

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**A POTÊNCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA SOB EXPANSÃO DO
CRÉDITO PÚBLICO**

**MARCELO DILLON NUNES
Nº DE MATRÍCULA: 0412124-7**

ORIENTADORA: MONICA BAUMGARTEN DE BOLLE

Dezembro de 2010

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A POTÊNCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA SOB EXPANSÃO DO
CRÉDITO PÚBLICO

MARCELO DILLON NUNES
Nº DE MATRÍCULA: 0412124-7

ORIENTADORA: MONICA BAUMGARTEN DE BOLLE

Dezembro de 2010

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor".

Marcelo Dillon Nunes

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor"

Como no próprio desenrolar das etapas de pesquisa que permearam o desenvolvimento deste trabalho, o ciclo de estudos na graduação se iniciou com uma ideia mas sofreu mudanças, ao longo do tempo, conforme foram ocorrendo novas descobertas que alteraram o conjunto de informações inicial. Agradeço inicialmente aos Professores do curso de Economia da PUC-Rio, pela competência e pelo exemplo na formação acadêmica sólida. Agradeço especialmente à equipe da Galanto Consultoria, entre eles à Professora Monica Baumgarten de Bolle, que orienta este trabalho, e em especial ao falecido Professor Dionísio Dias Carneiro, mestre e tutor, que ajudou a definir minha escolha profissional. Agradeço, ainda mas não menos, aos amigos que fiz ao longo deste curso e também à minha família, pelo apoio e incentivo incondicionais.

SUMÁRIO

1. Introdução.....	8
2. Canal do crédito na transmissão da política monetária.....	12
3. Evolução recente do perfil de crédito no Brasil.....	19
4. Potência da política monetária sob presença de Bancos Públicos.....	25
5. Conclusão.....	37

GRÁFICOS

Gráfico 1: Desvio-Padrão da Inflação e Média de Crédito Privado Total.....	9
Gráfico 2: Efeitos da Selic sobre Nível e Custo dos Empréstimos.....	13
Gráfico 3: Demanda por Crédito.....	15
Gráfico 4: Multiplicador do Investimento.....	16
Gráfico 5: Variação dos Investimentos.....	17
Gráfico 6: Investimentos (FBKF) e Crédito, Variação em 12 Meses.....	18
Gráfico 7: Crédito Total e Variação (t/t-12).....	19
Gráfico 8: Variação (t/t-12) do crédito, conforme a origem dos recursos.....	21
Gráfico 9: Participação no total crédito.....	22
Gráfico 10: Taxas Reais de Juros no Brasil.....	26
Gráfico 11: Coeficiente dos Juros Reais sobre o Crédito, Rolling Regressions.....	27
Tabela 1: Variação do crédito como função dos juros reais, de 2003 a 2009.....	28
Gráfico 12: Resíduos da regressão da Tabela 1.....	28
Tabela 2: Variação do crédito como função dos juros reais, de 2009 a 2010.....	29
Gráfico 13: Resíduos da regressão da Tabela 2.....	30
Gráfico 14: Hipóteses sobre Comércio Mundial.....	33
Gráfico 15: Desvios do IPCA e da SELIC, Sem Crédito Público, Primeiro Caso.....	34
Gráfico 16: Desvios do IPCA e da SELIC, Sem Crédito Público, Segundo Caso.....	34
Gráfico 17: Desvios do IPCA e da SELIC, Com Crédito Público.....	35

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo analisar os efeitos da expansão da carteira dos Bancos Públicos sobre a potência da política monetária para o Brasil. Para isto, procuramos demonstrar, com uso da literatura já existente, que o canal de crédito é o mecanismo relevante de transmissão das decisões das autoridades monetárias. Mostramos que o aumento na participação do crédito como percentual do PIB no Brasil no período da crise financeira de 2008 foi sustentado pela expansão do crédito de instituições públicas. Esta característica, sugerimos, “entope” o canal de transmissão, tornando a eficácia da taxa de juros real sobre a atividade menor que a esperada quando desconsiderado este efeito.

Palavras-chave: POLÍTICA MONETÁRIA, POTÊNCIA, CRÉDITO PÚBLICO.

1. INTRODUÇÃO

O Banco Central do Brasil (BCB) é uma Autarquia. Estas geralmente se caracterizam por serem pessoas jurídicas de Direito Público dotadas de autonomia, patrimônio próprio e relativa independência aos órgãos do Poder Executivo. Criado pela Lei nº 4.595 de 1964, o BCB exerce atividades de cunho administrativo, fiscalizando e expedindo atos de regulação. Sua missão, segundo planejamento estratégico estabelecido em 2010, é a de “*assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda e um sistema financeiro sólido e eficiente*”¹.

Para manter a estabilidade do sistema financeiro, a autoridade monetária cumpre o papel de “emprestador de última instância” e provedor de liquidez, bem como de regulador, por exemplo, dos requisitos de capital próprio ponderados pelo risco, sendo o principal executor das normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional. Para manter a inflação de acordo com o regime de metas, por sua vez, a autoridade monetária faz uso do instrumento da taxa de juros básica, definida pelo COPOM e mantida através de operações de mercado aberto. Com isso, tenta afetar o nível de atividade, por meio de complexo mecanismo de transmissão, em busca do equilíbrio onde a inflação se mantém em velocidade constante. Até a edição de um artigo por **BERNANKE e GETLER (1995)**, os desdobramentos deste mecanismo haviam sido tratados como uma espécie de “caixa preta” na teoria econômica.

Este mecanismo, como destacado pelos autores, descreve relações que vão além do modelo neoclássico, onde as taxas de juros afetam decisões de investimento. O “canal do crédito” se desdobra nos canais do balanço patrimonial e do empréstimo dos bancos. No caso brasileiro, com iremos destacar, este canal ainda algumas dificuldades adicionais. Duas delas são destacadas por **CARNEIRO, SALLES e WU (2003)**. A primeira é resultado da alta inflação verificada até meados dos anos noventa. A segunda surge da elevada variância nas taxas de juros reais a partir do Plano Real, em consequência às tentativas de se evitar com que sucessivos choques de oferta afetassem o controle inflacionário. O resultado prático disso foi um nível reduzido de crédito como participação da renda até meados da última década.

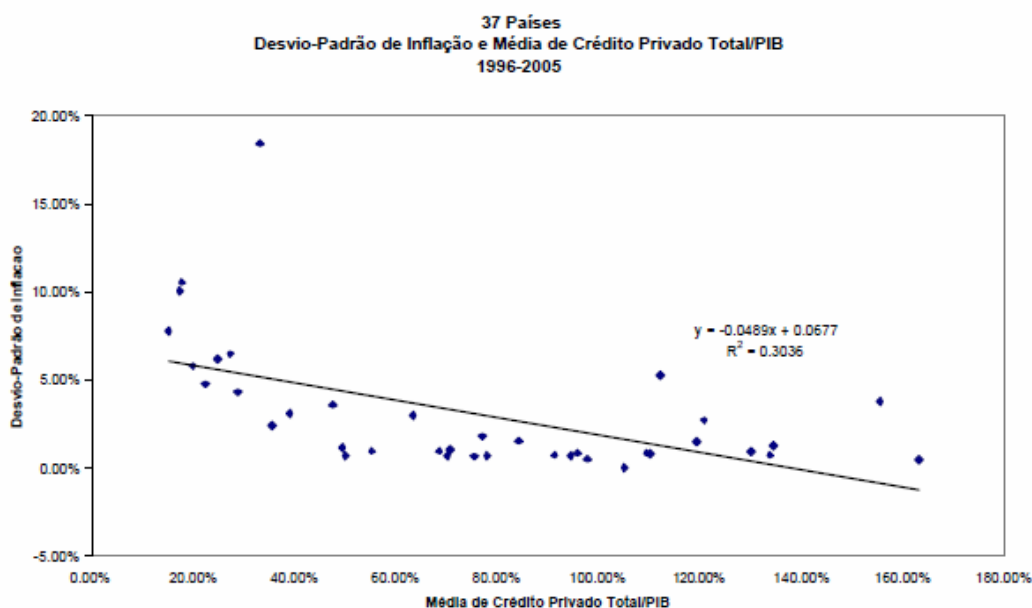
A potência da política monetária, nesse contexto, é a medida da capacidade que a autoridade monetária tem, mediante uso de seus instrumentos, de exercer um controle

¹ Planejamento Estratégico do Banco Central. Disponível em < <http://www.bcb.gov.br/?planobc> >

sobre a volatilidade da inflação. Conforme esclarecido por **COSTA NETO (2007)**, **CLARIDA, GALI e GERTLER (1999)** já haviam afirmado que “*o objetivo da política monetária é minimizar os desvios quadráticos do produto e da inflação em relação às suas metas*”.

A intuição nos diria que, um maior nível de crédito como proporção da renda aumentaria a potência da política monetária, exigindo alterações proporcionalmente menores na taxa básica de juros para corrigir desvios iguais da meta de inflação, reduzindo também a sua volatilidade. Nesse sentido **COSTA NETO (2007)** comprovou que, para uma amostra de 37 países, usando de dados para o desvio-padrão da inflação e a média de crédito privado em relação ao PIB, quanto maior a participação do crédito privado na Renda, menor a volatilidade da inflação em torno da meta – copiamos o resultado no gráfico 1, abaixo. Notem que o autor excluiu desta conta a participação dos Bancos Públicos, possivelmente pelos mesmo motivos que iremos destacar a seguir.

Gráfico 1: Desvio-Padrão da Inflação e Média de Crédito Privado Total/PIB



Neste sentido, o estoque de crédito na economia brasileira tem sido expandido em ritmo forte entre 2004 e 2010. Parte deste crescimento, entretanto, é explicado pela maior participação do crédito de origem pública, principalmente a partir de 2008/2009. Embora um estoque mais elevado de crédito possa ser considerado positivo para um melhor desempenho da função das autoridades monetárias, a crescente presença do Estado nestes números gera um efeito menos nítido.

Com a Crise do Crédito de 2008, segundo **BOLLE e SOARES (2008)**, os riscos de transmissão dos impactos da crise para o Brasil estavam, à época dos acontecimentos, vinculados principalmente aos canais de transmissão do câmbio e da oferta de crédito. Em suma, à Crise de 2008 seguiram-se algumas medidas contracíclicas de defesa da atividade econômica, naturalmente marcadas pelos expansionismos fiscal e monetário. Dentre estas, um instrumento peculiar ao caso brasileiro foi o uso da expansão das carteiras dos Bancos Públicos, em resposta à paralisação do crédito em nível internacional, seja através dos créditos direcionados aos setores agrícola e habitacional - onde há também a participação, não voluntária, do setor privado - ou, mais notadamente, via BNDES.

Embora, segundo estes autores, a paralisação do crédito de 2008 tenha sido inquestionavelmente menos severa nos países que dispunham dos bancos públicos – por exemplo, na China não houve sequer ameaça de recessão, tendo o contágio ocorrido mais via redução das exportações - há motivos razoavelmente fortes para crermos que a crescente presença dos bancos públicos “entope” o canal de transmissão da política monetária via crédito, prejudicando este instrumento de controle da atividade e da inflação. Em consequência, soma-se à lista de fatores estruturais que geram um equilíbrio macroeconômico caracterizado pela presença de uma taxa de juros reais alta, em níveis acima dos praticados internacionalmente. Dessa forma, é importante destacar que o efeito positivo da política em tempos de dificuldades globais pode não ser positivo em épocas de maior bonança.

Este efeito da expansão dos bancos públicos sobre a economia, muito provavelmente, tem explicação na forma de captação por parte destas instituições. Não dependendo das forças de mercado para determinar os seus custos de captação – seja de depósitos ou via outros instrumentos, tais como derivativos – as instituições públicas são subsidiadas por meio do direcionamento de recursos – p.ex. da poupança, que financia o Sistema Financeiro Habitacional – ou pelo Tesouro Nacional, tornando todo um segmento da massa de crédito inelástico às variações na Selic, o que por sua vez elimina um canal que é reconhecidamente relevante para que a política monetária tenha seus efeitos.

Esta dissertação está dividida em três partes. No segundo capítulo, traçamos uma análise da literatura sobre o mecanismo de transmissão da política monetária, em especial ao que se convencionou chamar de canal do crédito. No terceiro capítulo, mostramos com mais detalhes a evolução recente do crédito no Brasil, em especial nos

dois últimos anos, usando os dados divulgados pelo Banco Central. No quarto capítulo, procuramos estender a análise, mostrando que há evidências suficientes para nos convenceremos de que a variação total do crédito se torna cada vez mais insensível à taxa de juros. Por fim, concluimos, tecendo algumas considerações.

2. CANAL DO CRÉDITO NA TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

BERNANKE e GETLER (1995) deram um impulso importante ao estudo dos canais de transmissão da política monetária. Segundo os autores, o primeiro canal de transmissão, construído na literatura neoclássica, é o do custo de capital para as firmas que se deparam com decisões sobre investimentos. O argumento, contudo, embora de intuição fácil – onde o aumento do custo de capital influenciaria negativamente o investimento, dado que a firma otimiza suas decisões - seria de difícil constatação empírica. Outras variáveis, tais como o produto com defasagem, o fluxo de caixa ou a receita correntes, seriam mais significantes para explicar as decisões destas firmas.

Para analisar melhor a “caixa preta” da transmissão da política monetária, diversos artigos citam imperfeições de mercado - tais como a assimetria de informações, custos de agência ou risco. Os autores então resumem estas características, defendendo que o modelo criado não difere em muito do canal tradicional do custo de capital, mas o amplia e o explica com maior pertinência.

Na hipótese de um mercado perfeitamente competitivo, argumentam, sabemos que as firmas deveriam remunerar tanto o seu capital, quanto o de terceiros, ao mesmo custo – que dependeria apenas dos fatores de risco da companhia em questão. Contudo, na presença de falhas de mercado, os efeitos diretos da política monetária sobre os custos de financiamento seriam amplificados por meio de mudanças endógenas no “prêmio de financiamento externo”, que é a diferença entre o custo de captação junto a terceiros (emitindo dívida ou *equity*) e junto aos próprios sócios da companhia (via retenção de lucros), refletindo os custos de avaliação e monitoramento, o prêmio dos “limões” devido à assimetria de informações e os custos de distorções para evitar o risco moral (por exemplo, exigência de garantias).

O termo “mercado de limões”, cumpre destacar, faz referência ao trabalho realizado pelo economista George Akerlof (Ver **AKERLOF (1970)**), que demonstrou que a assimetria de informações entre as partes leva à ineficiência dos mercados, onde um comprador que não dispõe de todas as informações sobre um bem oferecerá um preço sempre abaixo da média “justa” esperada entre a probabilidade do bem ser de qualidade alta ou baixa, o que por sua vez força os vendedores de produtos qualidade

alta a saírem do mercado – este trabalho cunhou o termo “Mercado de Limões” para este caso.

BERNANKE e GETLER (1995) distinguem, ainda, dois canais por meio dos quais a política monetária afetaria o prêmio de financiamento externo das companhias: o canal dos balanços patrimoniais, e o canal dos empréstimos bancários. O primeiro analisa os efeitos sobre o valor líquido das companhias, o lucro corrente e ativos líquidos, como colaterais para a tomada de dívida. Neste, uma redução no valor líquido ou no preço dos ativos reduz a capacidade de endividamento da firma.

Sobre o canal de empréstimos bancários, **ARRIGONI, MELLO e GARCIA (2010)** identificam-o no Brasil. Segundo os autores, conforme gráfico abaixo, literalmente copiada, um aumento (redução) da taxa básica de juros (Selic) provoca uma redução (aumento) dos novos empréstimos na economia. Encontram, ainda, evidência que sugere que os bancos de maior porte têm maior elasticidade às variações da política monetária, bem como os bancos com maior liquidez, ou os que dependem menos dos depósitos como fonte de captação, respondem menos a um aperto nos custos, pois seria mais fácil oferecer um colateral para ao mercado – que, no artigo citado, é descrita como um substituto-quase-perfeito aos depósitos. Postam a seguinte regressão:

Gráfico 2: Efeitos da Selic sobre Nível e Custo dos Empréstimos

Table 5: Effect on new loans without decomposition

Dependent variable: $New\ Loans_{t+N} - New\ Loans_{t-1}$ †

	$N=1$	$N=2$	$N=3$	$N=4$
$\Delta unexpected_selic$.17*** (.048)	.015 (.032)	-.29*** (.048)	-.11*** (.025)
$N\ obs$	45532	45480	45255	45030
$N\ groups$	1090	1087	1085	1083

Robust standard deviation in parentheses

* significant at 10%; ** significant at 5%; *** significant at 1%

† Source: Central Bank of Brazil

Table 6: Effect on interest rates without decomposition

Dependent variable: $Interest\ rate_{t+N} - Interest\ rate_{t-1}$ †

	$N=1$	$N=2$	$N=3$	$N=4$
$\Delta unexpected_selic$	-.64*** (.2)	-.69*** (.19)	.63*** (.18)	1.4*** (.18)
$N\ obs$	27060	27097	27022	26633
$N\ groups$	810	812	811	803

Robust standard deviation in parentheses

* significant at 10%; ** significant at 5%; *** significant at 1%

† Source: Central Bank of Brazil

DISYATAT (2010) revisita o canal dos empréstimos bancários, argumentando que o canal de crédito deveria passar por uma reformulação. Para tanto, revê o papel dos bancos no processo de transmissão da política monetária que, conforme geralmente concebido na literatura, estaria ligado diretamente aos depósitos como medida da oferta de recursos emprestáveis pois, seguindo uma equação do multiplicador monetário, o total de empréstimos seria múltiplo das reservas exigidas. Neste caso, o um aperto monetário induziria uma queda nos depósitos, forçando os bancos a buscar fontes mais caras de financiamento.

O autor sugere que, em sistemas financeiros avançados, dispondo estes de fontes alternativas de captação, bem como instituições financeiras não-bancárias que desempenham papel de bancos, a relação é invertida, onde os empréstimos determinam os depósitos. Desta forma, as autoridades monetárias não estariam intessadas em controlar o nível de reservas com operações de mercado aberto, mas sim objetivar alvos tais como uma taxa de juros de curto prazo. Neste caso, a variação do multiplicador monetário seria largamente determinada por fatores exógenos, tornando-o desinteressante economicamente – por exemplo, um aumento na taxa de reservas exigidas, quando os depósitos e a variação dos empréstimos são mantidos constantes, levaria a uma queda proporcional no multiplicador monetário. Entretanto, explicando o canal de empréstimos bancários através do já comentado “prêmio de financiamento externo”, o autor conclui que o canal é, na verdade, ainda mais relevante para os sistemas financeiros desenvolvidos, e que este impacto pode ser atenuado ou potencializado por mudanças na saúde das firmas que constituem este sistema.

CARNEIRO, SALLES e WU (2003) completam esta discussão, mostrando que o canal do crédito tem relação clara com o nível de atividade, e ainda são importantes na transmissão dos choques de demanda - multiplicando-os e tornando-os mais persistentes – e mostram, por fim, uma relação deste multiplicador com o câmbio – principalmente porque a economia brasileira não tem uma moeda que sirva de meio de troca internacional, então muitas firmas e instituições financeiras apresentam passivos indexados, principalmente, em dólar. Uma desvalorização inesperada da moeda nacional perante outras estrangeiras reduziria o valor líquido das firmas, reduzindo a oferta e a demanda por empréstimos.

Em primeiro lugar estimam uma equação de demanda por crédito, onde se verifica a impossibilidade de se usar a taxa de juros diretamente, devido a um problema de endogeneidade, onde a demanda e oferta de crédito têm como “preço” a taxa de juros. Conforme tabela abaixo, copiada do artigo, ao se estimar por OLS o coeficiente dos juros sobre a variação do crédito seria estatisticamente insignificante. Para contornar este problema, se utilizam de variáveis instrumentais (inadimplência e crescimento do PIB) para estimar, por meio do Método dos Momentos Generalizados (GMM), esta demanda. Com este teste, constatam haver uma relação negativa entre juros e crédito demandado pelas firmas, com coeficiente significativo a menos de 1%, conforme notado na coluna 2 da tabela de regressões, copiada do artigo, abaixo.

Gráfico 3: Demanda por Crédito

Variável dependente: Crédito (R\$ mil)

Período amostral: 1995.1 a 2002.2

Nº de observações: 30

	OLS			GMM ¹		
	Coef.	D.P.	P-valor	Coef.	D.P.	P-valor
Constante	48,150	34,023	16.9%	90,291	26,992	0.3%
Crédito(-1)	1.26	0.18	0.0%	1.52	0.17	0.0%
Crédito(-2)	-0.31	0.18	10.0%	-0.63	0.19	0.3%
Juros(-1)	-386,518	247,112	13.0%	-1,033,417	267,368	0.1%
R ²	94.1%			91.0%		
R ² ajustado	93.4%			90.0%		
D.P. regressão	21,051			26,022		
Durbin-Watson	2.30			2.52		
Prob. (estatística-F)	0.0%			-		
Prob. (estatística-J)	-			18.9%		

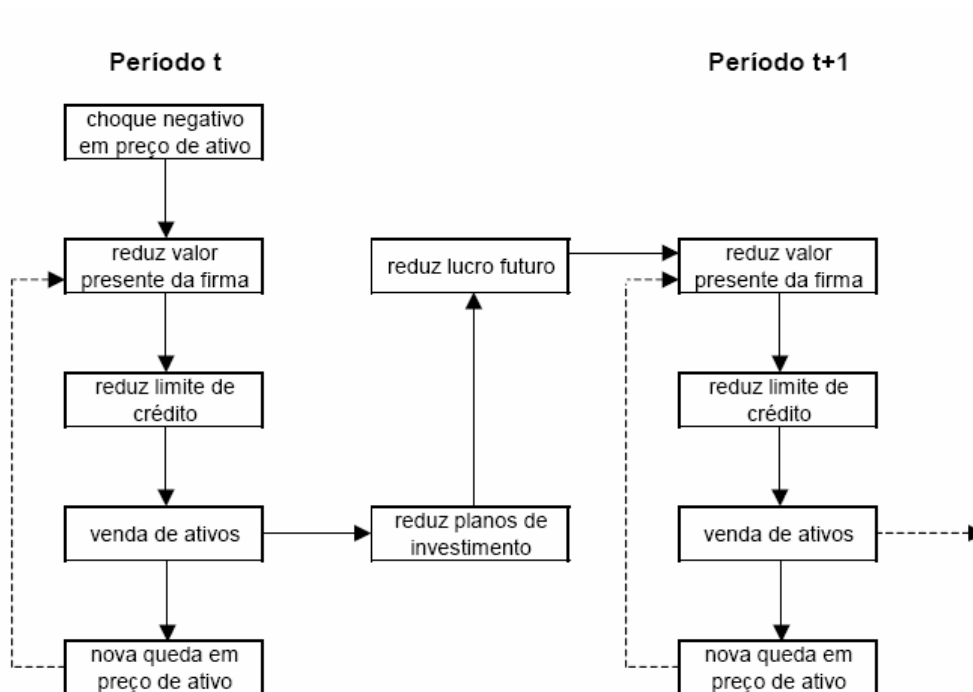
¹Lista de Instrumentos (GMM): Constante, Crédito(-1), Crédito(-2), Inadimplência, CrescimentoPIB.
Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE.

Notam, em seguida, que na presença de imperfeições de mercado, “o nível de investimento total passa a ser um múltiplo do que as firmas podem oferecer como colateral”, dado que os emprestadores restringem seus créditos ao oferecimento de garantias ou participação direta no capital investido pela contraparte. Desta forma, choques que afetam o valor do balanço patrimonial das empresas, e seus ativos, afetam a capacidade de investimento das mesmas, por meio do multiplicador financeiro. A necessidade de revisão dos planos de investimentos por conta da mudança do valor

presente da firma, oriunda deste choque inesperado, gera necessariamente uma escolha *second-best*, dado que as firmas maximizam lucros e o plano original era o mais eficiente, o que reduz o fluxo esperado de lucros, reduzindo assim o valor presente da firma e realimentando o canal do balanço patrimonial.

Dessa forma, “*choques puramente temporários de produtividade são responsáveis por grande persistência na dinâmica do nível de atividade*”, em linha com o que havia sido dito por **KIYOTAKI e MOORE (1997)**. A taxa de câmbio real também poderia afetar os passivos das empresas, gerando o mesmo processo multiplicador. Para ilustrar o argumento, mostram um esquema gráfico sobre este efeito multiplicador, estático em t e dinâmico em $t+1$:

Gráfico 4: Multiplicador do Investimento



Estimam, a seguir, pelo mesmo método, uma equação para a variação dos Investimentos, onde as variáveis instrumentais utilizadas são os mesmos da primeira equação, mais o multiplicador monetário, o Prêmio de Risco e os Juros Internacionais, como tentativa de captar o efeito do câmbio, que afeta diretamente o prêmio de financiamento externo, principalmente em uma economia como a brasileira.

Gráfico 5: Variação dos Investimentos

Variável dependente: Investimento (taxa % de crescimento t/t-4)

Período amostral: 1995.1 a 2002.2

Nº de observações: 30

	GMM ¹			GMM ²		
	Coef.	D.P.	P-valor	Coef.	D.P.	P-valor
Constante	0.10	0.04	1.7%	0.08	0.02	0.2%
Investimento(-1)	0.94	0.09	0.0%	0.85	0.12	0.0%
Investimento(-2)	-0.27	0.13	5.7%	-0.28	0.15	6.9%
Juros(-1)	-0.59	0.21	0.9%	-0.44	0.13	0.2%
ΔCâmbio	-	-	-	-0.33	0.17	6.7%
R ²	67.3%			68.8%		
R ² ajustado	63.5%			63.9%		
D.P. regressão	5.55%			5.52%		
Durbin-Watson	1.50			1.84		
Prob. (estatística-J)	32.5%			58.5%		

¹Lista de Instrumentos (GMM): Constante, Investimento(-1), Investimento(-2), Inadimplência(-1), Multiplicador Bancário(-1), CrescimentoPIB.

²Lista de Instrumentos (GMM): Constante, Investimento(-1), Investimento(-2), Inadimplência(-1), Multiplicador Bancário (-1), CrescimentoPIB, Prêmio de Risco (-1), Juros Internacionais (-1).

Fonte de Dados: Banco Central do Brasil, IBGE e Gazeta Mercantil.

Concluem os autores que “*para cada 1% de aumento na taxa de juros real, o total de crédito demandado cai em, aproximadamente, 2%*”. Que “*para cada aumento de 1% na taxa de juros real anualizada, a taxa de crescimento do investimento reduz-se em 0,44%*” e que “*para cada 1% de desvalorização cambial real, a taxa de crescimento do nível de investimento reduz-se em 0,35%*”.

Em um texto para discussão do Banco Central do Brasil, **MINELLA e SOUZA-SOBRINHO (2009)** constataram, através de um modelo semi-estrutural para o Brasil do regime de metas de inflação, que um aumento de 1 p.p. (0,25 p.p. por trimestre) na Selic pelo BC gera um aumento nas taxas de empréstimos a famílias e a empresas (taxas de curto e longo prazo), causando uma queda no consumo privado e nos investimentos, logo no PIB, o que por sua vez reforça o canal dos investimentos – este por fim tem uma variação aproximadamente duas vezes maior que a do consumo. Com o aumento do desemprego e a redução da produtividade marginal dos fatores, se desacelera a inflação. O aumento na taxa de juros ainda tem impacto, segundo os autores, sobre o câmbio, levando a uma apreciação do Real e uma balança comercial positiva no primeiro ano, o que reforça a queda da inflação. Em magnitude, a atividade seria atingida em 0,2 % e a inflação em 0,6 p.p. ao fim do primeiro ano. Os autores dividem

três canais de transmissão: (i) via taxas de financiamento do consumo (curto prazo), (ii) taxas de financiamento do investimento (longo prazo) e (iii) via taxa de câmbio. Decompondo linearmente os efeitos entre consumo, investimento e câmbio, os autores encontram que o canal de transmissão via taxa de financiamento do consumo responde por 62% da queda do PIB no primeiro ano, e em torno de 50% nos primeiros dois anos. O canal dos investimentos responderia por 24% no primeiro ano, enquanto a taxa de câmbio teria peso de 14%.

Podemos notar, na gráfico abaixo, que há claramente uma correlação entre Investimento e Crédito. Escolhemos a variação em 12 meses, ao invés de uma média móvel suavizada, pois as pequenas quebras também estão correlacionadas entre si. Este gráfico é semelhante ao publicado por **CARNEIRO, SALLES e WU (2003)**, já citados, atualizado para uma amostra temporal mais ampla.

Gráfico 6 - Investimentos (FBKF) e Crédito, Variação em 12 Meses

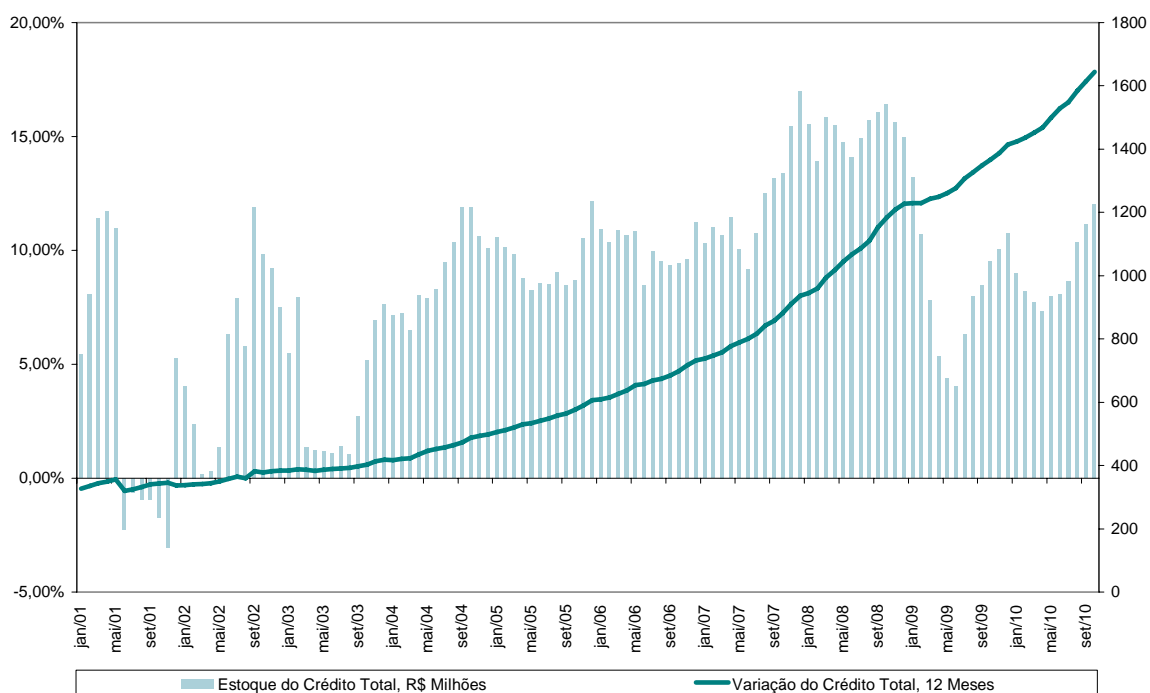


Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE

3. EVOLUÇÃO DO CRÉDITO NO BRASIL

A manutenção da atividade no Brasil, que tem apresentado taxas expressivas de crescimento da demanda doméstica, tem como um dos fundamentos a firme expansão do estoque total de crédito na economia. De 23% do PIB em agosto de 2003, passando por 38% em agosto de 2008, o estoque atingiu 47,27% do PIB, ou R\$ 1.645 Bilhões, em variação anual de +20,3%, no mês de outubro de 2010. Como podemos observar na Gráfico 3, a seguir, desde janeiro de 2004 tem-se observado variações anuais positivas no total de crédito da economia. Estas observações podem ser em parte explicadas pela flexibilização da política monetária a partir de 2005, bem como pela abundância de liquidez internacional no pré-crise, possibilitando a redução dos juros cobrados e o alongamento dos prazos de financiamento. Estas razões subjacentes à expansão do crédito sofreram algumas alterações com a chegada da crise, principalmente a partir de 2009.

Gráfico 7: Crédito Total e Variação (t/t-12)



Fonte: Banco Central do Brasil, Nota de Operações de Crédito

Apesar da notória melhora da participação do crédito na economia brasileira durante a década de 2000, o **Relatório de Inflação**² de agosto de 2010, em sua seção sobre o crédito, indica logo nos primeiros parágrafos que: “*a evolução recente do mercado de crédito caracteriza-se pelo dinamismo de modalidades específicas, tais como os financiamentos habitacionais e para aquisição de veículos, o crédito consignado e as operações do BNDES*”. A **Nota de Operações de Crédito do Banco Central**³ de novembro de 2010 também destaca a relevância dos recursos direcionados, com ênfase no aumento das consultas ao BNDES, sinalizando que este cenário ainda irá ser prolongado. Muito embora o crédito consignado e as operações de *leasing* tenham relevância, procuramos mostrar que a evolução dos Bancos Públicos apresentaram uma expansão bastante mais significativa para a macroeconomia brasileira.

Nos últimos anos tem ocorrido uma mudança do perfil do crédito na economia brasileira, onde a expansão do estoque total tem sido acompanhada por um crescimento a ritmos ainda mais acelerados do crédito público⁴. Conforme destaca **WU (2010)**⁵ em nota divulgada pela internet, e atualizada de acordo com os números da Nota de Crédito de novembro de 2010, quando a comparação entre os dois setores é feita tendo em vista os níveis, as instituições domésticas e estrangeiras de origem privada ainda são mais relevantes que as públicas. O mesmo se diz quanto aos recursos livres e direcionado, onde o primeiro tem quase o dobro da relevância. Entretanto, quando se analisam as variações de ambos os setores, o que se observa é uma aceleração razoavelmente maior do setor público.

De acordo com o Quadro XI desta Nota de Crédito, uma fatia do estoque total de crédito equivalente a 27,1% do PIB fora provida por instituições privadas – nacionais e estrangeiras, enquanto 18,1% teve sua origem em instituições de controle público. Se olharmos para as variações, especialmente pegando um intervalo comparativo maior que 12 meses, dado que o ano 2009 foi marcante na mudança de postura em relação a estas instituições, podemos enxergar que a razão pela qual os dois setores vêm crescendo são distintas.

Do aumento da participação do crédito total sobre o PIB, de 6,4 p.p. entre dezembro de 2008 e outubro de 2010, podemos desagregar os dados conforme a origem

² <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2010/09/ri201009c3p.pdf>

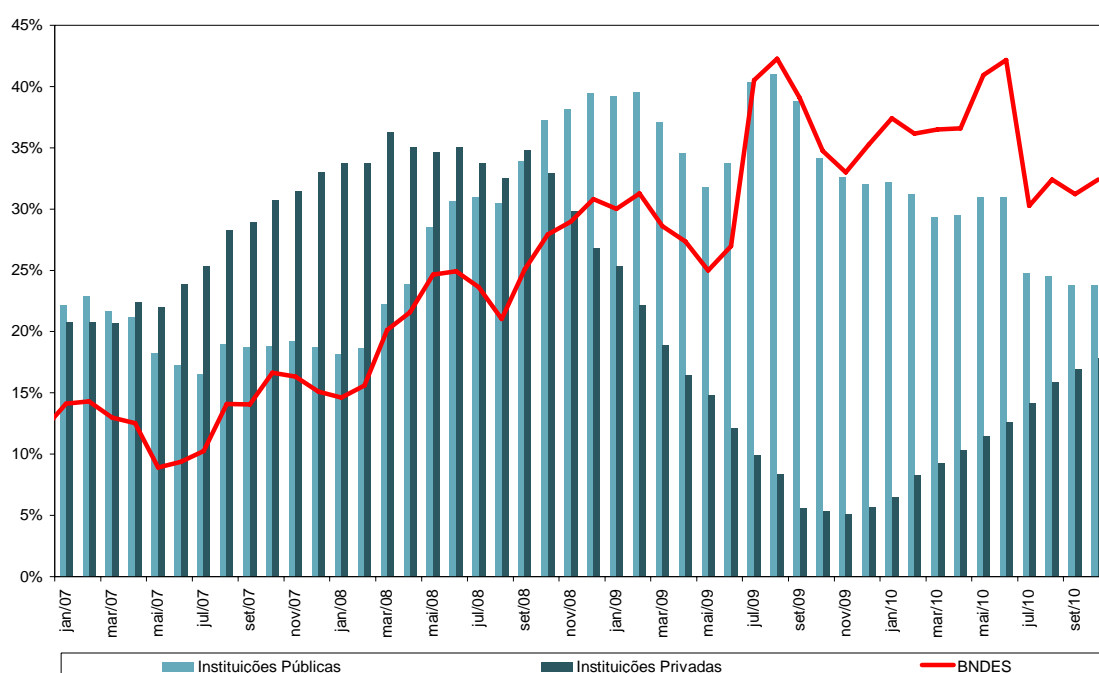
³ <http://www.bcb.gov.br/?ECOIMPOM>

⁴ Que pode ser dividido em livres/ ou direcionados ou entre instituições públicas, privadas domésticas e privadas estrangeiras.

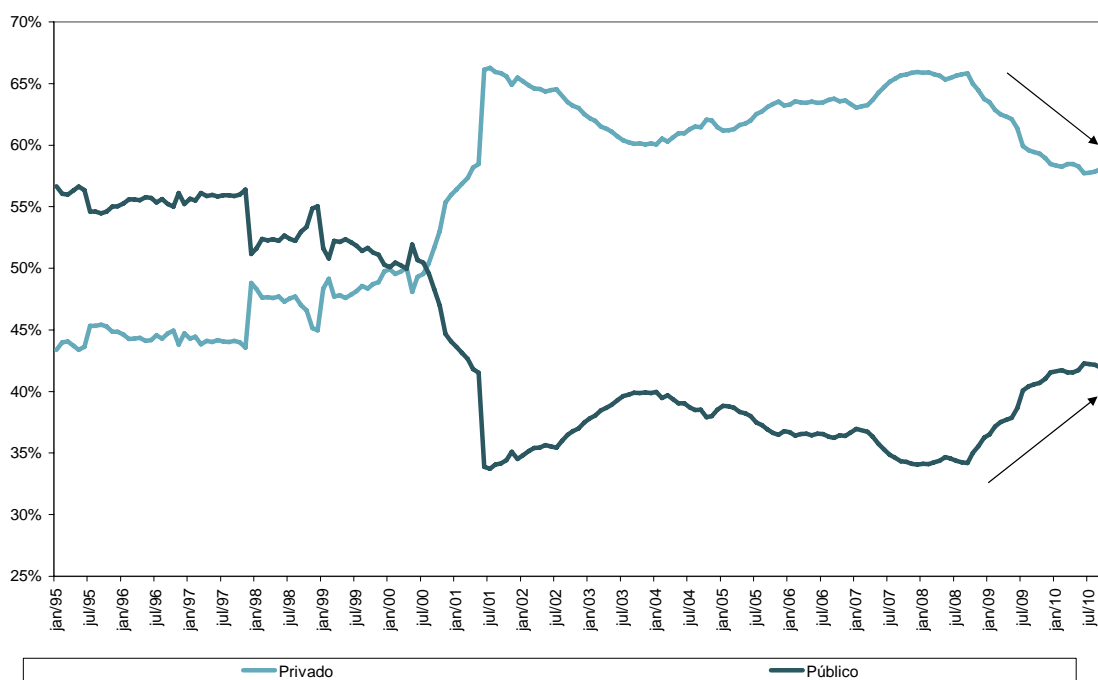
⁵ <http://www.galanto.com.br/galantoblog/?p=296>

dos recursos ou o controle do capital. De acordo com o primeiro critério, os créditos de origem livre ganharam 2 p.p. sobre o PIB, enquanto os recursos direcionados ocuparam os demais 4,4 p.p. Segundo o controle do capital, por sua vez, os créditos originados em instituições de controle público ganharam 4,98 p.p. sobre o PIB, enquanto os créditos de instituições privadas domésticas aumentaram em 1,71 p.p. e as instituições privadas estrangeiras perderam 0,29 p.p. de participação. As gráficos abaixo ilustram bem esta diferença de variações a partir de outubro de 2008.

Gráfico 8: Variação (t/t-12) do crédito, conforme a origem dos recursos



Fonte: Banco Central do Brasil

Gráfico 9: Participação no total crédito

Fonte: Banco Central do Brasil

Analisando cuidadosamente os dados, podemos notar que a participação dos bancos privados superou a dos bancos públicos apenas depois de meados dos anos 2000/2001. Até então o que se observava era um padrão de créditos públicos que oscilava entre 41 e 56% do total (ou seja, da soma entre créditos de origem pública e privada, sendo esta última nacional ou estrangeira). **PINHEIRO (2007)** esclarece alguns pontos sobre este padrão, argumentando que o mesmo era devido, em sua maioria, a mecanismos montados em períodos de alta inflação, como forma de proteger a oferta de crédito ao consumidor. Muito embora os níveis do crédito privado na década que se encerra em 2010 sejam mais relevantes do que toda a amostra para o país, houve um movimento de retomada da participação do crédito público que pode trazer este de volta aos níveis observados até a década de noventa, ou seja, acima de 40% do total.

Como já mencionamos anteriormente, **BOLLE e SOARES (2008)** destacam que, com a crise do crédito, os riscos de transmissão dos impactos da crise para o Brasil estavam, à época dos acontecimentos, vinculados principalmente aos canais de transmissão do câmbio e da oferta de crédito.

Ao primeiro, certamente mais familiar na história econômica recente para um país de moeda periférica, serviriam de exemplos as crises do México (1994), Ásia (1997), Rússia (1998), Argentina (1999) e outros. A desvalorização do câmbio esperada em um contexto de crise externa resulta tanto da maior aversão ao risco internacional - e dos efeitos decorrentes para o fluxo de capitais e para o risco-país - quanto pela redução do comércio internacional e queda do preço das commodities. Apesar da blindagem oferecida pelas reservas internacionais, o canal do câmbio é um velho e perigoso conhecido das economias em desenvolvimento.

O segundo canal de contágio seria o crédito. O dinamismo do mercado de crédito já vinha ganhando relevância crescente para o crescimento econômico. Com a intensificação da crise, houve a paralisação dos mercados interbancários globais, onde o *TED Spread* entre Libor de 3 meses e a Treasury de 3 meses atingiu níveis sem precedentes no passado recente, além da suspensão de linhas de financiamento dos bancos, fazendo com que algumas instituições pátrias fossem forçadas a restringir a oferta de crédito.

BOLLE e CARNEIRO (2008) destacam novamente os canais de contágio, que seriam (a) o desaparecimento dos financiamentos às linhas de comércio exterior, (b) parada do *funding* externo para bancos brasileiros, e (c) alteração da rentabilidade esperada dos projetos de investimento. Como reação via política monetária, poderia-se, segundo os autores, esperar (a) evitar que se propague a desaceleração do crédito e (b) expandir os ativos dos bancos públicos. Sobre esse último ponto, destacam que é positivo no curto prazo, mas que é preciso tomar cuidados com a substituição do crédito privado pelo público, “à la coreana: na verdade trata-se de uma política fiscal expansionista pouco transparente, travestida de política monetária compensatória”. Os bancos públicos seriam instrumento de um *afrouxamento quantitativo*, ao lado da redução dos compulsórios e do redesconto. A deterioração do balanço destes bancos públicos é útil, mas ao custo de agravar a desconfiança sobre o real, uma espécie de *peso problem*.

BACHA (2008) explica que, com a crise, houve (i) a rápida depreciação do real, (ii) a queda da bolsa e dificuldade de lançamentos de ações, o que vinha sendo um meio eficiente de captação de recursos para as empresas durante o *boom*, e (iii) travamento das exportações e desequilíbrio no balanço de bancos médio e pequenos, gerando um choque negativo para a oferta de crédito. Para combater a contração da oferta de crédito, diferentemente do que ocorria com o cenário de comércio, o país dispunha de

instrumentos – reservas internacionais, bancos públicos, redução dos compulsórios e queda dos juros.

A forma de atuação do governo neste contexto foi amplamente apoiada na atuação do BNDES. Conforme seção de Relações com Investidores do *website* do BNDES, de janeiro a outubro de 2010 os desembolsos somaram R\$116,1 Bilhões, enquanto as consultas chegam quase a R\$200 Bilhões. Somando os valores das operações com a Petrobras, os desembolsos somam R\$140,9 Bilhões. Os repasses do Tesouro ao BNDES, quando há 2 anos atrás a sua capacidade de desembolso anual estava limitada a R\$ 60 bilhões, somou desde 2009 R\$ 180 bilhões, conforme Medida Provisória nº 472 de 2009, que deu a redação do artigo 1º da Lei 11.948. Outro repasse adicional foi realizado na Medida Provisória nº 505, que aprova um repasse adicional de R\$ 30 Bilhões ao banco para participar da oferta pública de outra firma controlada pelo Estado: a Petrobras. Já na Medida Provisória nº 511, se prevê outro repasse, este de R\$ 20 Bilhões.

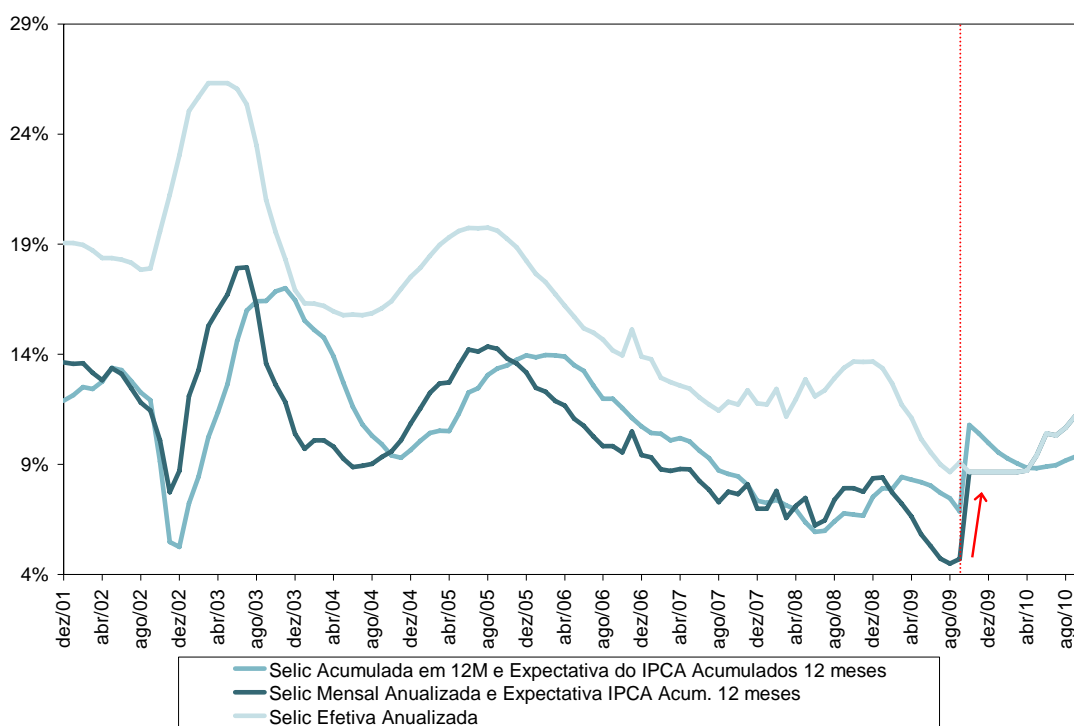
O desempenho recente do BNDES esteve associado, em grande medida, conforme informações do *website*, a três processos: (1) continuidade do financiamento a projetos de investimento de longo prazo, em especial na indústria e na infraestrutura; (2) atuação anticrise da instituição, com a implementação de programas e medidas voltadas a facilitar o crédito para o setor produtivo, visando minimizar os efeitos negativos da crise internacional sobre os investimentos; e (3) a um processo de democratização do crédito, com o forte crescimento do número de operações destinadas à aquisição de máquinas e equipamento e às micro, pequenas e médias empresas (MPMEs).

Os dados mais recentes da atuação do BNDES e o tom entusiástico dos relatórios em que estes números são apresentados evidenciam a orientação francamente expansionista do Banco. Segundo LOYOLA (2010) “No caso do BNDES, a comunicação dos dirigentes do banco não deixa dúvidas que o objetivo é o de maximizar os seus desembolsos, com pouca atenção sendo dada aos efeitos macroeconômicos dessa política”.

4. POTÊNCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA SOB PRESENÇA DE BANCOS PÚBLICOS

Na tentativa de melhor analisar a evolução do canal de crédito e sua relevância para a transmissão da política monetária sob a forte presença de créditos de origem pública no total de financiamentos, podemos olhar para o comportamento das taxas de juros reais na economia brasileira. Até julho de 2009, a trajetória de queda da Selic somada a expectativas de inflação em queda geravam taxas reais cada vez menores. Como destacam **BOLLE e FOLESCU (2009)**, a interrupção dos cortes na Selic, na reunião do Copom de julho de 2009, com expectativas de inflação ainda em queda, geraram aumento nas taxas reais, ao mesmo tempo em que o governo continuava expandindo gastos e impulsionando o crédito público, o que denota uma certa inconsistência da política macroeconômica.

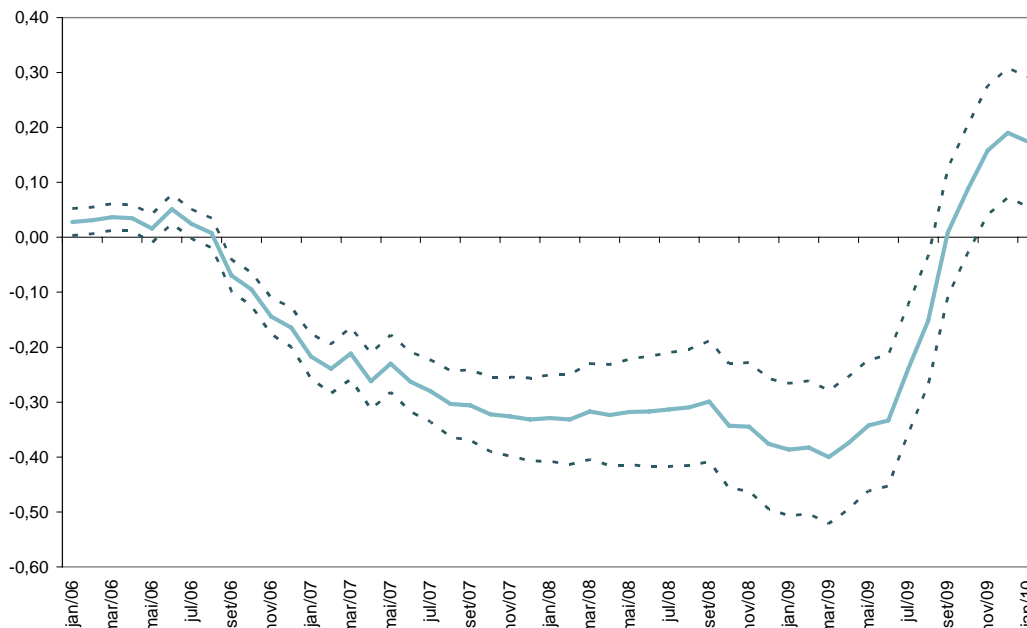
Neste caso, o Banco Central estaria menos defasado que o Ministério da Fazenda na tomada de decisões, posto que o primeiro interrompeu o ciclo de afrouxamento monetário enquanto o segundo manteve a expansão das políticas de fomento. Pode-se observar facilmente o momento em que o referido artigo foi escrito, antecipando boa parte da elevação dos juros reais que estava em iminência, conforme Gráfico 2, por nós atualizada, a seguir.

Gráfico 10: Taxas Reais de Juros no Brasil

Fonte: Banco Central do Brasil

Em artigo mais recente, onde ainda se analisa esta inconsistência criada a partir de meados de 2009, **CARNEIRO e BOLLE (2010)** destacam que houve uma aceleração inflacionária no início de 2010. Esta poderia ter sido decorrente de choques de oferta, ou por antecipação de consumo. Outra hipótese seria um aquecimento excessivo da economia, refletindo um *timing* mal calibrado dos polycimakers, principalmente fiscais. A terceira hipótese seria de que a expansão dos ativos dos bancos públicos estivesse “*impulsionando excessivamente a demanda agregada e, possivelmente, prejudicando os mecanismos de transmissão da política monetária*”.

Este *afrouxamento quantitativo* brasileiro não passou pelo Banco Central como em outras economias, mas se deu mediante as sucessivas capitalizações do BNDES pelo Tesouro a custos subsidiados, e, alegam os autores, repercutiu sobre a potência das taxas de juros como instrumento de política monetária. Para testar esta hipótese, os autores fazem uma *rolling regressions* da variação do crédito em função dos juros reais, cujo gráfico copiamos abaixo, onde se faz uma equação estimada por OLS para um determinado período e se acrescentam observações subsequentemente, anotando então os novos coeficientes estimados, seus intervalos de confiança, e plotando estes em um gráfico.

Gráfico 11: Coeficiente dos Juros Reais sobre o Crédito, Rolling Regressions

Neste sentido, o coeficiente dos juros reais sobre a variação do crédito teria se tornado consistentemente negativo enquanto a economia expandia seu estoque de crédito, a partir de 2001. Com a Crise de 2008, o coeficiente ganhou uma variância mais alta, mas ainda apresentava valores significativamente negativos, vindo a se tornar estatisticamente insignificante – e positivo – a partir de meados de 2009. Este é o momento em que, conforme já demonstramos acima, tem início a expansão do BNDES como instrumento de afrouxamento monetário e creditício pelas autoridades brasileiras.

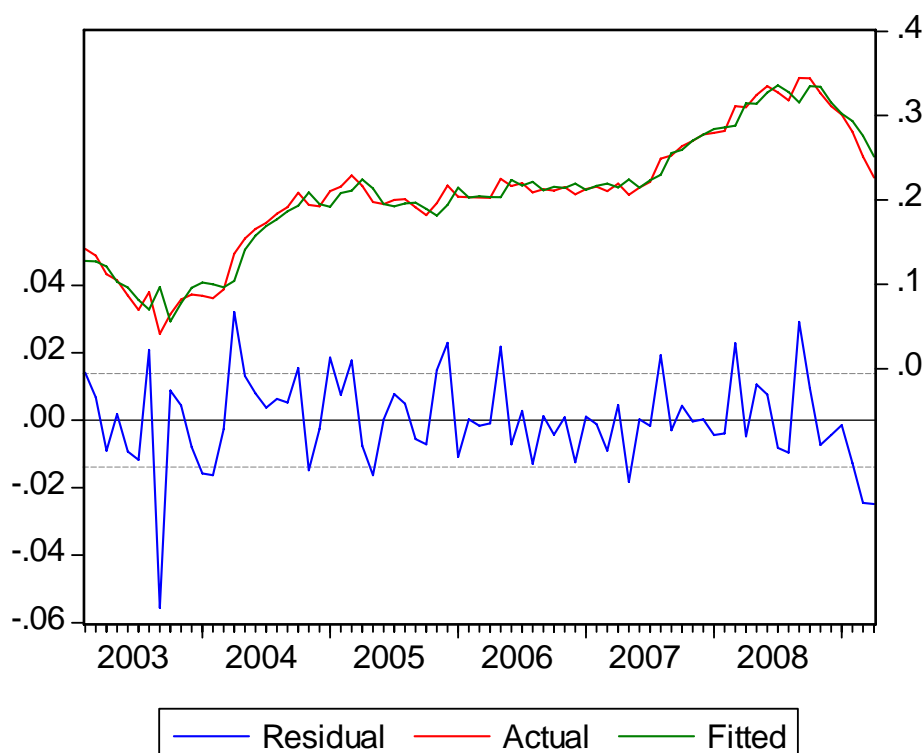
Reestimamos estas equações, que usam a variação do crédito total como variável dependente, em função da variação do crédito total defasada de um período, da taxa de juros real e do câmbio. Mostramos os resultados abaixo, onde aparecem a tabela de coeficientes e os gráficos dos resíduos. Pode-se comprovar que o coeficiente da taxa de juros real sobre a variação do crédito, no período entre janeiro de 2003 e abril de 2009 é significativamente menor do que zero, o que faz sentido economicamente, conforme as evidências encontradas por outros autores que já citamos. Neste sentido, e dentro desta amostra, uma taxa de juros maior equilibra oferta e demanda por crédito em a uma quantidade inferior à original.

Tabela 1: Variação do crédito como função dos juros reais, de 2003 a 2009

Dependent Variable: DCRED
 Method: Least Squares
 Date: 12/04/10 Time: 18:24
 Sample (adjusted): 2003M02 2009M04
 Included observations: 75 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.041092	0.012042	3.412486	0.0011
DCRED(-1)	0.914801	0.029014	31.52915	0.0000
SELIC_REAL	-0.213921	0.065259	-3.278039	0.0016
D_CAMBIO	-0.020682	0.010160	-2.035680	0.0455

R-squared	0.965507	Mean dependent var	0.207336
Adjusted R-squared	0.964050	S.D. dependent var	0.073156
S.E. of regression	0.013871	Akaike info criterion	-5.666208
Sum squared resid	0.013660	Schwarz criterion	-5.542608
Log likelihood	216.4828	F-statistic	662.4712
Durbin-Watson stat	2.002989	Prob(F-statistic)	0.000000

Gráfico 12: Resíduos da regressão da Tabela 1

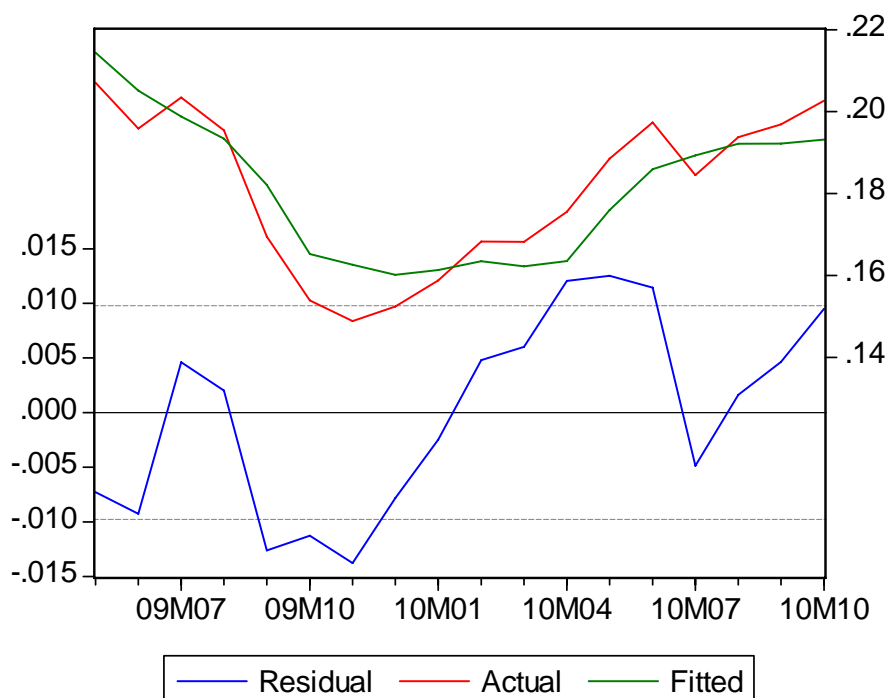
Nesta amostra, podemos averiguar a consistência do estimador para o coeficiente dos juros reais sobre a variação do crédito total, bem como a estacionariedade dos resíduos. Já para o período imediatamente posterior, a partir do qual começa a ocorrer a mudança no perfil do crédito, vemos que o coeficiente da taxa de juros reais sobre a variação do crédito total se torna positiva e com uma estatística-t que não é significativa a menos de 12,5%. Este coeficiente não tem nenhum significado econômico, e na verdade representa as distorções que vêm sendo introduzidas no mercado de crédito nacional. Desta forma, com a irrelevância estatística da resposta do crédito à mudanças no juros, se perde um controle fundamental sobre o canal de transmissão que já foi exaustivamente discutido, pela insensibilidade deste segmento no total do crédito.

Outra forma de destacar a presença destas distorções seria notar que, nestas regressões simples, há uma mudança no intercepto estimado em ambos os casos. Ou seja, para o período *pré-afrouxamento* via Bancos Públicos, a constante da regressão – que não varia com câmbio ou com a taxa de juros real – é 3 vezes menor do que no caso contrário, para o período *pós-afrouxamento* via Bancos Públicos e já com os efeitos que motivaram este texto. Isso implica que há uma parcela substancial do crédito cuja variação independe das variáveis explicativas acima listadas, como propostas pelos autores.

Tabela 2: Variação do crédito como função dos juros reais, de 2009 a 2010

Dependent Variable: DCRED
 Method: Least Squares
 Date: 12/05/10 Time: 00:02
 Sample: 2009M05 2010M10
 Included observations: 18

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.124693	0.053155	2.345854	0.0342
DCRED(-1)	0.118066	0.315871	0.373778	0.7142
SELIC_REAL	0.819991	0.521517	1.572319	0.1382
D_CAMBIO	0.071933	0.043546	1.651894	0.1208
R-squared	0.790788	Mean dependent var		0.181183
Adjusted R-squared	0.745957	S.D. dependent var		0.019396
S.E. of regression	0.009776	Akaike info criterion		-6.224581
Sum squared resid	0.001338	Schwarz criterion		-6.026720
Log likelihood	60.02123	F-statistic		17.63927
Durbin-Watson stat	0.689665	Prob(F-statistic)		0.000050

Gráfico 13: Resíduos da regressão da Tabela 2

Claramente, pela análise dos resíduos da regressão, bem como pela estatística-t do coeficiente estimado, não podemos fazer qualquer inferência válida sobre esta equação no período entre maio de 2009 e outubro de 2010.

De posse destas informações, os autores questionam, e aqui repetimos as perguntas, sobre alguns cenários possíveis, que motivam respostas de políticas monetárias distintas: (i) O aumento dos Bancos Públicos é cíclico ou estrutural? (ii) Pode conviver o regime atual de metas com a anomalia da dominância pública no crédito?

Sobre as alternativas para política monetárias, citam que uma alternativa seria uma elevação substancialmente maior da Selic, transferindo a anomalia no crédito para a Selic e os Compulsórios. Não obstante o histórico dos juros reais elevados para o Brasil, a presença de Bancos Públicos pode gerar a necessidade de aumentos ainda maiores na diferença entre a Selic e a Inflação. Com uma meta de 4,5% e uma taxa de juros reais “neutra” atualmente entre 5 e 6% a.a., isso implicaria juros nominais dentro de um dígito apenas se houver um mundo bastante combalido – como já foi o caso, em 2010, que a Selic atingiu 8,75% apesar do expansionismo fiscal nas contas públicas. Por conta da grande dispersão de expectativas de inflação no meio do ano de 2010, inclusive, o Banco Central passou a divugar, no seu Relatório de Inflação, que é

publicado trimestralmente, a discussão sobre a taxa de juros reais de equilíbrio, ou neutra. Sobre o tema, iniciam esta seção dizendo:

*“No processo de formulação e de implementação da política monetária, assume papel relevante a taxa de juros real de equilíbrio da economia, definida como a taxa de juros consistente com o produto no seu nível potencial e taxa de inflação estável. Quando a taxa de juros real está acima do nível de equilíbrio, a política monetária é contracionista e, portanto, reduz a demanda agregada e a inflação. Por outro lado, quando a taxa de juros real está abaixo do nível de equilíbrio, a política monetária é expansionista, o que produz efeito inverso sobre a demanda e sobre a inflação. Assim como outras taxas de juros de uma economia, a taxa de equilíbrio varia com o tempo. Reduções da taxa neutra podem ser um reflexo, entre outros, de maior estabilidade econômica; de aumento da credibilidade do banco central e do governo; e de maior desenvolvimento do sistema financeiro”.*⁶

Após esta introdução, limitam-se a listar, no documento, diversos modelos que podem ser utilizados para tentar obter uma estimativa dessa variável de grande relevância macroeconômica. Seja extraído a tendência da taxa de juros real da economia, utilizando uma versão modificada da Regra de Taylor ou utilizando modelos estruturais de pequeno porte, o BCB não informa qual a sua melhor estimativa para a taxa neutra, limitando-se a indicar a direção em que esta provavelmente tem se movido no passado recente.

A segunda hipótese de resposta da Política Monetária para as distorções apresentadas pelo Crédito Público seria utilizar alguns instrumentos de controle mais diretos sobre a operação dos Bancos Públicos, o que parece bastante razoável, dado que esta é a própria origem das distorções. Neste ínterim, o governo já revisou os seus planos de gastos com o PSI – Plano de Sustentação do Investimento – para 2011, com uma carteira que envolve R\$ 134 Bilhões e é inequivocamente subsidiada, para manter os empréstimos do banco de fomento ao custo de 5,5% a.a., ao invés da TJLP ou da Selic.

A terceira alternativa seria um mix dentre as duas primeiras. Como uma presença maior dos bancos públicos gera perdas na potência da política monetária, exigindo uma seic mais alta, uma combinação de políticas monetárias e de crédito podem ser úteis.

⁶ Conforme Relatório de Inflação de Setembro de 2010 do Banco Central do Brasil.

BOLLE (2010) continua a análise, afirmando que a insensibilidade dos créditos de origem pública, ao lado da forte expansão da participação destes sobre o total, torna o canal do crédito progressivamente mais “entupido”. Para testar seu argumento, primeiro regrediu a variação do crédito em uma constante e na taxa de juros reais. Separou então, a parte da variação do crédito constante em relação ao juros da parte que tem elasticidade à taxa real. Instrumentou, então, a taxa de juros reais - que é uma variável explicativa da curva IS do modelo utilizado - com o segmento elástico ao juros da variação do crédito.

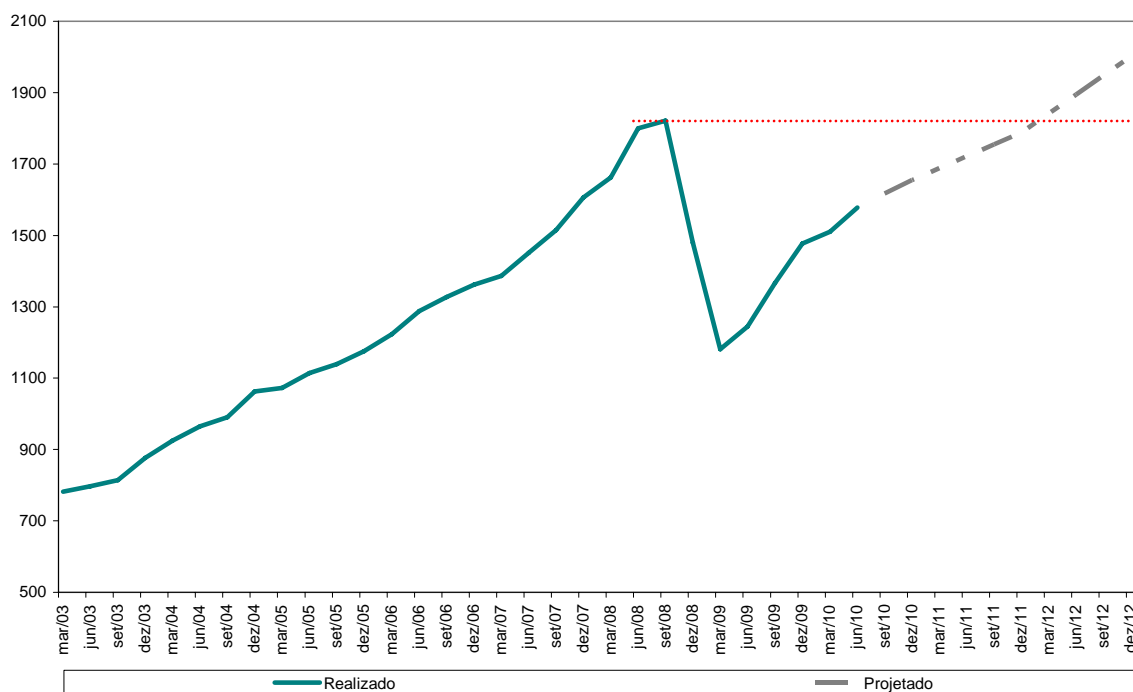
Segundo **DORNBUSCH e FISCHER (1988)**, a curva IS, “*de equilíbrio no mercado de bens, ou curva IS, mostra combinações de taxas de juros e níveis de produção, de tal modo que os gastos planejados sejam iguais à renda*”. Já a regra de Taylor é uma ponderação dos objetivos do Banco Central, onde as alterações na Selic irão ter pesos distribuídos entre a diferença entre a inflação e meta, de um lado, e a diferença do PIB corrente para seu potencial, de outro lado, conforme especificado por **TAYLOR (1993)**, então economista da Universidade de Stanford. A curva de Phillips, como se sabe, pode ser definida, na sua versão aceleracionista mais simples, como o aumento(redução) necessários na taxa de emprego(desemprego) para equilibrar ambas as variáveis; Por último, utilizamos também uma curva de expectativas.

Partindo destas equações, argumentamos que há indícios razoáveis para que se acredite que a expansão dos créditos públicos torne o controle da inflação mais custoso, mostrando a incoerência entre as políticas fiscal e monetária, uma vez que o epicentro da crise de 2008 já está bastante distante no retrovisor dos *policymakers*.

Usamos do modelo onde a equação IS é instrumentada com a variação do crédito que depende dos juros reais, de um lado, e o outro modelo comum, sem tal especificação adicional, de outro lado. Para tal, tivemos que fazer algumas hipóteses. Em primeiro lugar, acrescentamos um choque na inflação no primeiro período de projeção, fazendo com que ela termine o ano de 2010 em 5,6%. Ao mesmo tempo, usamos de uma alteração na Selic para o fim também de 2010, no que esta termina o ano com uma última elevação de 0,75 p.p., para 11,5% a.a. Tivemos que fazer suposições também sobre os níveis de comércio internacional e gastos do governo. Em relação ao primeiro, admitimos um crescimento otimista, de acordo com uma tendência aparente no processo de recuperação global, inadmitindo novos choques negativos no nível de trocas internacional. Desta forma, e conforme a Gráfico 13, abaixo, o comércio retomaria seus níveis pré-crise (marcado pela reta horizontal traçada) em março de

2012. Sobre os gastos do governo, supusemos uma taxa de crescimento na média de 7% a.a., dado que este têm, de fato, sido elevados acima do crescimento do PIB.

Gráfico 14: Hipótese sobre Comércio Mundial



Nosso exercício foi de ajustar a Selic, sem considerar o princípio de Taylor, onde o custo do Produto deve passar por uma pondera o, simplesmente para tentar enxergar qual seria o “orçamento” de reajustes necessários na Selic para trazer a infla o de volta para a meta ao fim de 2012. Nesse sentido, para os dois modelos – com e sem crédito - começamos com aumentos de 0,25% até o fim de 2012, depois fizemos aumentos de 0,5% até o fim de 2012, e, se estes não foram suficientes, passamos a fazer aumentos de 0,75%, e assim sucessivamente. Uma vez que a infla o se equilibrou na meta, paramos com os ajustes. Utilizamos também de uma outra possibilidade, no caso do modelo sem crédito público, onde subimos mais a Selic nos primeiros períodos, para posteriormente reduzirmos e terminamos em 2012 com uma taxa menor do que no primeiro caso, fazendo uma espécie de “overshooting” para voltar a níveis menores mais rapidamente.

Como se pode notar no gráfico, onde a meta é marcada pela linha horizontal tracejada, nos dois casos onde não há o efeito dos créditos públicos, ou seja, onde teoricamente a massa de crédito é mais sensível   varia es na Selic, o retorno da infla o é mais rápido. Além disso, percebe-se que o diferencial de juros entre os

modelos com e sem crédito é crescente, e que com muito esforço consegue-se chegar a uma inflação no centro da meta ao fim de 2012.

Gráfico 15: Desvios do IPCA e da SELIC, Sem Crédito Público, Primeiro Caso

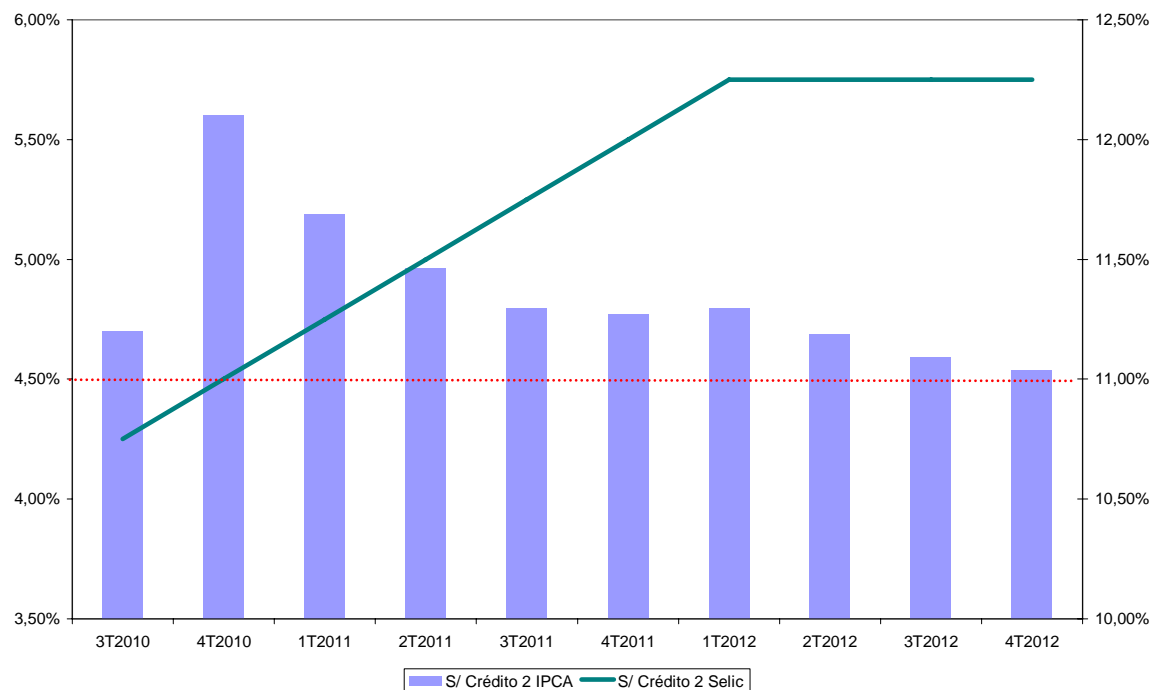


Gráfico 16: Desvios do IPCA e da SELIC, Sem Crédito Público, Segundo Caso

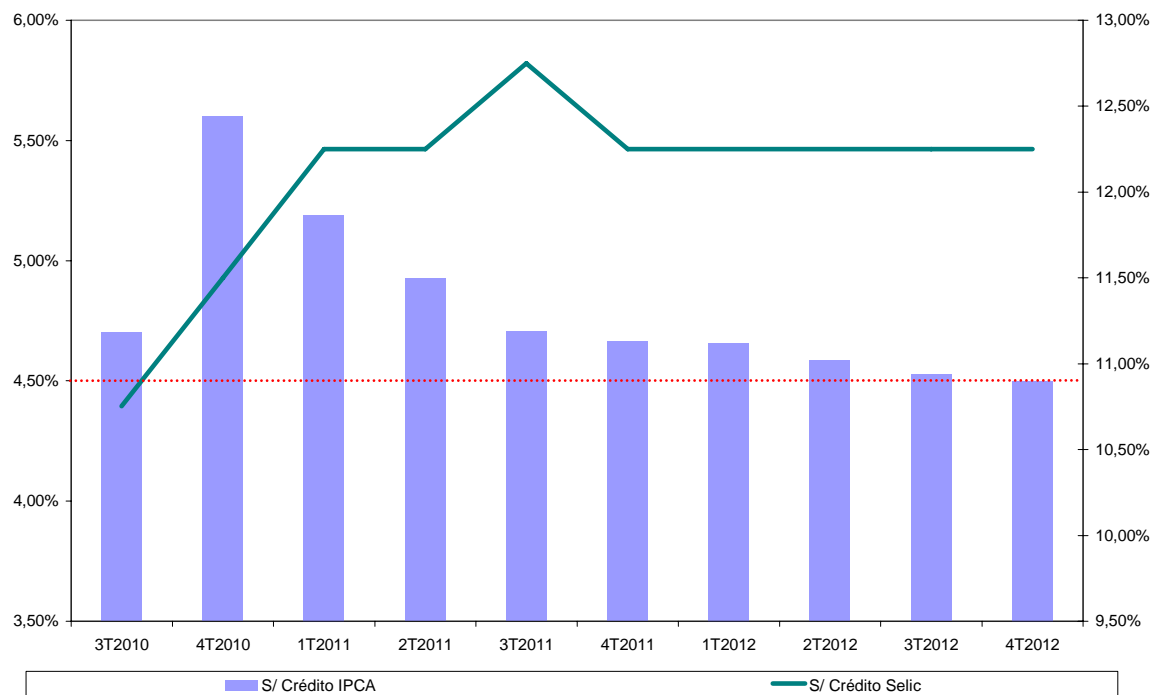
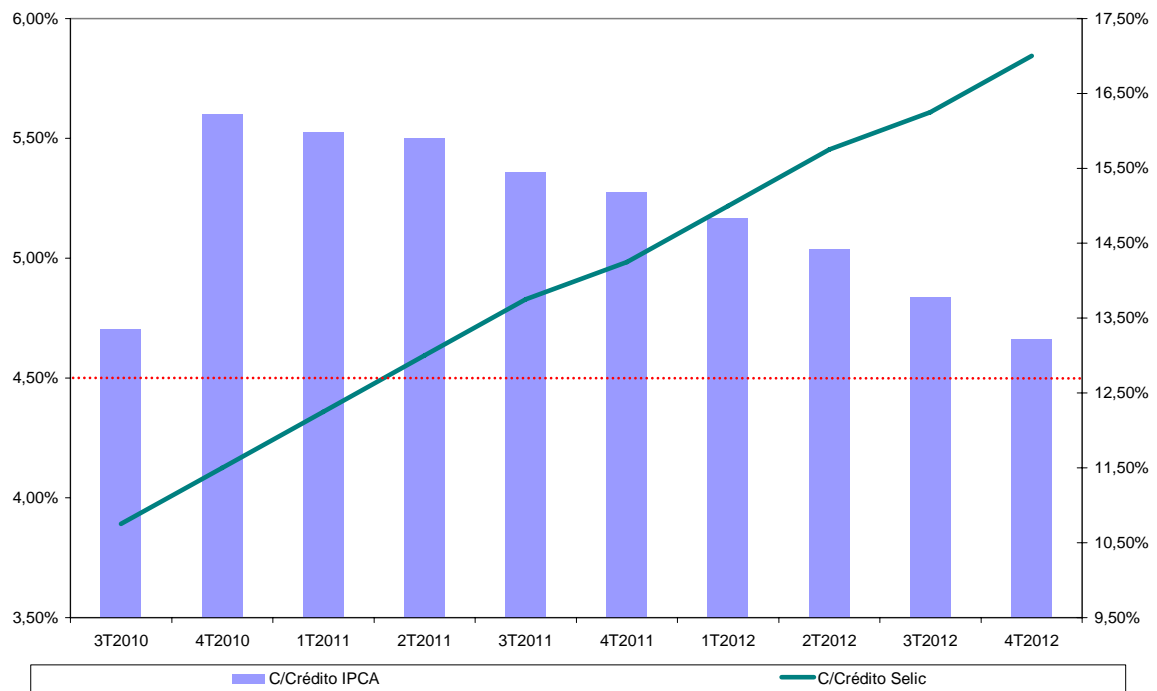


Gráfico 17: Desvios do IPCA e da SELIC, Com Crédito Público

5. CONCLUSÃO

Ainda que existam argumentos razoáveis para a atuação de bancos públicos, como por exemplo, em áreas em que falhas de mercado e imperfeições dos sistemas financeiros estejam presentes, é grande o questionamento em relação ao que sua crescente presença na economia pode representar em termos de eficiência na alocação de recursos, além dos impactos fiscais e sobre a política monetária. Segundo **SANT'ANNA, BORÇA e ARAÚJO (2008)**:

“Nos últimos anos, a atuação dos bancos públicos vem sendo objeto de controvérsia. Alguns autores afirmam que essas instituições substituem ou inibem o desenvolvimento do crédito privado. Isso ocorreria em razão de dois fatores que assegurariam ao Estado acesso relativamente mais barato a fontes de recursos. O primeiro é sua capacidade única de tributar a sociedade, enquanto o segundo reside no fato de o seu risco de crédito ser normalmente mais baixo do que o do setor privado. Desse ponto de vista, a atuação dos bancos públicos inibiria o desenvolvimento do setor financeiro privado e, em consequência, o crescimento econômico (NOVAES (2007) e PINHEIRO (2007)). Em oposição, há uma visão alternativa que sustenta a complementaridade entre bancos privados e públicos, em especial aqueles voltados a empréstimos de longo prazo. Nesse caso, o Estado, sobretudo por meio de seus bancos de desenvolvimento, atuaria no financiamento a projetos de investimento que o setor privado, por motivos de prazo e risco elevados, não se interessaria em apoiar em condições compatíveis com os retornos esperados (TORRES (2007))”. Neste ponto tocado por Torres, a ausência de financiamento de longo prazo, está o argumento principal na defesa da atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Embora alguns autores⁷ argumentem que a influência da autoridade sobre os investimentos seria irrelevante, pois os efeitos da política monetária seriam mais eficientes se deixados para as decisões de curto prazo, enquanto os investimentos seriam fomentados por critérios políticos, outros autores trazem informações no sentido contrário. **VIVACQUA (2007)**, usando de dados em painel para uma análise ao nível da firma, mostra que as decisões privadas de investimento são, sim, afetadas negativamente pela taxa básica de juros de curto prazo, além de mostrar evidências de que firmas com linhas de financiamento junto ao BNDES têm este impacto atenuado.

⁷ Ver **ALVES JUNIOR (2010)**

HADDAD (2007) defende que o desenvolvimento do mercado de capitais não ocorreu no Brasil por causa dos bancos públicos, mas teria sido inibido por estes. "O fato de o governo concentrar poupanças restringe o crédito privado de longo prazo, sobretudo em face da ausência de mobilidade internacional de capitais. As empresas se tornam cada vez mais dependentes do governo para se financiarem e, ao serem abastecidas por ele, reduzem a demanda por instrumentos alternativos de financiamento privado, mantendo-se o status quo."

Por conta destes motivos, tentamos mostrar toda a argumentação que fundamenta as críticas que são feitas à utilização do BNDES como instrumento de política econômica em larga escala. Mostramos que a expansão da carteira deste banco teve seus efeitos durante a Crise do Crédito que se iniciou em 2008, mas que a continuação desta prática pode trazer consequências negativas para a economia brasileira, entre elas a perda da potência da política monetária e o aumento dos juros reais de equilíbrio.

Para tanto, resumimos a literatura existente sobre o canal do crédito, indicando evidências de que as firmas e a oferta de crédito respondem à taxa de juros de curto prazo, e que esta tem influência sobre o nível de atividade, logo sobre a inflação, por meio do que foi convencionado se chamar de "canal de crédito" para transmissão dos efeitos das decisões de política monetária.

Tendo visto os objetivos do Banco Central, podemos assumir como consenso entre a maioria dos economistas que o desenvolvimento da economia tem, na convergência para níveis de taxas de juros reais mais reduzidas, através, entre outros, dos ganhos de potência da política monetária, alguns de seus principais desafios⁸. **PASTORE (2010)** acrescenta a esta discussão afirmando que, com o câmbio flutuante e o regime de metas de inflação os choques externos estariam sendo absorvidos mais pela taxa cambial, perdendo importância para explicar a elevação da inflação. A elevada taxa de juros praticada pelo Banco Central seria decorrente de alguma espécie de predominância fiscal, que advém, por sua vez, do problema de "*time inconsistency*" nas escolhas de gastos públicos.

Mostramos algumas alternativas que podem surgir deste cenário, entre elas o aumento da taxa de juros, ou a utilização mais direta das operações dos Bancos Públicos para tentar controlar as variáveis monetárias. Nossa análise implica que a única solução viável no longo prazo seria a redução gradual da participação dos bancos públicos, ou,

⁸ Ver **BACHA (2010)**

como já foi sugerido por **ARIDA (2005)**, a indexação da TJLP aos títulos longos em IGP-M emitidos pelo tesouro ou, como variante desta sugestão, qualquer outro indexador lastreado em equilíbrios de mercado.

BIBLIOGRAFIA

AKERLOF, G.A. 1970. "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism". *Quarterly Journal of Economics*. The MIT Press. 488–500.

ALVES JUNIOR, A.J.A. "O BNDES e a Eficácia da Política Monetária". *Valor Econômico*, 19/08/2010.

ANDRADE, A. E NAKANÉ, M. "A Política Monetária e o Crédito". *Valor Econômico*, 04/08/2010.

ARRIGONI, C.; MELLO, J. M. P.; GARCIA, M. G.P. 2010. "Identifying bank lending reaction to monetary policy through data frequency" *Journal of Economía*. v. 10. n.2. 47-79.

BACHA, E. 2010. "Além da Tríade: Há Como Reduzir os Juros?" Texto para discussão. n. 17. Instituto de Estudos de Política Econômica – Casa das Garças.

BACHA, E. 2008. "O Choque externo e a Resposta Possível", In: "Como Reagir à Crise? Políticas Econômicas para o Brasil" In: BACHA, E., GOLDFAJN, I. (org.) "Como Reagir à Crise? Políticas Econômicas para o Brasil". IEPE/CdG. 26-28

BERNANKE, B. S.; GERTLER, M. 1995. "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission". *The Journal of Economic Perspectives*, v.9. n.4. 27-48

BOLLE, M.B. 2010. "O Retorno do Crédito Público". *Carta Econômica Galanto*. nº 124.

BOLLE, M.B. e CARNEIRO, D.D. 2008. "Metas inflacionárias e crise externa: o que fazer? Um resumo". In: BACHA, E., GOLDFAJN, I. (org.) "Como Reagir à Crise? Políticas Econômicas para o Brasil". IEPE/CdG. 16-21

- BOLLE, M.B. e FOLESCU, J.W. 2009. “Crédito, Juros e Política Monetária”. Carta Econômica Galanto. n. 119.
- BOLLE, M. B. e SOARES, A.F. 2008. “Considerações sobre os Canais de Transmissão da Crise”. Carta Econômica Galanto, n.106.
- CARNEIRO, D.D. e BOLLE, M.B. 2010. “Novas e Velhas Questões na Política Monetária: Implicações para o Brasil”. Carta Econômica Galanto. n. 123.
- CARNEIRO, D.D., SALLES, F.M. e WU, T. 2003. “Juros, Câmbio e as Imperfeições do Canal de Crédito”. Texto para discussão n. 480. Departamento de Economia. PUC-Rio.
- COSTA NETO, N.C.C. 2007. “Desenvolvimento Financeiro e Potência de Política Monetária: Uma Abordagem Cross-Country”. Dissertação de Mestrado. Departamento de Economia. PUC-Rio.
- DISYATAT, P. 2010. “The Bank Lending Channel Revisited”. BIS Working Papers, n. 297.
- DORNBUSCH, R. e FISCHER, S. 1990. “Macroeconomics”, McGraw-Hill, 7ª Edição.
- KIYOTAKI, N e MOORE, J. 2007. “Credit Cycles. The Journal of Political Economy”, Vol. 105, n. 2. 211-248.
- HADDAD, C. 2007. “Bancos públicos no Brasil: reflexões e propostas”. In.: “Mercado de Capitais e Bancos Públicos: análises e experiências comparadas”. PINHEIRO, A.C. e FILHO, L.C.O. (orgs). Contra-Capa. 271-277.
- PINHEIRO, A.C. Bancos Públicos no Brasil: Para Onde Ir? In.: “Mercado de Capitais e Bancos Públicos: análises e experiências comparadas”. PINHEIRO, A.C. e FILHO, L.C.O. (orgs). Contra-Capa. 159-265.

NOVAES, A. Intermediação financeira, bancos estatais e o mercado de capitais: a experiência internacional, In.: “Mercado de Capitais e Bancos Públicos: análises e experiências comparadas”. PINHEIRO, A.C. e FILHO, L.C.O. (orgs). Contra-Capa. 35-133.

TAYLOR, J.B. 1993. "Discretion versus Policy Rules in Practice," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, n. 39. 195-214.