

Análise Econômica BNDES, n. 1, out. 2014

A atuação do BNDES compromete a eficácia da Política Monetária?

Segundo a literatura moderna (Novo Keynesiana) que embasa a atuação dos principais bancos centrais do mundo, o objetivo das ações de política monetária pode ser resumido, sem que isso acarrete grande perda pela generalização, como sendo de estabilização dos ciclos econômicos, evitando que distorções no nível de preços no curto prazo comprometam a trajetória de crescimento de longo prazo.

Para tanto, utilizam-se os instrumentos de política monetária, cujos efeitos sobre o nível de atividade e preços se manifestam basicamente por quatro canais¹: **Expectativas, Condições de oferta de crédito, Preços de Ativos e Taxa de câmbio**. Por esses quatro “caminhos” diferentes, espera-se que um aumento dos juros ou uma equivalente contração na evolução dos meios de pagamentos (quer por medidas macroprudenciais, quer por um mero aumento do compulsório bancário) afete a trajetória do nível de preços gerais da economia.

Em relação aos impactos da política monetária sobre os investimentos, podemos considerar, sobretudo, os três últimos canais. Vale ressaltar que o canal do câmbio, no curto prazo, pode gerar efeitos ambíguos sobre estes.

- a) **Condições de Crédito:** Uma elevação na taxa de juros básica ou na disponibilidade de liquidez, implica, geralmente em deslocamentos de diversos vértices da curva de juros, elevando o custo do investimento e tornando desejável o adiamento ou cancelamento de projetos. Ao mesmo passo, a restrição de liquidez causada por uma política monetária contracionista está associada a uma redução na disposição dos bancos e investidores para a concessão de novos financiamentos. Potencialmente, haverá uma ampliação das restrições financeiras ao investimento para um grupo maior de empresas.
- b) **Preços de ativos:** A melhor forma de considerar o canal **preços de ativos** sobre o investimento é a partir da definição de Tobin. Basicamente, trata-se de um quociente, cujo numerador é o preço de mercado dos bens investidos e o denominador o custo associado a esses investimentos. Uma elevação de juros,

¹ A forma de enumerar e qualificar os canais de transmissão da PM varia bastante entre os autores e instituições. Em um dos papers mais tradicionais que tratam do assunto - Mishkin, F. “The Channels of Monetary Transmission: Lesson for Monetary Policy” (1996) – Elenca 3 Canais básicos: Juros, Preços de Ativos e Crédito e dentro desses, diversos outros “subcanais”, como Taxa de câmbio, preços de ações, expectativas de preços e efeito sobre o balanço das empresas e famílias.

implica em uma maior taxa de desconto dos fluxos de rendimento futuros e, portanto, faz declinar o valor de mercado dos ativos de produção. Considerando seus custos relativamente rígidos no curto prazo, a queda no preço de ativos implica em uma redução do quociente, que por sua vez indica a atratividade do investimento. Para um conjunto maior de projetos, que passaria a apresentar quociente abaixo de 1, o investimento simplesmente deixaria de fazer sentido. Outro ponto importante é a queda do valor presente dos ativos da empresa e seu impacto sobre a avaliação de risco dela. Ao reduzir o valor presente desses ativos, a empresa torna-se mais alavancada e com condições menos favoráveis para novos endividamentos.

- c) **Taxa de Câmbio:** Podemos afirmar que um aumento da taxa de juros doméstica no presente levaria, via paridade de juros e considerando os prêmios de riscos estáveis, a um esperado ajuste no diferencial entre o câmbio futuro e o **câmbio presente**, geralmente implicando em alguma **valorização implícita do câmbio spot**². Os efeitos da apreciação da moeda doméstica são bastante ambíguos: Se por um lado, uma moeda mais forte reduz o custo dos investimentos em bens de capital importados (efeito expansivo sobre o investimento, apesar de se tratar de uma política monetária contracionista), por outro lado, essa apreciação pode comprometer a rentabilidade dos investimentos nos segmentos mais voltados para a exportação, agindo de forma contracionista.

O efeito líquido de curto prazo da valorização do câmbio, no Brasil, parece ser dominado pela redução do custo do investimento. Os setores que exportam mais de 10% da produção, são responsáveis por somente 16,4% do investimento não-residencial no país.

Outro ponto a ser considerado quanto ao impacto das alterações cambiais sobre o investimento, refere-se ao efeito overshooting³. Alterações na política monetária geralmente são acompanhadas de movimentos acentuados no câmbio que tendem a ser minorados ao longo do tempo. Considerando que os agentes já antecipem esse comportamento da variável, é razoável pensar que alguns investimentos sejam deslocados no tempo, aguardando a convergência da taxa de câmbio para o seu novo valor de equilíbrio.

Políticas contracionistas, preços e atuação do BNDES.

A exceção do efeito possivelmente ambíguo do câmbio, espera-se que um aumento da taxa de juros se manifeste sobre os investimentos, reduzindo-os e, por conseguinte, contraindo a

² Ver "The Returns to Currency Speculation", Sérgio Rebelo et. al, NBER (2006).

³ Ver "Expectations and Exchange Rate Dynamics", Rudiger Dornbusch (1976), Journal of Political Economy.

demanda agregada. Se, por um lado as restrições monetárias impostas por uma política contracionista têm em vista a desaceleração da demanda, por outro, atuações expansivas ou a manutenção do crédito para o financiamento do investimento podem retirar parte da potência do ajuste monetário, ao tornar o investimento mais resiliente. Uma consequência natural disso seria a necessidade de taxas básicas de juros mais elevadas ou medidas contracionistas mais dramáticas para promover o mesmo grau de ajuste na trajetória de preços.

Uma questão recorrente, colocada por economistas de diversos matizes se refere exatamente ao quanto a existência, ou a expansão, do crédito do BNDES ao investimento pode implicar em redução da potencia da política monetária e, como consequência, tornar necessário aumentos mais acentuados dos juros básicos por parte do Banco Central.

Para endereçar essa questão é adequada tanto a qualificação quanto a quantificação do problema. Para isso, seguem observações que são importantes ter em mente quando se trata desta questão:

- a) A atuação do BNDES se dá exclusivamente sobre o investimento, mais especificamente sobre o investimento não-residencial e, sobretudo, sobre o financiamento de bens de capital. Portanto, seu impacto sobre a demanda é restrito e concentrado.**

Essa consideração é importante, pois qualquer expansão de crédito do BNDES tem como objeto uma parcela do investimento que representa 62,9% da formação bruta (FBKF total, ex-construção residencial e outros investimentos). Considerando que o investimento representa atualmente 17,7% da demanda agregada, o BNDES afetaria diretamente apenas 11,1% da demanda doméstica. Por outro lado, a política monetária afeta a demanda como um todo, sobretudo o consumo das famílias, com participação de 61,4% na absorção.

- b) A atuação do BNDES permite mitigar os efeitos da PM contracionista sobre o investimento, segregando seus efeitos mais intensos apenas sobre o consumo. Algo bastante desejável em qualquer economia e, especialmente, em economias em desenvolvimento.**

Em um país no qual a taxa de investimento é de 17,7% do PIB, e cujos anseios de desenvolvimento social e melhoria da renda tornam necessárias taxas de crescimento superiores às observadas recentemente, é, certamente, indesejável que movimentos cíclicos da economia afetem de forma significativa o nível de investimento. Uma redução de 5 p.p. do investimento em relação à sua trajetória, por exemplo, pode retirar 0,4 p.p. do PIB potencial, segundo estimativas a partir do modelo de PIB potencial da APE.

c) O BNDES tem pouco impacto sobre o mecanismo de Taxa de Câmbio de transmissão sobre o investimento.

O BNDES atua sobre o financiamento de bens de investimento, geralmente requerendo certo grau de nacionalização. Portanto, parte substancial dos bens de capital financiados pelo BNDES é produzida domesticamente. A parcela dos bens de capital com origem externa, que representa, aproximadamente, 40% do total, sofre o efeito do câmbio da mesma forma e, portanto, não é afetado de forma significativa pelo crédito do Banco.

d) Elasticidade dos juros básicos em relação a variações nos desembolsos do BNDES é relativamente baixa quando estimada em modelo macroeconômico.

A partir da aplicação do modelo macroeconômico utilizado pela APE, realizamos exercícios para quantificar o deslocamento dos juros básicos em função de alterações nos desembolsos do BNDES. Como resultado, temos que: um aumento de 10% nos desembolsos (em termos reais) do BNDES, em um ano, gera um deslocamento de meros 0,08 p.p. na taxa Selic em relação a sua trajetória. Portanto, se considerássemos que os desembolsos do BNDES estivessem 30% acima do “ideal” (R\$ 195 bi previstos para 2014, frente a hipotéticos R\$150 bi) teríamos que a Selic estaria 0,24 p.p. acima do seu valor esperado (com BNDES = R\$ 150 bilhões). Em outras palavras, um corte de R\$ 45 bilhões no orçamento, em um ano, ajudaria a flexibilização da política monetária levando a selic de atuais 11% para 10,76%, coeteris paribus. O efeito é, de fato, pouco significativo.

Assim sendo, em resposta à questão inicialmente colocada, concluímos que a atuação do BNDES, como a de qualquer outro instrumento do setor público que possa influenciar uma parte da demanda, afeta de alguma forma a potência da política monetária. Contudo, considerando a concentração da sua atuação e as restrições que coloca em sua política operacional, bem como os efeitos calculados a partir de modelos macroeconômicos, é possível afirmar que esse impacto é bastante reduzido, podendo ser desprezível (menor que 0,1 p.p. sobre a Selic) nos casos em que variação dos desembolsos anuais em relação a sua tendência seja reduzida (menor do que 10%).