia e Governo.

<sup>3</sup> Para uma explicação detalhada sobre as falhas de mercado, veja o texto “Por que o governo deve interferir na economia?”, disponível em <http://www.brasil-economia-governo.org.br/2011/03/24/por-que-o-governo-deve-interferir-na-economia/>

O fenômeno da seleção adversa acontece porque os bancos não têm pleno conhecimento da capacidade de pagamento dos tomadores. Por exemplo, duas pessoas físicas, que trabalham em uma mesma empresa e ocupam cargos semelhantes. Uma pode estar em vias de ser demitida e outra não. Ambos os funcionários conhecem (ou, pelo menos, têm uma noção razoável) de sua probabilidade de ser demitido, mas o banco não tem acesso a essa informação e por isso não têm como selecionar o indivíduo que terá maior capacidade de pagamento de um empréstimo no futuro próximo. Podemos também utilizar um exemplo de dois microempresários, suponhamos duas padarias. Uma é reconhecida em seu bairro pela boa qualidade do pão que produz, a outra não: a boa padaria tem melhores perspectivas financeiras futuras, mas o banco não detém essa informação. O mesmo raciocínio é válido para grandes empresas. A empresa conhece melhor que o banco emprestador os lançamentos que pretende fazer nos próximos anos ou a chance de ser bem sucedida em uma negociação envolvendo a transferência de terrenos para a construção da planta industrial.

O problema de seleção adversa surge, portanto, da incapacidade de o banco conhecer bem o tomador do empréstimo. Já o risco moral, a segunda forma de assimetria de informações que estamos analisando, deriva do fato de o tomador do empréstimo passar a se comportar de forma diferente – e mais arriscada – justamente porque conseguiu o empréstimo. Expressões como “muito grande para quebrar” refletem uma situação de livro-texto de risco moral. O tomador sabe que, se quebrar, poderá criar uma cadeia de *defaults*, com consequências desastrosas para a economia. Como o nome sugere, o risco moral nesse caso é mais alto para grandes tomadores, sejam países ou grandes corporações. Os bancos, cientes de que o não pagamento da dívida por parte desses tomadores pode gerar forte prejuízo, acabam se sentindo obrigados a renegociar as condições do financiamento.

Mas o risco moral também envolve pequenos tomadores. Por exemplo, uma empresa está endividada e se defronta com duas alternativas de investimento. Uma pouco arriscada, mas com retorno baixo, e outra muito arriscada, mas com retorno elevado. Se utilizasse o capital próprio, a empresa poderia optar pela estratégia menos arriscada. Mas, se o capital é de terceiros, ela pode optar pelo investimento mais arriscado pois, se ganhar, paga o empréstimo e obtém um lucro elevado, se perder, perde os recursos de outrem, que eventualmente serão cobrados em juízo, mas não necessariamente pagos ou pagos com defasagem e de forma parcial, conforme decisão judicial.

Seja qual for a causa da informação assimétrica, se seleção adversa ou risco moral, não há como um banco discriminar cada tomador, cobrando-lhe a taxa de juros de acordo com o risco específico que esse tomador traz. Sem conhecer bem o cliente, resta ao banco fixar a taxa de juros em conformidade com um risco médio, esperado para aquele tipo de cliente. Isso faz com que bons pagadores, que mereceriam pagar juros mais baixos, sejam onerados mais fortemente. Dependendo de quão elevado for esse custo extra, o bom pagador pode desistir de contrair o empréstimo. No limite, o mercado de crédito ficaria só com os maus pagadores, que seriam aqueles dispostos a pagar taxas mais altas, pois já têm em mente que não vão pagar o empréstimo tomado. Mas essa não seria uma situação de equilíbrio, pois, se há somente maus pagadores, a taxa de juros deveria refletir o risco máximo. No limite, se há somente “maus pagadores” para os quais o credor não consegue recuperar nada do valor emprestado, então a taxa de juros deveria ser infinita, e o mercado de crédito deixaria de existir<sup>4</sup>. De uma forma geral, contudo, o mercado encontra uma taxa de juros de equilíbrio, em que o prêmio de risco exigido pelo credor não é tão elevado a ponto de afugentar os bons pagadores do mercado.

Como resolver os problemas da seleção adversa e do risco moral? No caso da seleção adversa, um passo inicial é tentar conhecer melhor o cliente. No caso de pessoas físicas, os tomadores preenchem cadastros em que suas diversas características – estado civil, posição na ocupação, tempo na atividade, tamanho da família, idade, etc. – são avaliadas e permitem ao credor inferir o risco de crédito associado àquele indivíduo. Para firmas, os credores podem analisar balanços e contar com análises setoriais. Quanto maior for o tomador, maior será o interesse do credor para analisar em profundidade as características de quem está demandando crédito.

Pesquisas cadastrais e outras formas de análise do tomador contribuem para reduzir, porém não eliminar o problema da seleção adversa. Em primeiro lugar, porque há um *trade-off*. Informação custa dinheiro, portanto, há um limite de recursos que o credor está disposto a despender para obtê-las. A partir de determinado nível, é mais eficiente manter-se desinformado.

---

<sup>4</sup> A situação de *default* total é extrema. Muitas vezes o mau pagador é somente aquele que atrasa as prestações ou que renegocia os débitos, permitindo que o credor recupere parte substancial do capital empatado.

Em segundo lugar, porque a habilidade de pagamento de um tomador depende de uma série de fatores não mensuráveis, que dificilmente são capturados em questionários. Anteriormente demos alguns exemplos de tais fatores, como a probabilidade de perder o emprego, a qualidade do produto ou a perspectiva de novos lançamentos.

Diante da incapacidade de resolver o problema de assimetria de informações, a solução para os credores vem com a exigência de garantias. As instituições financeiras passam a solicitar, na maioria dos tipos de empréstimos, garantias para uma futura perda da capacidade de pagamento dos tomadores. Quanto mais sólida for a garantia, menor será a taxa de juros cobrada.

Esse procedimento, aliado a outros como securitização da dívida, cria mecanismos de proteção para o credor. Via de regra, é solicitado do tomador de empréstimo de 100% a 200% de garantias sobre o valor financiado. Se o empréstimo é para a aquisição de um bem, normalmente este próprio bem é a garantia, como exemplo a compra de um automóvel, que, se não for pago, é incorporado ao patrimônio do credor.

A garantia para um empréstimo tomado pode ser pessoal ou real. Na garantia pessoal, um garantidor se comprometerá em arcar com a dívida, caso o devedor principal não o faça. São exemplos de garantia pessoal: aval e fiança. Na garantia real, o devedor apresenta um bem que poderá ser vendido pelo credor caso haja o inadimplemento da dívida. São exemplos de garantia real: penhor, hipoteca, anticrese e alienação fiduciária.

A questão que se coloca é: o mercado é capaz de encontrar soluções pareto-eficientes para resolver o problema da assimetria de informações? A resposta é negativa. Se a solução via mercado envolve algum tipo de garantia, aqueles indivíduos ou empresa que são potencialmente bom pagadores podem ficar sem crédito se não dispuserem de garantias suficientes.

Por isso, o Governo muitas vezes entra para oferecer crédito sem a exigência de garantias ou com garantias menores do que as que seriam pedidas pelo mercado. Isso seria uma típica intervenção pública para corrigir uma falha de mercado: a incapacidade do mercado privado de conceder crédito para bom pagador que não disponha de garantias para oferecer. Vamos analisar, como exemplo, o problema do crédito estudantil.



Vários países adotam programas de crédito subsidiado para estudantes que, por estarem em uma fase da vida em que não produzem renda, ou têm empregos de tempo parcial, não contam com garantias a oferecer. Ademais, tendo em vista que a elevação do capital humano decorrente dos estudos elevará a renda futura do indivíduo, supõe-se que ele será capaz de, no futuro, pagar o empréstimo que financiará seus estudos.

No Brasil, o FIES (Fundo de Financiamento Estudantil) concede crédito estudantil em condições bastante privilegiadas. Até 2015, a taxa de juros era de 3,4% a.a, com período de carência de 18 meses após a conclusão do curso e o período de amortização era de três vezes o período de duração regular do curso, acrescido de doze meses. A partir do segundo semestre de 2015, a taxa de juros subiu para 6,5% ao ano. Mesmo essa taxa é extremamente baixa se considerada a taxa Selic, atualmente em mais de 14% a.a. e a inflação, que nos últimos anos têm se situado em torno de 6% anuais, sendo que, em 2015, provavelmente ultrapassará os 9%.

A questão que se coloca é, com base nas falhas de mercado, justifica-se a concessão de crédito subsidiado para a educação superior? Usualmente os estudantes são jovens e não possuem ativos para oferecer como garantia. A única garantia que poderiam oferecer é o próprio trabalho (futuro). Vários países (incluindo o Brasil), entretanto, impõem restrições legais para o indivíduo comprometer parte da renda futura para pagamento de dívidas. Além de restrições legais, comprometer a renda futura pode gerar incentivos incorretos, por questões de risco moral: o indivíduo tenderá a preferir ocupações por conta própria ou outras em que a verificação da renda é mais difícil de ser verificada.

Diante das restrições institucionais e do risco moral, é justificável criar programas de crédito educativo? Que características do mercado de educação o tornariam diferente do mercado de crédito para adquirir outros bens ou serviços? Nos outros mercados, de venda de sapatos, móveis ou pacotes turísticos também há assimetria de informações. Por que, via de regra, não se advogam intervenções governamentais no mercado de móveis e utensílios domésticos, por exemplo<sup>5</sup>?

---

<sup>5</sup> Em verdade, o Programa Minha Casa Melhor, extinto no final de 2014, financiava, a juros subsidiados, itens de mobiliário e eletroeletrônicos. Poucos analistas, contudo, consideram que aquele programa era justificável.

Há algumas respostas para isso. Em primeiro lugar, o risco de crédito pode ser excessivamente alto para o financiamento estudantil (ausência de garantias, longo prazo para pagamento, dificuldade de conhecer melhor o tomador), a ponto de inviabilizar o mercado. No caso dos móveis, o conjunto de tomadores de crédito é formado por indivíduos sobre os quais é possível inferir com maior acurácia a probabilidade de *default*. São pessoas já inseridas no mercado de trabalho, que já possuem alguns bens, já há um histórico de adimplência, etc. Ou seja, a assimetria de informação é substancialmente menor para os demais mercados, tornando mais provável haver uma taxa de juros que o equilibre.

Em segundo lugar, observe-se que a interferência governamental não contribui para reduzir o risco. O que a interferência do governo consegue fazer, no máximo, é transferir o risco, do *pool* de tomadores para outrem (mais especificamente, para os contribuintes de uma forma geral). No caso do mercado de móveis de nosso exemplo, é difícil encontrar justificativa para transferir para o contribuinte a responsabilidade pelo pagamento do risco de crédito.

Já para a educação, argumentos baseados em igualdade de oportunidades e externalidades positivas geradas pela educação podem ser facilmente utilizados.

Desse raciocínio, temos a terceira justificativa para a criação de programas de crédito educativo. O mercado financeiro pode ser pouco competitivo, levando a uma taxa de juros muito alta. Em países com forte concentração de renda, como o Brasil, a educação tende a oferecer uma taxa de retorno muito mais elevada do que a taxa básica da economia. Se o mercado financeiro for pouco competitivo, os estudantes estariam dispostos a pagar até o limite do retorno obtido com a educação. Nesse caso, contudo, todo o incremento de renda que obteriam em função de fazer um curso superior seria apropriado pelo sistema financeiro. O governo, ao oferecer crédito subsidiado (digamos, cobrando taxa de juros igual à Selic), está, em verdade, dando ao estudante o valor presente correspondente à diferença entre o retorno que obtém com os anos a mais de estudo e a taxa Selic. Novamente, argumentos de igualdade de oportunidade podem justificar essa política.

Observe-se que essa política não sai de graça para o contribuinte. Quanto maior for o volume de crédito subsidiado, maior o endividamento do governo e, portanto, maior deverá ser a taxa Selic. Na prática, o impacto sobre a taxa Selic deve ser

marginal, mas como esse impacto incide sobre toda a dívida pública, o valor do subsídio pode não ser tão insignificante. Mesmo assim, a sociedade pode estar disposta a pagá-lo, em nome da igualdade de oportunidades e do aumento do capital humano, que aumentará a produtividade futura da economia.

Em quarto lugar, tomar empréstimos envolve riscos. Um tomador mais avesso ao risco pode optar por não se financiar (e não estudar), mesmo que seja, potencialmente, um excelente aluno. Mais uma vez, pode-se utilizar o argumento de igualdade de oportunidades: aversão ao risco é uma boa justificativa para negar a alguém o acesso à universidade?

Pode-se, portanto, construir argumentos defendendo a intervenção governamental no mercado de crédito educativo. A questão seguinte é: uma vez garantida a oferta de crédito, qual deve ser a taxa de juros? Cabe pensar em subsídio? Deve-se embutir um prêmio pelo risco?

Se pensarmos exclusivamente sobre a questão do crédito, o ponto de partida deve ser a taxa básica de juros da economia. Se o retorno privado do investimento em educação for inferior ao da taxa básica de juros da economia, então não deveria haver financiamento. Essa conclusão pode ser alterada caso se entenda que a educação superior gera externalidades suficientemente elevadas, de forma que o retorno social da educação seja superior à taxa de juros da economia, ainda que o retorno privado seja menor. É reconhecido que educação traz externalidades, embora elas sejam mais elevadas para os níveis iniciais de ensino, enquanto o crédito educativo concentra-se no ensino superior.

O subsídio atual do Fies (mensurado como a diferença entre a taxa Selic e a taxa de juros cobrada dos participantes do programa), em torno de 8% ao ano, parece ser bastante elevado, muito acima do que seria justificável pelas externalidades<sup>6</sup>. É claro que não se pode descartar a existência de externalidades significativas, mas, diante da magnitude dos valores, entendemos que o subsídio não deveria ser concedido sem um estudo mais aprofundado sobre a relevância das externalidades geradas.

---

<sup>6</sup> Em verdade, o cálculo correto do subsídio deveria considerar a diferença entre os 6,5% a.a. que o Fies cobra e a taxa Selic durante toda a vigência do contrato, e não somente o valor atual. Ainda que o subsídio possa a vir cair no futuro, é pouco provável que a taxa Selic real fique abaixo de 6,5% ao ano nos próximos dez anos.



Não se pode também descartar a possibilidade de se fixarem taxas diferenciadas, com custo mais baixo para cursos em que, por alguma idiossincrasia qualquer, gere mais externalidades do que outros. Alternativamente, pode não ser necessário conceder subsídios para cursos que geram alto retorno privado, mesmo que gerem externalidades relevantes. Nesse caso, a demanda pelos cursos seria relativamente inelástica aos subsídios.

Partindo da Selic como base, a segunda questão que se coloca é o prêmio de risco. Quem deve pagar pelo risco, o tomador do empréstimo ou o contribuinte? Para responder a essa pergunta, devemos dividir o risco em dois grupos: os riscos idiossincráticos e os não idiossincráticos.

Os riscos não idiossincráticos são aqueles que são comuns a todos os tomadores de crédito e estão fora do controle do indivíduo. Por exemplo, o estudante pode vir a falecer antes de poder pagar o empréstimo. A economia pode entrar em colapso durante o período de amortização. A profissão associada à formação escolhida pode se tornar obsoleta. Do ponto de vista social, o custo do financiamento deve ser entendido como o custo da taxa básica da economia acrescido do risco não idiossincrático. Por esse motivo, são os estudantes que deveriam pagar por esse risco. Do contrário, a sociedade estaria financiando uma atividade que, do ponto de vista social, traria menos retorno do que o valor investido.

Em relação à alocação dos riscos idiossincráticos, a resposta dependerá das preferências da sociedade. Riscos idiossincráticos são aqueles que decorrem da capacidade de o indivíduo pagar o empréstimo em decorrência de características pessoais. Essas características envolvem habilidades natas e adquiridas, atitudes em relação ao trabalho, disposição para honrar compromissos, etc.

A forma mais simples de entender como se processaria o pagamento pelos riscos é imaginar que há um fundo, que faz um chamamento de recursos sempre que uma prestação não é paga. Os recursos desse fundo podem ser aportados pelos tomadores ou pelo Tesouro. No primeiro caso, dizemos que o risco idiossincrático é pago pelos participantes do Fies. No segundo caso, pelos contribuintes. Conforme explicamos anteriormente, se os riscos forem não idiossincráticos, entendemos que são os participantes do Fies que devem fazer os aportes necessários. E para os riscos idiossincráticos?



Para facilitar a resposta a essa pergunta, podemos reformulá-la da seguinte forma: quem deve pagar pelo mau pagador, o bom pagador ou o contribuinte?

A resposta pode não ser simples. Suponhamos que a sociedade seja dividida entre pobres e ricos, sendo que somente esses últimos pagariam impostos. Os pobres não teriam acesso à universidade se não dispuserem de crédito educativo. É justo exigir do pobre bom pagador que arque com os custos do pobre que não é bom pagador? Por outro lado, é justo exigir dos ricos que paguem os custos do pobre que não é bom pagador?

É bom lembrar que, dado o ambiente de informação incompleta, necessariamente alguém arcará com os custos do pobre mau pagador. No exemplo dado, não necessariamente é melhor que os ricos paguem. Por exemplo, os impostos já podem estar sendo utilizados para pagamento de outros programas sociais considerados mais prioritários, como apoio à educação básica ou transferências de renda. O pobre bom pagador pode ter, inclusive, já se beneficiado de um desses programas.

Não é nosso objetivo sugerir quem deve arcar com o risco idiossincrático. Mas deveria haver transparência em relação a isso. Em dezembro de 2014, o banco Morgan Stanley divulgou relatório afirmando que a inadimplência do Fies estava em torno de 10%, mas poderia chegar a 27% em 2017<sup>7</sup>. O governo contestou os números e afirmou que a inadimplência estava em torno de 3% ou 4%<sup>8</sup>. Independentemente dos números exatos, é importante avaliar melhor qual o nível de inadimplência do Fies e como ele deve ser alocado. Também entendemos que, independentemente de como é feita a alocação de riscos, o subsídio embutido nas taxas de financiamento do Fies nos parece excessivamente generoso. Certamente os 6,5% ao ano atualmente cobrados são muito inferiores à taxa Selic esperada para a média dos próximos 10 ou 15 anos (prazo de duração dos contratos) ajustada pelo risco não idiossincrático.

Por fim, há que se considerar quem efetivamente se beneficia do subsídio creditício. Um programa que ofereça um grande volume de crédito elevará a demanda por crédito educativo e, conseqüentemente, por matrículas em universidades privadas.

---

<sup>7</sup> Vide reportagem sobre o tema em: <http://zh.clicrbs.com.br/rs/noticias/noticia/2014/12/uma-sombra-sobre-o-fies-banco-afirma-que-inadimplentes-aumentaram-mas-mec-contesta-4671429.html>.

<sup>8</sup> Vide reportagem: <http://educacao.uol.com.br/noticias/agencia-estado/2014/09/26/mec-rejeita-hipotese-de-alta-inadimplencia-no-fies.htm>.

Esse aumento de demanda pode resultar em elevação dos valores reais das mensalidades. O resultado seria a apropriação, pelas escolas privadas, do subsídio creditício, via mensalidades mais elevadas. O forte aumento das cotações em bolsa dos principais grupos empresariais ao longo da primeira fase do Fies, e o desabamento dessas cotações quando dos cortes orçamentários implementados em 2014-15, indica que a possibilidade de captura do subsídio pelas escolas não é mera especulação intelectual. Assim, um programa de crédito educativo deve se preocupar, também, em não adquirir dimensões que afetem os preços praticados no mercado de educação.

Setembro/2015

Núcleo de Estudos e Pesquisas  
da Consultoria Legislativa



Conforme o Ato da Comissão Diretora nº 14, de 2013, compete ao Núcleo de Estudos e Pesquisas da Consultoria Legislativa elaborar análises e estudos técnicos, promover a publicação de textos para discussão contendo o resultado dos trabalhos, sem prejuízo de outras formas de divulgação, bem como executar e coordenar debates, seminários e eventos técnico-acadêmicos, de forma que todas essas competências, no âmbito do assessoramento legislativo, contribuam para a formulação, implementação e avaliação da legislação e das políticas públicas discutidas no Congresso Nacional.

Contato:

Senado Federal  
Anexo II, Bloco A, Ala Filinto Müller, Gabinete 4  
CEP: 70165-900 – Brasília – DF  
Telefone: +55 61 3303-5879  
E-mail: [conlegestudos@senado.leg.br](mailto:conlegestudos@senado.leg.br)

Os boletins Legislativos estão disponíveis em:  
[www.senado.leg.br/estudos](http://www.senado.leg.br/estudos)

O conteúdo deste trabalho é de responsabilidade dos autores e não representa posicionamento oficial do Senado Federal.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

Como citar este texto:

MENEGUIN, F. B.; FREITAS, P. S. Podemos justificar o Fies com base nas falhas do Mercado de Crédito? Brasília: Núcleo de Estudos e Pesquisas/ CONLEG/Senado, setembro/2015 (**Boletim Legislativo nº 35, de 2015**). Disponível em: [www.senado.leg.br/estudos](http://www.senado.leg.br/estudos). Acesso em 24 de setembro de 2015.