



Estudos especiais do BNDES

O BNDES afeta o juro neutro e a potência da política monetária?

Edição n. 11/2023

É frequente no debate público o argumento de que o crédito do BNDES aumenta o juro neutro e reduz a potência da política monetária. Mas será que o argumento procede, seja sob um ponto de vista teórico ou empírico? Para responder a essa questão, o BNDES publicou recentemente o [Texto para Discussão 154](#). Nesta edição dos Estudos Especiais do BNDES, a intenção é apresentar de maneira breve e concisa os principais argumentos desenvolvidos no trabalho.

BNDES e política monetária: entendendo as críticas

Para explorar de forma didática os possíveis efeitos do BNDES na política monetária, utilizou-se um modelo macroeconômico bastante estilizado. Pôde-se mostrar que a existência de um mercado de crédito segmentado pela existência de um banco de desenvolvimento tem potencialmente dois efeitos sobre a política monetária.

O primeiro é sobre a taxa de juros de equilíbrio ou taxa neutra de juros – que é a taxa de juros que faz o produto efetivo (produto interno bruto – PIB) ser igual ao produto (PIB) potencial¹ e não causa pressões sobre a inflação. Se o banco de desenvolvimento opera com uma taxa de juros inferior à taxa de juros da política monetária (Selic), haveria um efeito altista na taxa de juros de equilíbrio. A magnitude do primeiro efeito depende positivamente de duas variáveis: (i) participação do banco de desenvolvimento no mercado de crédito; e (ii) “diferencial de juros”, isto é, o quanto a taxa do banco de desenvolvimento é inferior à taxa de política monetária.

O segundo efeito é sobre a potência da política monetária (que se refere à capacidade da autoridade monetária de afetar o hiato do produto – o desvio do produto efetivo em relação ao produto potencial – e, conseqüentemente, a inflação, por meio do manejo da taxa de juros da política monetária). Nesse caso, o banco de desenvolvimento reduziria a potência da política monetária se sua

¹ O PIB potencial é o nível de produto que pode ser obtido com a plena utilização dos recursos disponíveis na economia, sem gerar pressões sobre a taxa de inflação e/ou desequilíbrio nas contas externas. O PIB efetivo é um agregado mensurável diretamente, enquanto o PIB potencial é uma variável latente, que pode ser estimada, mas não é observável.

taxa de juros não fosse sensível a mudanças na taxa de juros de política monetária.

A potência da política monetária seria tão menor quanto: (i) maior fosse a participação do banco de desenvolvimento no mercado de crédito; e (ii) menor fosse a sensibilidade da taxa de juros do banco de desenvolvimento à taxa de juros da política monetária.

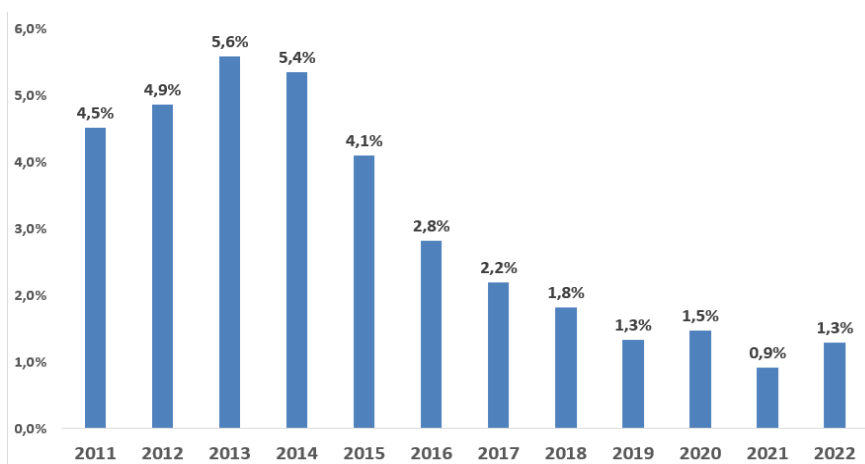
Do ponto de vista prático, esses resultados indicam que, até 2017, quando o BNDES operava com a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), fazia sentido pensar que o Banco poderia afetar de forma deletéria a política monetária. Afinal, a TJLP se situava sistematicamente abaixo da taxa de juros da autoridade monetária (a taxa Selic) – o que sugere efeitos altistas sobre a taxa de juros de equilíbrio – e era pouco sensível a ela, o que implicaria em redução da potência da política monetária.

Contudo, esses resultados também indicam que, a partir de 2018, quando o BNDES passou a operar com a Taxa de Longo Prazo (TLP), que é uma taxa de mercado, deixou de fazer sentido pensar que o Banco pudesse afetar de forma deletéria a política monetária. Afinal, a TLP não é sistematicamente inferior à taxa de juros da autoridade monetária e é sensível a ela – assim como as taxas de mercado.

Alguns fatos estilizados sobre o BNDES

A participação do BNDES nas concessões de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) é modesta (Figura 1) e representou, em média, 3% das concessões totais do SFN no período de 2011 a 2022 (isto é, desde quando há dados disponíveis), sendo 1,3% em 2022, último ano da série. Fazendo um recorte para o período de 2011 a 2017, que foi a época de vigência da TJLP, a participação média do BNDES foi de 4,2% nas concessões de crédito.

Figura 1: Participação do BNDES nas concessões de crédito do SFN



Fonte: Elaboração própria com base em dados do BNDES e do BCB.

Com relação ao diferencial entre a taxa de juros do BNDES e a taxa Selic, a Figura 2 mostra as médias anuais de três taxas de juros relevantes para o assunto aqui tratado: (i) a TJLP, utilizada como principal custo financeiro de referência do BNDES até 2017; (ii) a taxa Selic, utilizada pelo Banco Central do Brasil (BCB) para fazer política monetária; e (iii) a TLP, que passou a ser utilizada pelo BNDES como principal custo de referência a partir de 2018.²

Figura 2: Comparação TJLP, Selic e TLP (% a.a., médias anuais)

	TJLP	Selic	TLP
2011	6,0	11,7	-
2012	5,8	8,5	-
2013	5,0	8,2	-
2014	5,0	10,9	-
2015	6,3	13,4	-
2016	7,5	14,1	-
2017	7,1	10,1	-
2018	-	6,5	6,8
2019	-	5,9	6,2
2020	-	2,8	5,2
2021	-	4,4	12,0
2022	-	12,4	14,5

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BNDES e do BCB.

A Figura 2 mostra que a TJLP era sistematicamente inferior à taxa Selic, sendo que essa vantagem de custo deixou de ocorrer a partir de 2018, com a introdução da TLP. O diferencial médio de juros entre Selic e TJLP no período entre 2011 e 2017 foi de 4,9 pontos percentuais (p.p).

Com essas informações, pôde-se obter uma primeira aproximação dos potenciais efeitos altistas do BNDES da TJLP sobre a taxa Selic de equilíbrio.³ Considerando uma participação média do BNDES nas concessões de crédito do sistema bancário de 4,2% e um diferencial médio de juros de 4,9 p.p., o efeito do BNDES sobre o juro neutro seria da ordem de 0,2 p.p. Ou seja, assumindo a taxa Selic média do período como uma *proxy* para a taxa Selic de equilíbrio, e sendo ela de 11% entre 2011 e 2017, o BNDES impactaria em apenas 0,2 p.p. a taxa Selic de equilíbrio. Um efeito bastante modesto.

O que dizem as evidências empíricas disponíveis?

Quanto ao juro neutro, o estudo que pela primeira vez considerou o crédito do BNDES como possível condicionante da taxa de juros de equilíbrio (de curto prazo) foi o de Goldfajn e Bicalho (2011). Os autores encontraram um efeito positivo do hiato do crédito do BNDES na taxa de juros de equilíbrio de curto

² Para tornar a TLP comparável às demais taxas, consideramos a TLP nominal *ex-post*, isto é, utilizamos a parte real pré-fixada da TLP (j_i) acrescida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulado em 12 meses.

³ A fórmula que associa a taxa de juros do BNDES com a taxa Selic de equilíbrio é: $r^{SELIC^*} = r^* + \theta(r^{BNDES^*} - r^{SELIC^*})$, em que r^{SELIC^*} é a taxa Selic de equilíbrio, r^* é a taxa neutra na ausência do BNDES, θ mede a participação do BNDES no mercado de crédito e r^{BNDES^*} é a taxa do BNDES em equilíbrio.

prazo, mas em apenas uma das especificações testadas e com significância estatística de 10%. Alguns artigos seguem a abordagem de Goldfajn e Bicalho (2011), mas os resultados parecem pouco robustos.

Além disso, Bolle (2015) é outra grande referência de estudo que relaciona o crédito do BNDES à taxa real de juros. Com base em uma regressão simples, o trabalho estimou os determinantes da taxa real de juros e constatou que o BNDES teria efeitos altistas sobre ela, respondendo em parte pela anomalia da alta taxa real de juros no Brasil.

Sobre a potência da política monetária, a primeira grande referência sobre o tema é Bonomo e Martins (2016). Esses autores analisaram os potenciais efeitos do crédito direcionado (grupo que inclui o BNDES) sobre os canais de transmissão da política monetária no nível da firma. O resultado obtido pelos autores indica que empresas com acesso ao crédito direcionado são menos sensíveis à política monetária.

Perdigão (2018) foi além do nível da firma e investigou como o crédito direcionado afeta a transmissão da política monetária a nível setorial. O estudo concluiu que a política monetária perderia potência em setores com maior proporção de crédito direcionado.

Os resultados obtidos por Bonomo e Martins (2016) e Perdigão (2018) poderiam sugerir que o crédito direcionado reduz a potência da política monetária no nível agregado, que é o nível relevante para discutir o tema. No entanto, os resultados encontrados no nível microeconômico não podem ser diretamente transpostos para o nível agregado, pois há efeitos de equilíbrio geral desconsiderados nessa transposição.

Nesse aspecto, Castro (2018) oferece um exemplo simples de por que os efeitos microeconômicos do crédito direcionado não podem ser generalizados para o nível agregado. O autor também mostra a possibilidade de um efeito macroeconômico irrelevante coexistir com um efeito significativo no nível microeconômico. Assim, a investigação em nível agregado é desejável, por exemplo, por meio de modelos de equilíbrio geral dinâmicos e estocásticos (DSGE).

No entanto, a literatura que investiga os efeitos do BNDES sobre a potência da política monetária a partir de modelos DSGE é inconclusiva, com alguns trabalhos sugerindo que o Banco reduz a potência da política monetária e outros indicando que o BNDES não tem efeitos sobre a potência da política monetária. Essa ambiguidade provavelmente resulta da forma como se modela a atuação do BNDES.

Assim, pode-se notar que a literatura acadêmica sobre BNDES e política monetária é ambígua e pouco consensual. Além disso, determinados estudos apresentam resultados pouco robustos, que parecem muito influenciados pelo período amostral e pelas especificações dos modelos utilizados.

Estimativas agregadas dos efeitos do BNDES sobre a política monetária

Buscou-se também reproduzir e estender os trabalhos de Goldfajn e Bicalho (2011) e Bolle (2015) – que são frequentemente citados como evidências de que o BNDES gera consequências perversas para a taxa neutra de juros – para amostras maiores e especificações diferentes, de modo a investigar a robustez dessas grandes referências no tema.

A reprodução de ambos os trabalhos sugere que os resultados originais não sobrevivem a amostras maiores na grande maioria das especificações utilizadas. Ou seja, suas conclusões são pouco robustas e empiricamente frágeis.

Além disso, a extensão do trabalho de Goldfajn e Bicalho (2011) permitiu avaliar se a hipótese de que o BNDES reduz a potência da política monetária se verifica nesse tipo de exercício. A hipótese foi rejeitada na grande maioria dos modelos estimados.

Modelo DSGE com BNDES

Por fim, desenvolveu-se um modelo DSGE com um banco de desenvolvimento que incorpora características fundamentais da atuação do BNDES no período da TJLP, quais sejam: (i) o crédito do BNDES é destinado ao investimento produtivo das firmas; (ii) a taxa de juros do BNDES é institucionalmente determinada, como foi a prática com a TJLP por mais de duas décadas; (iii) as principais fontes de *funding* do Banco são provenientes do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e do Tesouro Nacional.

Os resultados obtidos a partir do modelo indicam que o BNDES só seria capaz de afetar a potência da política monetária se atuasse de maneira anticíclica – contrabalançando a atuação da autoridade monetária – e, mesmo assim, os efeitos seriam extremamente reduzidos. Portanto, o experimento a partir do modelo não dá suporte à visão de que o BNDES teria um impacto relevante sobre a potência da política monetária.

Conclusão

À luz de toda a análise empreendida, pode-se concluir que, de forma geral, as evidências não permitem afirmar que a atuação do BNDES produza efeitos relevantes sobre a potência da política monetária e sobre o juro neutro (mesmo antes da criação da TLP).

Pode-se dizer, então, que esses temas parecem superdimensionados no debate público, repousam em bases frágeis e são utilizados de forma potencialmente danosa para a política pública, de maneira geral, e para a política de desenvolvimento, em particular.

Referências

- BOLLE, M. Do public development banks hurt growth? Evidence from Brazil. *Peterson Institute for International Economics*, Washington, DC, set. 2015. (Policy Briefs, n. 15-16). Disponível em: <https://www.piie.com/publications/policy-briefs/do-public-development-banks-hurt-growth-evidence-brazil>. Acesso em: 24 nov. 2023.
- BONOMO, M.; MARTIN, B. *The impact of government-driven loans in the monetary transmission mechanism: what can we learn from firm-level data*. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 2016. (Working Papers, n. 419).
- CASTRO, P. H. S. *Essays on macroeconomics and monetary policy*. 2018. Tese (Doutorado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2018. Disponível em: <https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/34852/34852.PDF>. Acesso em: 24 nov. 2023.
- GOLDFAJN, I.; BICALHO, A. *A longa travessia para a normalidade: juros reais no Brasil*. [S. l.]: Itaú Unibanco, 2011. (Textos para discussão, n. 02/2011).
- PERDIGÃO, B. V. S. *Essays on monetary economics and banking*. 2018. Tese (Doutorado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2018. Disponível em: https://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/1522151_2018_Completo.pdf. Acesso em: 24 nov. 2023.