

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

CAMILA FEITOSA BARROS

**CRÉDITO PÚBLICO E POTÊNCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA: UMA ANÁLISE
DO CASO BRASILEIRO**

RIO DE JANEIRO
2021

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

CAMILA FEITOSA BARROS

**CRÉDITO PÚBLICO E POTÊNCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA: UMA ANÁLISE
DO CASO BRASILEIRO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como exigência para obtenção do título de Bacharela em Ciências Econômicas.

Orientador: Dr. André de Melo Modenesi

RIO DE JANEIRO
2021

CAMILA FEITOSA BARROS

CRÉDITO PÚBLICO E POTÊNCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA: UMA ANÁLISE
DO CASO BRASILEIRO

Trabalho de conclusão de curso
apresentado ao Instituto de Economia da
Universidade Federal do Rio de Janeiro,
como requisito para a obtenção do título
de Bacharela em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 5/6/2021.

ANDRÉ DE MELO MODENESI - Presidente
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

ANTONIO LUIS LICHA
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

GUILHERME FERNANDES CADIOLI
Mestre em Finanças pela Universitat de Barcelona

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente devo agradecer a minha avó Nilse, cujo sonho era ver todas as netas formadas na universidade. Me enche de alegria que ela possa ter esse sonho realizado e com a certeza de que seu exemplo de perseverança e fé me moldaram como a pessoa que sou hoje.

Meus agradecimentos aos meus pais vão além de todo ensinamento e amor recebidos ao longo da vida. À minha mãe, sou grata enormemente pela disponibilidade em ajudar, em ler os capítulos escritos, em tentar entender os temas debatidos e em simplesmente estar ao meu lado durante a escrita deste trabalho e durante toda a jornada acadêmica. Ao meu pai, agradeço o carinho e afeto, apesar quilômetros de distância que nos afastam, as ligações e conversas diárias demonstram a rede de apoio que tenho. Nunca poderia chegar onde estou sem eles.

Agradeço também à minha prima Beatriz. Mesmo com uma formação de ensino superior distinta da minha, me apoiou e acompanhou toda a evolução da escrita deste trabalho. Ao meu namorado pela paciência de seguir meu cronograma de escrita e apoiar minhas conquistas.

Aos meus amigos, Amanda, Bruno, Fernando, Juliana e Thamyris não poderia deixar de agradecer por estarem presentes durante esse período de faculdade, por todos os momentos vividos e compartilhados.

Agradecerei eternamente a Deus por ter colocado essas pessoas em minha vida, por todas as conquistas, alegrias e bençãos que recebi.

RESUMO

Este trabalho tem o objetivo de analisar o comportamento do crédito público e o debate acerca da hipótese de redução da potência da política monetária no Brasil. As taxas ofertadas pelos bancos públicos tendem a apresentar historicamente níveis inferiores às taxas de mercado, resultando em uma menor correlação com a taxa de juros básica da economia. O nível de resposta da inflação e do produto diante de um choque monetário, por sua vez, dependerá dos canais de transmissão envolvidos e da sensibilidade da taxa de juros. Assim, serão abordados os canais de transmissão convencionais do Novo Consenso, incluindo os canais de custos e a possibilidade de ocorrência de enigma dos preços, defendidos pelos heterodoxos. Da mesma forma, será apresentado o debate das escolas macroeconômicas acerca da atuação dos bancos públicos. Por fim, serão analisados os estudos microeconômicos e macroeconômicos relativos ao efeito da presença do crédito público sobre a política monetária, demonstrando o importante papel dos bancos públicos na manutenção dos níveis de investimento e produto.

Palavras chaves: Bancos Públicos. Canal de Transmissão. Crédito Público. Inflação. Política Monetária. Taxa de Juros.

ABSTRACT

This work aims to analyze the public credit and the debate articulated around the hypothesis of monetary policy power reduction in Brazil. The interest rates offered by public banks tended to be lower than market rates, resulting in a lesser correlation coefficient with the economy's base interest rate. The level impact on inflation and output in response to a monetary shock will depend on the transmission channels involved and the interest rate sensitivity. Therefore, the conventional transmission channels related to the New Consensus will be addressed, including the cost channels and the possibility of price puzzle occurrence, defended by heterodox theories. Likewise, the debate of macroeconomic schools related to the performance of public banks will be presented. Finally, microeconomic and macroeconomic studies related to the effect of public credit on monetary policy will be analyzed, defending the public banks important role in maintaining investment and production levels.

Palavras chaves: Public Banks. Transmission Channel. Public Credit. Inflation. Monetary Policy. Interest Rate.

LISTA DE FIGURA

FIGURA 1 – Canais de Transmissão da Política Monetária conforme visão ortodoxa	17
FIGURA 2 – Canais de Transmissão da Política Monetária conforme visão heterodoxa	22
FIGURA 3 – Respostas Produto e Inflação em períodos de alto crédito conforme análise de Passos (2019)	41
FIGURA 4 – Respostas Produto e Inflação em períodos de baixo crédito conforme análise de Passos (2019)	42

LISTA DE GRÁFICO

GRÁFICO 1 – Comparativo Taxa Selic e TJLP - % a.a. (%)	29
GRÁFICO 2 – Taxa média de juros das operações de crédito rural com recursos direcionados - % a.a. (%)	30
GRÁFICO 3 – Taxa média de juros das operações de crédito imobiliário com recursos direcionados - % a.a. (%)	30

LISTA DE TABELA

TABELA 1 – Saldo da carteira de crédito em relação ao PIB (%)	33
TABELA 2 – Correlação entre as taxas de juros e spreads livres e direcionados	36
TABELA 3 – Resumo da literatura empírica referente ao efeito do crédito público e direcionado na política monetária	43

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
1. REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E O MECANISMOS D TRANSMISSÃO DE POLITICA MONETÁRIA	11
1.1 Introdução	11
1.2 Regime de Metas de Inflação	12
1.3 Mecanismo de Transmissão da Política Monetária	16
1.3.1 Visão ortodoxa dos mecanismos de transmissão	17
1.3.2 Visão Pós-Keynesiana dos mecanismos de transmissão	19
1.4 Conclusão	22
2.1 Introdução	23
2.2 Teoria da atuação do estado e dos bancos públicos	23
2.3 O papel dos bancos públicos no Brasil	26
2.4 A evolução da atuação dos bancos públicos no Brasil	31
2.5 Conclusão	35
3.1 Introdução	36
3.2 Literatura teórica	36
3.3 Literatura empírica	38
3.4 Conclusão	43
CONCLUSÃO	46
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	48

INTRODUÇÃO

Diante das lacunas encontradas no modelo Keynesiano, na década de 1990, tornou-se necessário o debate acerca da atuação da autoridade monetária e o controle da inflação (de Piza e Dias., 2006). Decorrente desse processo, o Novo Consenso Macroeconômico consolidou pressupostos e mecanismos defendidos pelos Novos Clássicos e Novos Keynesianos, conforme descrito por Licha (2015). Assim, foi definindo um novo padrão monetário, conhecido como regime monetário de metas de inflação (RMI).

Decorrente da instauração desse regime, a taxa básica de juros tornou-se um dos pilares de ação monetária. Essa operacionalização monetária, a partir de canais de transmissão básicos da economia, desencadeia resultados diretos sobre produto e taxa de juros reais, afetando, conseqüentemente, o nível de preços (Carvalho et al., 2000). O nível de resposta das variáveis macroeconômicas a partir de um choque monetário, por sua vez, dependerá da efetividade dos canais de transmissão, que serão discutidos durante o capítulo 1 deste trabalho.

A literatura convencional do Novo Consenso indica cinco principais canais de transmissão, cujos mecanismos estão voltados especificamente para a contração da demanda. Entre os canais de transmissão convencionais estão os canais de mercado, câmbio, riqueza, expectativas e crédito, segundo Banco Central do Brasil.

Entretanto, a literatura heterodoxa indica a existência de canais de transmissão de custos, vinculados ao lado da oferta. Nesse sentido, podemos citar os canais de crédito-custo e câmbio-custo. O canal crédito-custo é caracterizado pelo aumento do custo da firma em decorrência do aumento das taxas de juros, resultando em uma elevação inicial dos preços (enigma dos preços). Esse canal demonstra a possibilidade de a política monetária criar um efeito inverso ao esperado, além de forçar a contração do nível do produto e emprego da economia (Modenesi e Passos, 2021).

Diante de uma visão econômica heterodoxa, esse efeito perverso do choque monetário pode ser suavizado pela atuação dos bancos públicos (Feijó e Souza, 2012). Para a heterodoxia, as falhas de mercado impedem a

manutenção do equilíbrio econômico, enquanto a ortodoxia entende que a intervenção estatal deslocaria a operação da economia para fora do seu nível eficiente (Shaw, 1973; McKinnon, 1973). Nesse sentido, o capítulo 2 abordará o entrave acerca da participação dos bancos públicos na economia brasileira.

Ainda na tangente da atuação dos bancos públicos, especialmente a partir da última década, iniciou-se a discussão sobre o efeito do crédito público sob a ótica do Regime de Metas de Inflação e a potência da política monetária. Isso porque, segundo Arida (2005), a concessão do crédito subsidiado, a taxas mais baixas que o nível de mercado e a prazos mais longos, poderia reduzir a capacidade de transmissão dos canais estudados. Assim, no capítulo 3 serão apresentados os aspectos teóricos e empíricos abordados nesse debate.

Portanto, esse trabalho foi motivado pelo indispensável papel dos bancos no desenvolvimento econômico, tornando-se importante a discussão acerca do efeito do crédito público brasileiro no âmbito monetário. Busca-se apresentar, dessa forma, o impacto da atuação dos bancos públicos na potência da política monetária.

1. REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E O MECANISMOS D TRANSMISSÃO DE POLITICA MONETÁRIA

1.1 Introdução

Na década de 1990, desenvolveu-se uma nova escola de macroeconomia, o Novo Consenso ou Nova Síntese Neoclássica. O Novo Consenso buscou analisar as ferramentas utilizadas pelos Novos Clássicos, especialmente relativa às tomadas de decisão dos agentes econômicos, e Novos Keynesianos, como elementos relativos aos funcionamentos dos mercados e níveis de competição das indústrias (Licha, 2015). A partir de seu corpo teórico, o Novo Consenso apresentou análises quanto ao funcionamento das políticas econômicas, os canais de transmissão e os efeitos nos mercados, instaurando um novo padrão de conduta e controle de políticas, conhecido como regime monetário de metas de inflação (RMI).

Mostra-se neste capítulo que os pilares do regime de metas de inflação não é um consenso entre os economistas tanto em relação a seus mecanismos de transmissão da política monetária e quanto à resposta das variáveis de preço e produto. Na próxima seção será tratado o Regime de Metas de Inflação e os componentes teóricos básicos para sua fundamentação, seguido por uma seção, na qual será apresentado o mecanismo de transmissão da política monetária de acordo com a visão da literatura ortodoxa e heterodoxa. Por fim, será ratificada a abordagem e conclusão apresentada ao longo do capítulo.

1.2 Regime de Metas de Inflação

Em 1999, o Brasil adotou o regime de metas de inflação, originado dos fundamentos do Novo Consenso. De acordo com a abordagem dos ciclos econômicos, o objetivo do Banco Central é reduzir possíveis desvios das variáveis macroeconômicas em relação à tendência (Licha, 2015). Assim, o papel da política monetária brasileira está diretamente vinculado à estabilidade de preços, reduzindo incertezas e garantindo o crescimento sustentável.

Visando esse objetivo, o Banco Central utiliza de instrumentos de política monetária para alcançar metas operacionais e intermediárias. Dentre esses métodos está o recolhimento de compulsório, taxa de redesconto e operações de mercado aberto, a partir dos quais são alcançadas as metas operacionais. Os compulsórios são depósitos bancários obrigatórios realizados no Banco Central, como forma de controlar a liquidez, o crédito e a demanda. O redesconto é baseado na concessão de crédito do Banco Central às instituições financeiras, fornecendo também liquidez ao sistema. Já as operações de mercado são marcadas pela compra e venda de títulos públicos. Assim, a taxa de juros básica da economia e reservas agregadas (metas operacionais) são diretamente impactadas, afetando as taxas de juros de longo prazo e agregados monetários (metas intermediárias). Porém, estas metas não podem ser controladas simultaneamente, devendo abrir mão de algum controle (Carvalho et al., 2000).

Ainda segundo Carvalho et al. (2000), dentre as opções de instrumento da política monetária, a utilização das operações de mercado aberto, visando controlar a meta de taxa de juros, é mais comum entre os bancos centrais, diretriz seguida também pelo Banco Central do Brasil. O Banco Central atua

sobre a taxa de juros, visando garantir que a inflação efetiva esteja alinhada com a meta pré-estabelecida, considerando a flexibilidade adequada do crescimento do produto de modo a compensar possíveis choques da economia (Taylor, 1993, Clarida et al., 1999, 2000). Sendo o foco no controle da inflação, a estabilidade de preço pode ou não ser acompanhada de estabilidade de produto e crescimento (Arestis et al., 2009).

O corpo teórico do Novo Consenso e do regime de metas de inflação se baseia principalmente nos mecanismos da curva IS e curva de Philips. O primeiro componente básico para entendimento do Regime de Metas de inflação é um instrumental básico no keynesianismo, no qual a curva IS trata do mercado de bens e serviços, demonstrando o equilíbrio entre taxa de juros e renda. Pela ótica da demanda, a renda (Y) compreende o consumo (C), investimento privado (I) e gastos do governo (G). Da mesma forma, pela ótica da oferta, a renda (Y) pode ser representada como consumo (C) e poupança (S) e arrecadação tributária (T), conforme abaixo:

$$Y = C + I(i) + G \quad (1)$$

$$Y = C + S + T \quad (2)$$

$$S + T = I + G \quad (3)$$

Como consequência a oferta se iguala à demanda de bens e serviços a partir de determinado nível de renda e taxa de juros real correspondente. Assim, entendendo que a taxa de juros real da economia é definida pela diferença dos juros nominais no período (i_t) e a expectativa da inflação (π_t^e), afirmar-se que:

$$Y_t - Y_{t-1} = \lambda - \alpha (i_t - \pi_t^e) + \varepsilon_d \quad (4)$$

Sendo (ε_d) o componente de choque de demanda e (α) coeficiente de sensibilidade, que, por sua vez, define a inclinação da Curva IS, representando a intensidade da resposta do hiato do produto em relação à variação da taxa de juros. Dessa forma, o coeficiente (α) determina o nível de obstrução dos canais de transmissão da política monetária (Barboza, 2015).

O segundo conceito, curva de Phillips, parte da construção das expectativas adaptativas do modelo monetarista, no qual os agentes formam suas expectativas com base nas experiências e observações passadas, conforme descrito por Friedman (1968). Diante desse pressuposto, os agentes tendem a acreditar que o nível das variáveis macroeconômicas tenderá a reproduzir os níveis observados no passado, ajustando suas decisões e expectativas conforme suas experiências.

Assim, em um cenário de inflação e crescimento nominal dos salários, os indivíduos que compõem a massa de desemprego voluntário tendem a entrar no mercado de trabalho, motivados por esse aumento nominal. Isso porque, conforme ilustrado na equação (5), a expectativa dos agentes econômicos é que não haja inflação. Assim, no curto prazo, a curva de Phillips apresenta uma relação de trade-off entre inflação e desemprego, no qual um aumento da inflação desencadeia um aumento nominal do preços e salários, que motiva um aumento da população empregada, conforme abaixo:

$$\pi_t = \pi_t^e - \beta(u_t - u_N) \quad (5)$$

A inflação (π_t) tende a convergir com expectativa (π_t^e) subtraída pelo gap entre a taxa de desemprego corrente (u_t) e a taxa natural (u_N), considerando (β) como o coeficiente de sensibilidade. A curva de Phillips aceleracionista é capaz de estabelecer a relação entre inflação e variação do produto ($Y_t - Y_{t-1}$), de modo que:

$$\pi_t = \theta r_{t-1} - \delta(Y_t - Y_{t-1}) + \varepsilon_o \quad (6)$$

Sendo (θ) e (δ) coeficientes de sensibilidade e (ε_o) o componente do choque de oferta. Em ambos fundamentos, Curva de Phillips e Curva IS, os componentes de choques têm média zero. Essa hipótese garante que no longo prazo a inflação é determinada apenas pelo ajuste da taxa de juros, mantendo o produto estável.

A partir desse entendimento Taylor (1993) propõe uma regra de operacionalização da Política Monetária, entendendo que a taxa de juros nominal (I_t) responde ao produto e a inflação conforme os coeficientes de

sensibilidade de resposta (η) e (φ), sendo (r_t) a taxa real de juros e (π^*) a meta de inflação determinada pelo Banco Central:

$$I_t = r_t + \pi_t + \eta (\pi_t - \pi^*) + \varphi(Y_t - Y_{t-1}) \quad (7)$$

Dessa forma, de acordo a perspectiva econômica ortodoxa seguida pelos bancos centrais vinculados ao Novo Consenso e ao Regime de Metas, choques de demanda são combatidos por meio de política monetária, enquanto choques de oferta são naturalmente acomodados na economia, sendo necessário apenas o combate de efeitos secundários ao choque, sem necessidade de resposta por meio de política monetária.

Diante de um choque de excesso de demanda, a atuação do Banco Central é a aplicação de uma política contracionista, ou seja, uma elevação da taxa de juros básica da economia. Isso porque, uma elevação da taxa de juros básica tende a elevar as taxas de juros reais da economia e, conseqüentemente, contrai o investimento produtivo e o consumo, fatores de demanda. O inverso também é verificado como resposta à necessidade de expansão da demanda para crescimento e aumento da inflação.

Entretanto, seguindo a visão teórica das expectativas adaptativas espelhadas na curva de Phillips, os agentes tendem a perceber que suas expectativas foram frustradas, visto que não houve uma variação real das variáveis econômicas, e o nível do mercado tende a voltar ao nível de equilíbrio, defendido pelos neoclássicos.

Sob a ótica de expectativas racionais, na qual o Novo Consenso se pauta, os agentes são capazes de explorar as informações disponibilizadas pela autoridade monetária para a construção de suas expectativas. Sendo assim, não é possível a realização de consecutivos movimentos de política monetária surpresa visando respostas de curto prazo a partir do conceito de Ilusão Monetária.

Nesse sentido, Kydland e Prescott (1977) desenvolvem a tese de inconsistência temporal das políticas discricionárias, indicando que determinada decisão de política econômica pode trazer ganhos no curto prazo, porém desencadeando perdas no longo prazo. As autoridades monetárias que aplicam

essas ações discricionárias e políticas surpresas, forçando um movimento do mercado, tendem a comprometer sua reputação e confiança dos agentes.

Assim, as metas devem ser divulgadas de maneira explícita para a formação de expectativa dos agentes, garantindo a credibilidade, flexibilidade e legitimidade do regime. A flexibilidade está diretamente vinculada a necessidade de antecipação de choques e movimentos, enquanto a legitimidade é garantida pelo caráter e conformidade com os arcabouços públicos. A credibilidade, por sua vez, implica na confiança dos agentes frente as sinalizações para que as expectativas sejam formadas na direção proposta pela política monetária. Assim, a credibilidade depende diretamente da perspectiva dos agentes quanto ao cumprimento dos critérios de flexibilidade e legitimidade, mas também em quanto a concretização das sinalizações da autoridade monetária, sendo importante a abertura, transparência e responsabilidade.

A partir desses aspectos, o Novo Consenso se fundamenta sobre a Tese de Independência do Banco Central, que consiste na delegação da responsabilidade de construção e aplicação da política monetária para um agente independente.

No caso brasileiro, a meta inflacionária é definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para um período de três anos á frente. As decisões de manipulação da taxa de juros são determinadas pelo Comitê de Política Monetária (Copom). A meta é estabelecida a partir da tendência futura da inflação, que capta a expectativa de crescimento e comportamento esperado da economia. Após a decisão anual da meta de inflação, o Copom trabalha analisando os desvios relativos a meta e as origens desses choques demanda, deliberando a mitigação desses desvios de acordo com suas origens. O Banco Central, por sua vez, é responsável pela realização de operações de compra e venda de títulos para influenciar a tendência da taxa básica da economia (Selic).

Entretanto, Holland (2006) indica que a não independência formal do Banco Central Brasileiro prejudica a credibilidade e o mecanismo de transmissão da política monetária entre o deslocamento da taxa de juros e o nível de preços, a ser desenvolvido na próxima sessão.

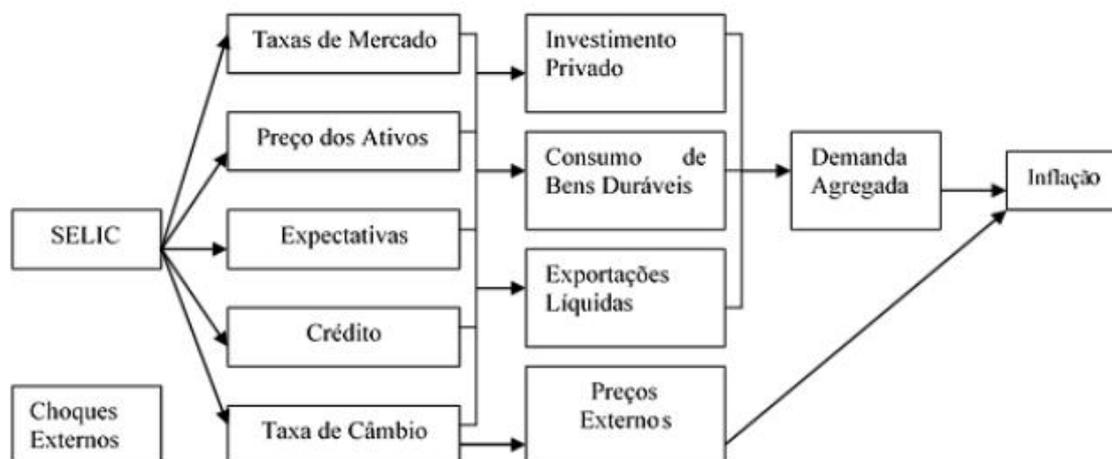
1.3 Mecanismo de Transmissão da Política Monetária

1.3.1 Visão ortodoxa dos mecanismos de transmissão

Entre os mecanismos de transmissão defendidos e estudados pela visão ortodoxa está o canal neoclássico da taxa de juros, também reconhecido como canal do investimento e consumo. Nesta visão, a taxa de juros nominal afetará a taxa de juros real de longo prazo, afetando o custo de capital e reduzindo o investimento e o consumo de bens duráveis. Esse canal é considerado um dos mecanismos principais e mais importantes na transmissão monetária de acordo com Mishkin (1995), estando implícito no modelo tradicional da curva IS. Todavia, análises empíricas e teóricas demonstram não haver uma relação significativa entre a taxa de juros e a formação bruta de capital, conforme defendido no Novo Consenso, de acordo com Chirinko (1993).

Além do canal da taxa de juros, de acordo com a literatura ortodoxa, a transmissão do efeito da política monetária no nível de preços também é baseada no canal da taxa de câmbio, riqueza, expectativas e crédito, conforme indicado na figura 1.

Figura 1 – Canais de Transmissão da Política Monetária conforme visão ortodoxa



Fonte: BCB (1999)

O canal do câmbio atua por meio do movimento da taxa de câmbio como resposta da variação da taxa de juros. Inicialmente, a elevação da taxa de juros

torna os rendimentos do país mais atrativos, atraindo capital estrangeiro e apreciando a moeda doméstica. A partir mecanismo de demanda agregada, a moeda apreciada incentiva importações e desestimula a exportação, contraindo a demanda pelos bens domésticos, criando uma segunda pressão sobre os preços.

Esse canal é principalmente relevante em economias emergentes, visto de dependência e fragilidade relativa ao mercado cambial, conforme destacado por Arestis et al. (2009). Ainda, Modenesi e Araújo (2013) fornecem base empírica que aponta uma baixa sensibilidade da inflação à taxa de juros entre 2000 e 2008, indicando o canal de câmbio como o principal canal de transmissão a partir da desaceleração econômica e impactos na dívida pública.

Através do canal da riqueza, a elevação da taxa de juros reduz os recursos disponíveis para o consumo no presente e reduz a demanda, considerando que os agentes são planejados seu nível de consumo, de acordo com a Teoria do Ciclo de Vida de Modigliani e Brumberg (1954). Ainda, o aumento da taxa de juros reduz o valor de ações, considerando a redução de expectativa de lucro, ativos imobilizados, cujo retorno não está vinculado às taxas de juros, e títulos pré-fixados. Entretanto, de acordo com Amaral e Oreiro (2008), o fato da dívida pública brasileira estar fortemente vinculada a títulos pós-fixados o efeito riqueza perde efetividade.

Já o canal das expectativas pressupõe que os agentes econômicos tomam decisões a partir das expectativas para o futuro a partir das sinalizações do Banco Central. Através das expectativas os agentes e indivíduos passam a tomar suas decisões, antecipando o movimento da política monetária. Por esse motivo, é importante a credibilidade do Banco Central, conforme supracitado.

Conforme defendido por Blinder e Stiglitz (1983) o crédito e a moeda seriam colineares, havendo dificuldade em distinguir efeitos de ambos. Nesse sentido, para debater especificamente o canal de crédito é necessário distinguir dois canais: o canal de empréstimos bancários e o canal do balanço patrimonial.

O canal de empréstimos bancários consiste na expansão ou contração da oferta de crédito pelos bancos comerciais, a partir do controle da liquidez monetária exercido pelo banco central. O Banco Central não fixa a quantidade de moeda em circulação, apenas a taxa de juros básica da economia. Isso é, a oferta de crédito por parte dos bancos comerciais dependerá da percepção de

lucratividade e solvência das operações e contrapartes. Assim, as instituições financeiras ajustam suas taxas conforme a demanda, considerando o prêmio de risco associado.

Esse mecanismo tende a afetar majoritariamente firmas de pequeno e médio porte, visto que possuem menor capacidade de captação de recursos por outros meios de financiamento. Para Kalecki, o canal de empréstimos bancários apresentaria baixa eficácia na transmissão da política monetária, ao defender que a taxa de juros de longo prazo tende a ser menos volátil que a taxa de curto prazo.

O canal do balanço patrimonial adiciona ao mecanismo a teoria de que a demanda por crédito depende da expectativa dos agentes de demanda agregada, necessidade de capital de giro, investimento e provisões. Diante de uma elevação da taxa de juros, os passivos das companhias, principalmente relacionados à dívida da companhia, se elevarão. Em contrapartida, os ativos, especialmente imobilizados, cujos rendimentos não estão relacionados à taxa de juros, sofrerão uma redução. Assim, o balanço patrimonial sofrerá uma deterioração e as métricas de análise estrutural, de endividamento e de fluxo de caixa demonstrarão um incremento de risco da contraparte. Portanto, os prêmios de risco cobrados nos empréstimos serão elevados, o que reduziria ainda a formação bruta de capital.

Esse último mecanismo é abordado especialmente pela visão heterodoxa, integrando os aspectos microeconômicos relacionados aos movimentos do nível de preços, desconsiderados na visão ortodoxa, convencional do Novo Consenso.

1.3.2 Visão Pós-Keynesiana dos mecanismos de transmissão

A análise do “princípio do risco crescente” de Kalecki corrobora com a defesa da eficácia do canal do balanço patrimonial, visto que apesar da taxa de juros não afetar diretamente o investimento, elas podem deteriorar a solvência da companhia e reduzir a capacidade de investimento. Essa abordagem também é base para Fazzari e Minsky (1984), que defendem que esse efeito é amplificado em situações em que fluxo de caixa já estão comprometidos com dívidas do passado. Assim, economias cujo nível de endividamento é mais

elevado e os prazos são mais curtos estão mais vulneráveis a variações na taxa de juros.

Minsky (1982) define o conceito de fragilidade econômica a partir do nível de endividamento dos agentes econômicos, segmentando as firmas em três tipos: Hedge, Especulativas e Ponzi. As firmas classificadas como Hedge apresentam rendimentos superiores às obrigações relativas à dívida. Em contrapartida, nas firmas Especulativas as obrigações pelo pagamento da dívida não são suportadas pelas entradas em curtos períodos, havendo possibilidade de refinanciamento e retomada do investimento, dependendo das condições do mercado. Já as firmas Ponzi não apresentam capacidade ou liquidez para pagamento dos juros da dívida.

Assim, para Minsky e Kaufman (2008) períodos de expansão econômica, marcados por elevado nível de investimento, tendem apresentar crescimento da alavancagem financeira das firmas, elevando a proporção de posições especulativas e Ponzi. Em um período pós expansão econômica, o canal de crédito teria maior eficácia a partir de uma política monetária contracionista, agravando a deterioração do balanço de pagamentos das firmas, uma redução do investimento e da demanda agregada, tendo a criar um mecanismo que reforça ainda mais a alavancagem e aumento do risco.

A visão Pós-Keynesiana, além de indicar um sacrifício da economia para a estabilização dos preços, inclui outros canais alternativos para a transmissão da política monetária. Além dos canais tradicionais que afetam a demanda, que por sua vez afeta o nível de preços, a política monetária pode gerar efeitos diretos sobre a oferta, afetando os preços e, conseqüentemente, os custos (Modenesi et al., 2012; Martins, 2017) .

A abordagem dos canais de custos engloba fatores não apresentados pela literatura ortodoxa, propondo uma integração micro macroeconômica (Modenesi e Passos, 2021).

Ainda segundo Modenesi e Passos (2021), o primeiro canal proposto é o canal de crédito-custo, que seria responsável pela criação de enigma dos preços, caracterizado pela elevação no nível de preços desencadeada pelo aumento da taxa de juros. Esse canal se baseia no pressuposto de que a elevação da taxa de juros aumenta o custo financeiro das firmas, como já exposto acima. Porém, considerando as estruturas de mercado e a inexistência

de mercado de concorrência-perfeita, as firmas repassariam esse aumento de custos para os preços.

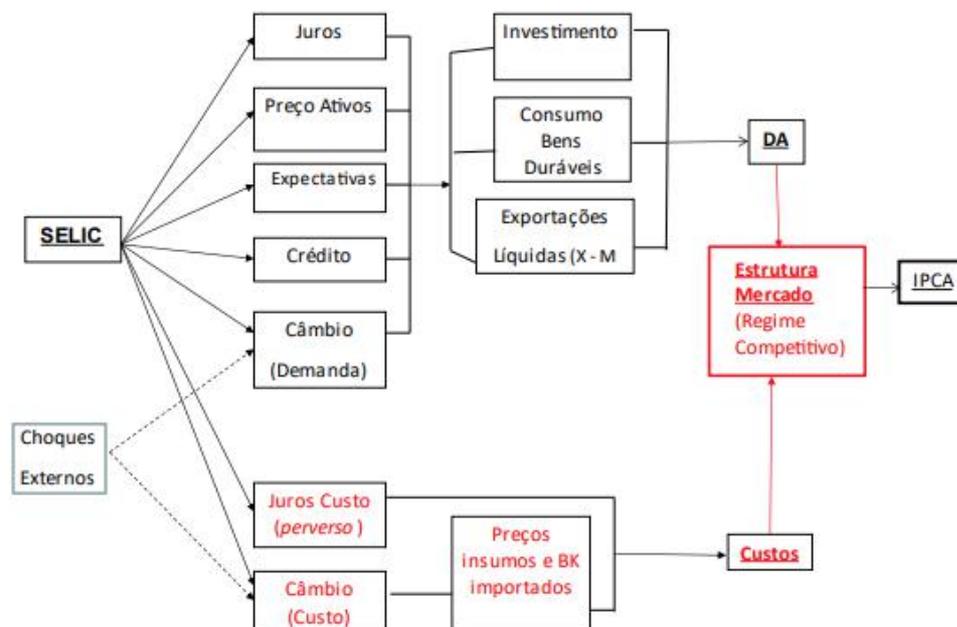
De acordo com Castro (2018a), esse mecanismo pode ser observado em situações nas quais ocorre uma defasagem temporal entre o pagamento dos custos de produção e as receitas das firmas. Isso porque, as condições macroeconômicas e nível de taxa de juros divergem nas entradas saídas do fluxo de caixa e tomada de decisão da oferta. Assim, a política contracionista desencadearia inicialmente uma resposta contrária ao esperado, alcançando seu objetivo apenas após os impactos defasados sobre a demanda agregada da economia.

O segundo canal proposto é o canal de câmbio-custo, que segue o fluxo determinado pelo canal ortodoxo de câmbio. A elevação da taxa de juros atrai capital estrangeiro, apreciando a moeda. Dessa forma, os bens de consumo importados e tornam-se mais baratos, assim como os bens produzidos internamente, cuja produção depende de bens de capital e insumos importados. Isso implica em uma redução dos custos de produção, que será repassada ao preço final. Apesar de não reforçar os mecanismos e pressupostos da política monetária defendidos na visão ortodoxa, esse repasse da redução dos custos aos preços dependerá da a estrutura de mercado e nível competição estabelecido na indústria estudada.

Assim, na visão Pós-Keynesiana¹, devem ser apresentados sete canais de transmissão da política monetária, sendo cinco canais abordados pela visão ortodoxa e dois mecanismos de custos, conforme figura 2.

¹ A visão Pós-Keynesiana apresentada nessa seção também se aproxima com a abordagem de outros autores heterodoxos.

Figura 2 – Canais de Transmissão da Política Monetária conforme visão heterodoxa



Fonte: Modenesi e Passos (2021)

1.4 Conclusão

Percebe-se, portanto, que o Regime de Metas de Inflação procura manter a estabilidade dos preços, sendo o principal instrumento da política monetária e a manipulação da taxa de juros básica da economia. O efeito da política monetária no produto e na inflação depende diretamente do funcionamento dos canais de transmissão, que apresentam grande controvérsia em relação à efetividade dos canais.

O Novo Consenso, a partir de uma ótica ortodoxa, desconsidera a problemática da acomodação da produtividade e capacidade produtiva, considerando que no longo prazo o produto potencial é exógeno, ou seja, é determinado pelo progresso tecnológico e crescimento populacional. Entretanto, os modelos heterodoxos defendem que a taxa de crescimento da economia é endógena à demanda, sendo esta uma determinante do nível de oferta e

produção no longo prazo. Dessa forma, a literatura heterodoxa chama atenção para o possível impacto negativo da política monetária sobre o nível de produto mesmo no longo prazo e nas firmas, além da existência de um canal de custos, que pode ser perverso à economia.

Diante desse impacto negativo à capacidade produtiva e à produtividade das firmas resultante de uma política anti-inflacionária, Feijó e Sousa (2012) argumentam que os bancos públicos contribuem para suavização desse efeito, a ser discutido nos próximos capítulos.

2. BANCOS PÚBLICOS E CRÉDITO DIRECIONADO

2.1 Introdução

Os bancos são parte integral e causal do processo econômico, conforme defendido por Studart (1995). De maneira análoga, os mercados financeiros possuem um papel primordial no desenvolvimento econômico (Stiglitz, 1990). Dessa forma, torna-se importante a discussão acerca do padrão de financiamento brasileiro e a organização do mercado de crédito, no que tange a atuação dos bancos públicos.

Esse capítulo será dividido em três seções. A primeira apresentará o contraste teórico presente nos debates sobre a atuação do Estado na economia e especialmente no mercado financeiro. A segunda seção tratará o papel dos bancos públicos com aplicação no Brasil, em especial os principais bancos federais. Já na terceira seção será mostrada a evolução do crédito no Brasil e a atuação dos bancos públicos nos ciclos de expansão e contração monetária.

2.2 Teoria da atuação do estado e dos bancos públicos

A partir da década de 1970, ganhou notoriedade o estudo acerca da atuação dos bancos públicos em países cujo mercado financeiro e de capitais tendia a ser pouco desenvolvido e complexo. Para Shaw (1973) e McKinnon (1973), a atuação desses bancos era uma das causas da precária estrutura desses mercados.

O embasamento teórico dessa visão se pauta em três princípios básicos, entre eles que o crescimento econômico está vinculado ao estoque de poupança e que a poupança agregada é uma função positiva da taxa real de juros. Ambos os conceitos são originados da teoria neoclássica da taxa de juros, no qual investimento requer acúmulo de poupança. Assim, políticas de financiamento por meio da atuação de bancos públicos e oferta de crédito de juros baixos e prazos longos, tenderia a desestimular a poupança e, conseqüentemente o investimento e o crescimento econômico.

O terceiro princípio, originado principalmente da aplicação do conceito de eficiência de Pareto, pressupõe que os mercados financeiros livres conduzem as variáveis de mercado a seus níveis ótimos (Stiglitz, 1990). Este último pressuposto indica que as condições de mercado estão estabelecidas de forma a maximizar a função-utilidade, através da flexibilidade total de preços e inexistência de custos de transação e informação. Assim, permitindo com que os agentes possuam todas as informações disponibilizadas de maneira equivalente, alocando suas cestas a partir de variações nos preços e quantidades, que maximizem suas funções (Hermann, 2011). Nesse sentido, o sistema financeiro tenderia ao equilíbrio das variáveis, tornando a intervenção do governo desnecessária e possivelmente prejudicial, sendo responsável por ineficiências no mercado a partir da distorção dos preços praticados livremente. Shaw (1973) e McKinnon (1973) atribuem o efeito negativo da atuação estatal ao conceito de repressão financeira, que consistia no desincentivo à formação de poupança pela manutenção da taxa de juros abaixo do nível de equilíbrio e, conseqüentemente, os investimentos.

Em contrapartida, as abordagens keynesianas adicionam o conceito de falhas de mercado, que impediriam a operação eficiente e o equilíbrio do mercado (Santos et al., 2018). Entre os conceitos geradores dessas ineficiências está o pressuposto dos custos de transação, a assimetria de informação e as externalidades. Esses fatores seriam inerentes ao mercado de maneira independente ao seu grau de maturidade (Hermann, 2011). A presença de instituições intermediárias no sistema financeiro é uma resposta à assimetria de informação, que expressam a existência dos custos de transação e informação (Jayme Jr e Crocco, 2010). Isso é, os agentes necessitam dessas

instituições para coleta e tratamento das informações e para a realização das transações como intermediários.

Incluindo aspectos microeconômicos, a abordagem Novo-Keynesiana abrange a assimetria de informação e a rigidez de preços nos custos de menu, que seriam os custos embutidos na própria mudança de comportamento e preço (Akerlof e Yellen, 1985). Ainda, a existência de assimetria de informação pode gerar externalidades positivas ou negativas, o que eleva a percepção de risco do mercado (Araújo, 1996). A próxima decisão de uma firma ou banco afeta a tomada de decisão dos demais agentes, sendo uma externalidade (Romer, 1993). Isso demonstra o potencial de crises, resultantes de excessiva alavancagem dos agentes, ou escassez de liquidez, geradas por risco e redução da credibilidade do mercado (Hermann, 2011).

A partir da negação do pressuposto da flutuação dos preços e salários, os Novos-Keynesianos rebatem a hipótese do funcionamento do mercado em equilíbrio no curto prazo. Porém, ao aceitarem a hipótese de expectativas racionais, pressuposto novo-clássico, os autores Novos-Keynesianos acreditam no ajuste gradual e lento dos preços e salário (Santos, 2018). Assim, a neutralidade da moeda no longo prazo é um ponto de divergência entre os autores.

Enquanto os Novos-Keynesianos defendem a presença de um aparato regulatório de suporte ao sistema financeiro com caráter prudencial, de forma a controlar as falhas de mercado, a visão Pós-Keynesiana tende a ser mais rígida em sua abordagem quanto a atuação do Estado.

Um dos principais pontos teóricos de divergência entre essas escolas estaria na hipótese das expectativas dos agentes. Para os Pós-Keynesianos, o futuro seria imprevisível e, portanto, as experiências passadas não seriam bases confiáveis para a projeção do futuro, conforme defendido na hipótese das expectativas racionais (Davidson, 1991). Segundo Dequech (1999), o sistema econômico é complexo e incerto. A incerteza não é apenas o risco decorrente da assimetria de informação, é imprevisibilidade do comportamento e, portanto, não pode ser precificada (Hermann, 2011). Assim, esse último grupo de economistas não acredita apenas na assimetria de informação como limitante do equilíbrio de mercado, mas na incerteza.

Em decorrência dessa impossibilidade de precificação, os agentes tendem a exercer sua preferência pela liquidez, conforme descrito por Keynes. A preferência por liquidez dos bancos é fortemente influenciada pela percepção de incerteza (de Paula, 2006). Assim, pressionado pela incerteza de mercado, cria-se uma tendência de operações de curto prazo, cujos retornos são inferiores às operações de prazos mais longos. O nível reduzido da taxa de retorno cria um estímulo para que os agentes retenham moeda, o que é caracterizado por Keynes como Armadilha da Liquidez.

Diante dessa visão, a dificuldade do setor privado em conceder crédito de longo prazo estimularia a contração da demanda. Isso porque, a expansão da capacidade produtiva estaria diretamente vinculada ao investimento, que por sua vez, depende do acesso ao crédito, em especial do perfil de longo prazo. Portanto, a atuação dos bancos públicos está fortemente relacionada a possibilidade de desenvolvimento econômico.

A partir disso, os Pós-Keynesianos defendem a intervenção ativa do Estado como única forma capaz de reduzir a instabilidade do sistema e necessária para compensar as falhas. Entre as propostas de atuação do Estado está a criação e ampliação do crédito a partir de políticas de crédito direcionado e criação de bancos públicos, possibilitando o alongamento dos prazos e expandindo a liquidez do mercado (Hermann, 2011).

Apesar das teorias Novo-Keynesianas e Pós-Keynesianas se distanciarem em aspectos fundamentais, elas convergem em um ponto específico. Ambas defenderem que as falhas são inerentes aos mercados, independente do seu nível de maturidade, o crédito público auxiliaria na gestão dessas ineficiências e na redução da percepção dos riscos e incertezas. Diante dessa perspectiva, a assimetria de informação e os próprios arranjos de mercado pouco desenvolvido criam um comportamento mais restritivo por parte dos bancos na concessão do crédito (Jayme Jr e Crocco, 2010). Assim, o desenvolvimento econômico não impõe uma necessária liberalização financeira, mas reforça a maior necessidade de atuação dos bancos públicos em economias menos desenvolvidas.

2.3 O papel dos bancos públicos no Brasil

O número de bancos comerciais no Brasil apresentou uma trajetória descendente, em especial, entre 1995 e 2014. Inicialmente esse efeito se deu em razão do Plano Real e a redução dos lucros inflacionários. A partir de 2000 a reestruturação do setor bancário estimulou esse processo (Modenesi et al., 2018). Sobretudo se tratando do volume de operações de crédito, a concentração do setor bancário tem se agravado após a crise de 2008 (Paula et al., 2013). Apesar de estar acima do nível médio, a concentração é uma característica comum do setor bancário, visto a presença de economias de escala. Isso é, bancos maiores possuem custos de produção e transação inferiores, tornando-os mais eficientes. Em complemento, conforme de Paula e Oreiro (2007), o sistema bancário apresenta a vantagem de alta rentabilidade combinado com elevada liquidez.

Segundo estudo do Banco Central de 2019, os cinco maiores bancos brasileiros concentram 83,7% dos depósitos e empréstimos. Enquanto, de acordo com estudo publicado pela Confederação Nacional das Instituições Financeiras (CNF) a média mundial é de aproximadamente 78%. Modenesi et al. (2018) afirma que a concentração bancária brasileira é superior ao Chile, Argentina, Argentina, Colômbia, Coreia e Índia.

De acordo com a literatura clássica, quanto menor a competição da indústria, maiores são os preços ofertados. Isso é, um setor bancário concentrado tende a apresentar menores benefícios aos tomadores de crédito. Apesar da redução da margem dos bancos após o Plano Real, o Brasil se mantém entre os países com maiores *spreads* bancários e taxas de juros do mundo, segundo Modenesi et al. (2018). O alto *spread* bancário aumenta os custos de investimento e tende a inibir o crescimento do produto e o desenvolvimento da economia. Entretanto, Cavalcanti (2019) e de Paula e Oreiro (2007) indicam que há outros fatores vinculados a essa alta cobrança de *spreads* no Brasil, entre elas o índice de inadimplência e os impostos. Portanto, a cobrança de altos *spreads* também está vinculada com os fatores de risco e incertezas presentes no país.

Contrariamente aos bancos privados, o objetivo principal da atuação dos bancos públicos não é a geração de lucros, apenas o equilíbrio financeiro entre receitas e despesas. Isso possibilita a definição de taxas de juros abaixo da

média praticada, estimulando ainda mais o crédito, a solvência e a liquidez do mercado.

Assim, os bancos públicos cumprem o papel de suprir a incompletude e as falhas do mercado no sentido de provisão de crédito aos setores desassistidos pelo setor privado. Já que, a função risco-retorno não atrativa para a concessão do crédito por parte dos bancos privados, dificulta o desenvolvimento sob condições viáveis.

Além disso, os bancos públicos possuem autonomia quanto à captação de recursos, tendo diversas fontes como: poupança voluntária ou compulsória, empréstimos com outros bancos privados ou estrangeiros e reinvestimento do excedente operacional, o que não ocorre com o Tesouro Nacional. Essas fontes de recursos adicionais provêm independência aos bancos públicos na alocação de recursos e a possibilidade de comportamento anticíclico. Especialmente nos casos de fundos parafiscais, cuja contribuição está direcionada ao banco e não depende diretamente da expansão econômica e orçamentária (Hermann, 2010). Sendo assim, em períodos de contração monetária ou incerteza, esses bancos agem de forma a reduzir o impacto no produto, assumindo os riscos do setor privado e ofertando crédito mesmo diante de um cenário econômico recessivo.

Ainda de acordo com Hermann (2010) e Paula et al. (2013) outra função dos bancos públicos seria induzir a redução do custo do crédito pelos bancos privados. Visto que a realização de políticas creditícias anticíclicas interfere na estrutura de mercado do setor do ponto de vista de liquidez e competição. Isso porque, essa ação por parte dos bancos públicos estimula uma reação dos bancos privados a acompanharem os movimentos de redução das taxas, visando não perder o *market share* e a lucratividade no longo prazo.

O Banco do Brasil (BB), a Caixa Econômica Federal (CEF) e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), principais bancos federais brasileiros, apresentam focos e funções diferentes no crédito subsidiado. A CEF atua principalmente na concessão de crédito habitacional e imobiliário, apresentando 80% do crédito referente a pessoas físicas, maior exposição dentre os principais bancos públicos e privados (Caixa Econômica Federal, 2019).

O crédito do BB está vinculado em especial às linhas de financiamento rural, o que tende a elevar sua carteira de crédito referente a pessoas físicas,

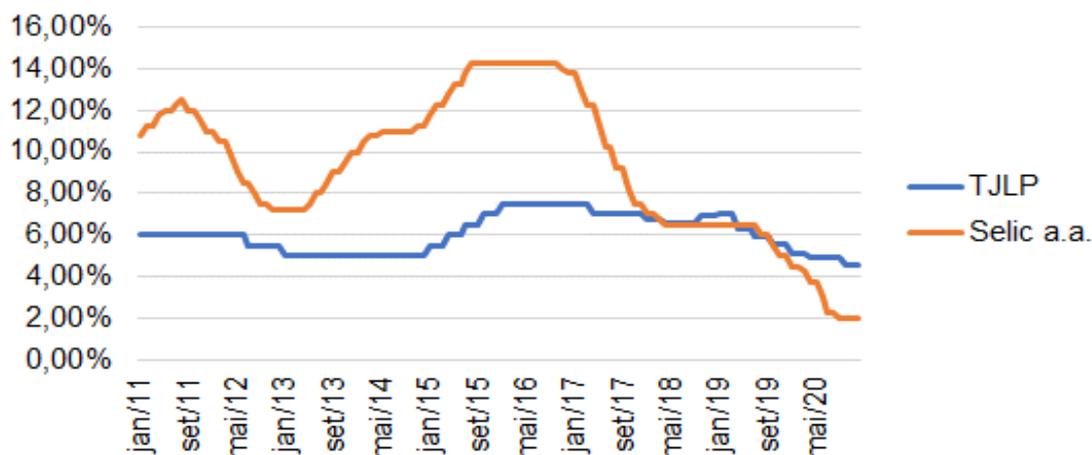
representando mais de 50% ainda em 2019 (Banco do Brasil, 2019). O crédito concedido pelo BNDES, por outro lado, é direcionado especialmente às firmas, com perfil mais alongado e taxa naturalmente mais barata.

Ao contrário do BNDES, que utiliza uma taxa administrada com propriedades econômicas específica, o BB e o CEF utilizam a própria taxa Selic como referência, assim como outros bancos privados, mas com *spread* abaixo do praticado no mercado. Hermann (2011) afirma que esse escopo de atuação é mais próximo dos bancos privados e, portanto, o BB e a CEF atuam principalmente no estímulo do setor privado bancário adotando condições de crédito mais favoráveis ao mercado, enquanto, o BNDES cumpriria essencialmente o papel de um Banco Público.

Cumprindo o racional da atuação dos bancos públicos e suas respectivas linhas de crédito direcionado, o nível das taxas de mercado no Brasil tende a se encontrar acima do nível das taxas reguladas de crédito direcionado. Essa avaliação é possível a partir dos dados históricos da taxa praticada pelo BNDES em comparação com a taxa básica da economia, conforme Gráfico 1. Da mesma forma, observamos esse comportamento ao analisarmos as taxas de mercado direcionadas ao setor rural e imobiliário comparativamente às taxas reguladas, de acordo com Gráfico 2 e Gráfico 3.

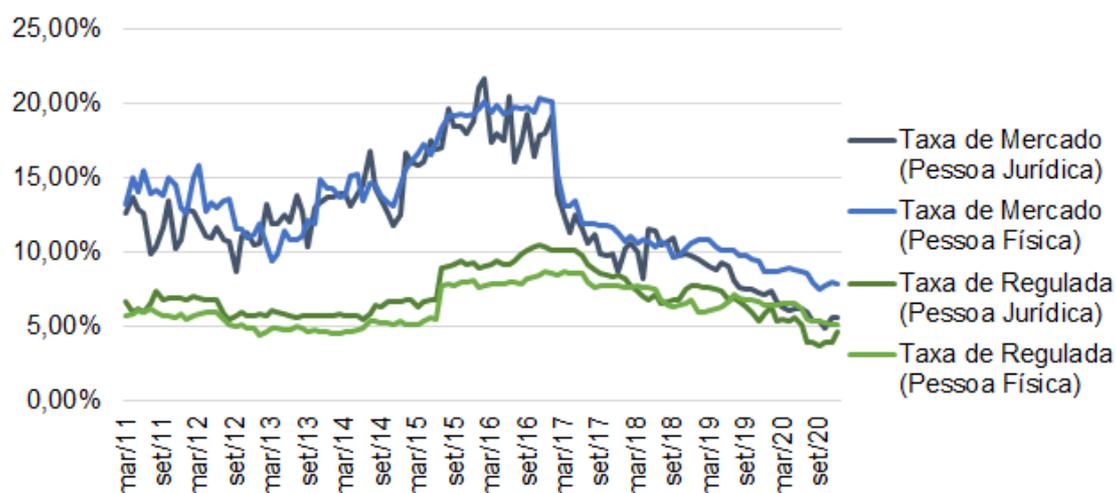
Analisando o comportamento das taxas nos últimos anos, nota-se uma inversão dos níveis e um encarecimento relativo do crédito público. A trajetória descendente das taxas de mercado é explicada pela política monetária expansionista implementada a partir de 2017. Em paralelo, o desincentivo à atuação dos bancos públicos causou o não acompanhamento das taxas de crédito subsidiado, tema que será aprofundado na próxima seção.

Gráfico 1: Comparativo Taxa Selic e TJLP - % a.a. (%)



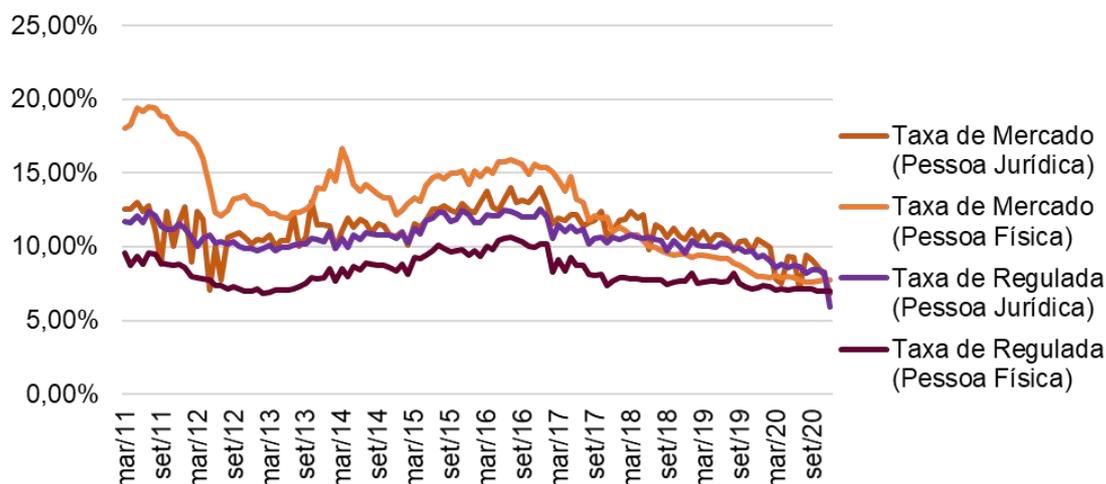
Fonte: Elaboração Própria com base em Banco Central do Brasil e BNDES.

Gráfico 2: Taxa média de juros das operações de crédito rural com recursos direcionados - % a.a. (%)



Fonte: Elaboração Própria com base em Banco Central do Brasil – Séries Temporais (26/03/2021).

Gráfico 3: Taxa média de juros das operações de crédito imobiliário com recursos direcionados - % a.a. (%)



Fonte: Elaboração Própria com base em Banco Central do Brasil – Séries Temporais (26/03/2021).

2.4 A evolução da atuação dos bancos públicos no Brasil

Após um longo ciclo de expansão do financiamento público e externo nas décadas de 1950-1970, a década de 1980 foi marcada pela crise econômica dos países latino americanos, incluindo o Brasil. Durante esse período, os bancos públicos foram fortemente atingidos pela inadimplência e as fontes de recursos desses bancos foram revistas. Conforme descrito por Hermann (2010), BB e a CEF sofreram com a extinção de fontes orçamentárias convencionais, aumentando a dependência por captações e empréstimos de mercado, mecanismo que tende ao encarecimento das operações e taxas cobradas. Mesmo que atingido em menor grau pela inadimplência dos setores, Monteiro Filha (1995) afirma que o BNDES também sofreu com a deterioração financeira e a aceleração da inflação nesse período.

Na contramão do ocorrido com os principais bancos públicos, novas fontes de recursos externos, como fundos de arrecadação, foram criadas para o BNDES, de modo a estimular a expansão do crédito e compensar os efeitos contábeis e financeiros da inadimplência. A constituição de 1988 estabeleceu que os recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), composto por recursos arrecadados com o Programa de Integração Social (PIS) e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (Pasep), seriam

destinados parcialmente ao BNDES, possibilitando a manutenção da potência dos bancos públicos em seu papel anticíclico (Prochnik e Pereira, 2008).

Seguindo a trajetória mundial de desregulamentação e abertura econômica e financeira, a partir da década de 90, o sistema bancário nacional iniciou o processo de liberalização econômica. É importante destacar que a segunda metade da década foi marcada pela entrada de bancos estrangeiros (Araújo e Cintra, 2011). Durante esse período, a origem do crédito brasileiro sofreu uma inversão. O crédito público apresentava uma participação de 65% da carteira de crédito total, mas sofreu uma redução para aproximadamente 35% ao final da década, conforme dados do Banco Central do Brasil.

Com a implementação do Plano Real em 1994, foi exposta a possibilidade de uma crise bancária dada a redução da receita inflacionária dos bancos (Carvalho e Vidotto, 2007). Além disso, a política restritiva aplicada no período para conter a inflação aumentou o índice de inadimplência dos credores, afetando majoritariamente os bancos de menor porte e os bancos públicos, entre eles BB e CEF (Hermann, 2010). Diante da situação dos bancos nesse período, foram criados o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer), implementado durante o Governo de Fernando Henrique Cardoso, visando linhas de crédito especiais a bancos privados. Voltado para a reestruturação e posterior privatização dos bancos estaduais, foi criado o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes).

Decorrente do processo de liberalização financeira, houve um processo de privatização em massa dos bancos estatais até a primeira metade dos anos 2000 (Carvalho e Vidotto, 2007). Para os Bancos Federais (BNDES, BB e CEF), a sua atuação foi limitada pelas diretrizes prudenciais do Acordo de Basileia², em conformidade ao aplicado pelos bancos privados (Paula e Oreiro, 2013). Além disso, foram adotadas metas de rentabilidade, que reduziram a capacidade de expansão do crédito desses bancos (Hermann, 2010).

² Marco regulatório internacional criado em 1988, que visava promover a segurança do mercado financeiro com foco no risco de crédito do sistema. O acordo estabelecia referências financeiras às instituições bancárias a serem geridas pelas autoridades monetárias dos países envolvidos. O Brasil introduziu o Acordo de Basileia I em 1994 (Castro, 2007).

Com a crise cambial asiática em 1997, que afetou o Brasil principalmente a partir de 1999, a política monetária manteve sua postura restritiva até ao menos 2004. Esse processo reduziu inicialmente o saldo e a concessão de crédito, principalmente em 2002 e 2003, devido incerteza relativa à eleição do Presidente Luiz Inácio Lula da Silva. Com o retorno da credibilidade do novo governo, o crédito apresentou trajetória crescente, porém puxado especialmente pelos bancos privados (Passos, 2019). A redução da participação dos bancos público a partir desse período não foi resultante de uma maior competitividade das instituições privadas, mas foi decorrente de cenário de rápido crescimento da economia e do setor bancário (Torres Filho e Costa, 2012).

A partir desse momento, a política de apoio a exportação, favorecida com a desvalorização da moeda nos anos anteriores, se integrou aos programas de desenvolvimento, que apresentavam o papel atuante dos bancos públicos. Enquanto o crédito direcionado do BNDES está vinculado às firmas, o BB e a CEF apresentaram uma expansão a diversificação das carteiras de crédito, expandindo o crédito a pessoas físicas, como forma de financiar o consumo (Hermann, 2010).

Como consequência do crescimento horizontal desses bancos, atualmente BB e CEF estão entre os cinco principais bancos do consolidado bancário brasileiro classificado como B1 (Banco Comercial, Banco Múltiplo com Carteira Comercial ou Caixa Econômica). Apesar dos esforços dos bancos públicos, nesse período o crédito privado alcançou o dobro do saldo de crédito público, de acordo com dados do Banco Central do Brasil.

A eclosão da crise financeira de 2008 apresentou impactos sobre o crédito privado, atingindo gravemente os bancos estrangeiros. Em resposta à atuação procíclica dos bancos privados, o Banco Central adotou diversas medidas de injeção de liquidez e os bancos públicos atuaram como emprestadores aos bancos pequenos, a partir principalmente da compra da carteira de crédito desses bancos (De Oliveira e Wolf, 2016). Assim, diante do quadro de incerteza e retração das expectativas de crescimento por parte dos agentes econômicos, a atuação dos bancos públicos de maneira anticíclica foi necessária para a manutenção do investimento e do nível do produto (Paula e Oreiro, 2013).

Ainda após a melhora do cenário internacional, redução da taxa de câmbio e da taxa básica de juros, os bancos privados não reduziram o nível das

taxas ofertadas. Visando pressionar a retomada do crédito e uma redução dos spreads privados, os bancos públicos realizaram cortes em suas taxas, aumentando ainda mais a participação do crédito público na economia (De Oliveira e Wolf, 2016).

Conforme apresentado na Tabela 1, o crédito privado, antes em ascensão, passou a decrescer desde a crise.

Tabela 1: Saldo da carteira de crédito em relação ao PIB (%)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Total do Crédito (%)	46,5	49,2	50,9	52,2	53,9	49,7	47,2	46,6	46,9	54,2
Crédito privado (%)	26,2	25,6	24,8	24,1	23,7	22,0	21,6	22,8	24,9	29,8
Crédito público (%)	20,3	23,6	26,1	28,1	30,1	27,8	25,6	23,9	22,1	24,4

Fonte: Elaboração Própria com base em Banco Central do Brasil – Séries Temporais (26/03/2021).

Em 2016, o cenário de incerteza política, crise financeira e a adoção de uma política monetária restritiva desencadeou a contração do crédito, especialmente do crédito público, que voltou a responder lentamente a partir de 2020.

Ainda em linha com as políticas de desestímulo ao crédito público adotadas pelo Governo do Presidente Temer, a Medida Provisória 777, estabeleceu a extinção da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) praticada pelo BNDES. A mudança induz a aproximação gradual da taxa com a NTN-B de 5 anos, objetivando reduzir os desvios da taxa em relação às taxas de mercado

A TJLP foi criada em 1994 sendo taxa base de financiamento concedido pelo BNDES, conforme Medida Provisória nº 684. A metodologia de cálculo da TJLP considerava a meta de inflação referente aos doze meses seguintes e o prêmio de risco, que, por sua vez, correspondia a uma média dos seis meses posteriores da parte real da NTN-B³ de 3 anos.

Porém, com regras de redução do prêmio. Além disso, a TJLP possuía um limite superior, vigente quando a taxa de básica de juros superasse 8,5%, nível historicamente baixo. Dessa forma, as flutuações do mercado de crédito eram capazes de transmitir suas variações à TJLP, porém, esse canal não era

³ Título pós-fixado emitido pelo Tesouro Nacional. A rentabilidade da NTN-B está vinculada à variação do IPCA, acrescida de pré-fixados.

integral ou automático, visto que a revisão do cálculo era realizada a cada trimestre calendário. Assim, conforme apresentado anteriormente no gráfico 1, o alongamento dos prazos característicos dos créditos direcionados, a TJLP tendia a níveis inferiores às taxas praticadas na economia.

O principal argumento, de acordo Arida (2005), é a teoria de que taxas administradas resultam em baixa potência da política monetária, o que obriga a manutenção da taxa de juros em níveis mais altos para controlar a inflação, tema que será debatido no próximo capítulo. Além disso, esse movimento da TJLP causou um descolamento entre os custos de captação, indexados à taxa Selic, e as receitas dos financiamentos convencionados, remunerados pela TJLP, e essa diferença negativa era absorvida pelo Tesouro Nacional, afetando o déficit nominal da economia. Entretanto, essa visão omite a análise dos benefícios em relação ao crescimento econômico e da arrecadação gerados pela atuação do BNDES (Pereira e Miterhof, 2018).

Torres Filho (2017) defende que a extinção da TJLP e substituição pela TLP, ao impor um maior custo de financiamento, tende a eliminar o papel funcional do BNDES como um Banco Público, sendo este um caminho para a eliminação do crédito direcionado.

2.5 Conclusão

A atuação estatal no mercado financeiro é marcada por um debate entre os economistas. Em contraponto à visão clássica, os economistas baseados na visão de Keynes defendem que o mercado não opera em equilíbrio, devido as falhas intrínsecas ao seu funcionamento. Assim, entende-se como necessária ao planejamento de desenvolvimento econômico, a atuação estatal no mercado financeiro.

No centro desse debate, está o estudo dos bancos públicos no âmbito da concessão do crédito subsidiado, com redução do custo de captação e alongamento dos prazos. Diante da perspectiva Keynesiana, pode-se afirmar como crucial o papel anticíclico desempenhado pelos bancos públicos no Brasil, visando o estímulo ao investimento e desenvolvimento econômico.

Entretanto, nos últimos anos nota-se uma mudança no comportamento do Estado diante da intervenção no mercado financeiro. O desestímulo ao crédito

subsidiado a operação de desmonte dos bancos públicos apresenta um risco ao padrão de financiamento e desenvolvimento do país, diante da visão Keynesiana.

3. REVISÃO DA LITERATURA SOBRE O EFEITO DO CRÉDITO PÚBLICO NA POTÊNCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA

3.1 Introdução

Conforme exposto nos capítulos anteriores, a taxa de juros exerce o papel principal como instrumento de controle da estabilidade dos preços e crescimento econômico. Porém a potência da política monetária depende diretamente do funcionamento dos canais de transmissão, que transmite a variação da taxa de juros tanto para inflação quanto para demais variáveis macroeconômicas, como produto e emprego. Apesar de, na abordagem heterodoxa, a atuação dos bancos públicos estimular o investimento e o desenvolvimento econômico, as taxas ofertadas tendem a ser menos sensíveis aos movimentos da taxa básica da economia.

Assim, nesse capítulo serão tratadas as literaturas de referência envolvidas na discussão da potência da política monetária no Brasil e os efeitos causados pela atuação dos bancos público. A próxima seção será restrita apenas à abordagem teórica, seguida por outra seção, que apresentará as evidências empíricas e estudos acerca do debate.

3.2 Literatura teórica

Conforme descrito brevemente no capítulo anterior, para Arida (2005) o crédito subsidiado público reduz a potência da política monetária, visto que são ofertados a taxas inferiores à taxa básica da economia e a prazos mais longos que o mercado.

Essa teoria se baseia na eficácia dos mecanismos de transmissão da política monetária. De acordo com o apresentado na tabela 2, os juros cobrados pelos bancos públicos não são apenas ofertados a níveis inferiores ao mercado,

mas também são menos sensíveis a variações na taxa básica de juros da economia. Como consequência o canal de crédito e de taxas de juros tornam-se menos potentes.

Tabela 2: Correlação entre as taxas de juros e spreads livres e direcionados

	Selic	TJLP	Taxa de Juros	Taxa de Juros	Spread Livre	Spread Direcionado
Selic	1,00					
TJLP	0,18	1,00				
Taxa de Juros Livres	0,41	0,20	1,00			
Taxa de Juros Direcionado	0,18	0,23	0,38	1,00		
Spread Livre	0,30	0,22	0,93	0,38	1,00	
Spread Direcionado	0,10	0,07	0,34	0,79	0,38	1,00

Fonte: Elaboração Própria com base em Banco Central do Brasil – Séries Temporais (26/03/2021).

As firmas capazes de captar empréstimos e financiamentos ofertados pelos bancos públicos não sofrem restrição de crédito em cenários de contração monetária, conforme será exposto por Bonomo e Martins (2016). O canal de empréstimos bancários não transmite os efeitos do aumento da taxa de juros a essas firmas. Seguindo esse racional teórico, o canal do balanço patrimonial também tende a ser menos atenuante, visto que a dívida pré-existente tende a ser menos sensível aos movimentos de mercado, não afetando a alavancagem da companhia. Dessa forma, Arida (2005) afirma que os movimentos de ajuste na taxa básica de juros realizados visando uma determinada meta inflacionária devem ser bruscos para cobrir a perda da potência da política monetária, causada pelo crédito subsidiado.

De maneira análoga, o canal crédito-custo também apresenta um efeito reduzido nessas firmas, considerando a menor potencia dos choques de custo (Modenesi e Passos, 2021). Assim, o enigma dos preços decorrente do canal crédito-custo, torna-se menos intenso. Da mesma forma, Castro (2018a) defende que essa menor sensibilidade das firmas, cuja dívida está fortemente vinculada ao crédito subsidiado, garante uma maior estabilidade da demanda agregada e dos níveis de produção. Isso é, o efeito perverso da política monetária contracionista sobre o produto é suavizado. Além disso, o autor

defende que apesar do crédito subsidiado reduzir a resposta da produção, ela não necessariamente reduz a resposta da inflação, ao menos não de maneira integral, visto que a resposta da inflação em relação à uma queda da demanda agregada não é absoluta.

Deve-se destacar ainda que os argumentos teóricos expostos acima são de raiz microeconômica, ou seja, baseado apenas na relação causa-consequência dos canais de transmissão sobre firmas com acesso ao crédito público. Em contrapartida, a política monetária é entendida como um fenômeno macroeconômico, sendo um agregado dos efeitos microeconômicos. Isso permite refutar a afirmação de que a menor sensibilidade dessas firmas se traduz necessariamente em redução da potência da política monetária. Essa visão é defendida por Modenesi e Passos (2021, p. 5):

“A mera extrapolação de um argumento microeconômico para o nível macroeconômico é falaciosa. A macroeconomia tem lógica própria que não se reduz ao somatório das lógicas individuais. Trata-se de erro clássico de falácia da composição.”

3.3 Literatura empírica

Contribuindo com a tese de redução da potência da política monetária, Bonomo e Martins (2016) defendem empiricamente que as empresas com acesso ao crédito subsidiado concedido pelos bancos públicos são menos afetadas pela política monetária, considerando a relativa estabilidade do volume de novas captação e empregos em relação à variação da taxa básica praticada na economia. O estudo propõe a análise de 300.000 firmas não financeiras entre 2006 e 2012, segregando os perfis de crédito e avaliando o efeito sobre a demanda e oferta de crédito dessas firmas a partir da variação da taxa básica de juros. Para isso é utilizado o método de análise de variação transversal dos bancos e de séries temporais via *Panel Data*.

Em relação ao acesso ao crédito, os testes realizados por Bonomo e Martins (2016) demonstram que um aumento de 100 pontos base na taxa básica de juros reduzem em 3,5% o acesso a firmas cujo perfil de crédito é apenas privado e não-direcionado. Enquanto, uma firma cujo endividamento está

vinculado em 50% ao crédito público ou direcionado terá seu acesso reduzido em 1,54%. Ainda, o estudo demonstra que há uma diferença no efeito sofrido pelas taxas de juros dos empréstimos privados, sendo 1,15% para crédito não-direcionado e 0,64% para crédito direcionado. Esse resultado corrobora com a tese de que a menor correlação dos empréstimos direcionados obrigam um incremento ainda maior das taxas não reguladas, conforme defendido por Arida (2005).

Além reduzir os efeitos da política monetária, o crédito público direcionado também é capaz de proteger as firmas de choques externos adversos, tanto em termos de acesso ao crédito quanto produção (Bonomo e Martins, 2016).

O estudo também se estende à análise da sensibilidade do nível de emprego à variação da taxa básica de juros. Diante de uma contração monetária de mesma magnitude do exercício anterior (100 pontos bases), a taxa de crescimento do emprego é reduzida em 1,19% para firmas sem empréstimos públicos ou direcionados. Entretanto, esse efeito é reduzido a menos de 1% quando se analisa firmas vinculadas ao crédito público.

Bonomo e Martins (2016) demonstra que o movimento da taxa básica de juros não gera impacto no nível de emprego nas firmas de grande porte (acima de 500 funcionários). Essas firmas de maior porte são primordialmente atendidas pelo crédito subsidiado do BNDES, conforme estudado no capítulo 2 deste trabalho. Deve-se destacar, que essas firmas apresentam naturalmente uma menor vulnerabilidade a choques de demanda, visto as estruturas mais consolidadas das firmas. Isso indica que não necessariamente os efeitos demonstrados por Bonomo e Martins (2016) são decorrentes da maior participação do crédito público direcionado e sim da estrutura financeira das firmas.

Perdigão (2018) também demonstra empiricamente que a potência da política monetária nos setores está vinculada a seus respectivos perfis de crédito. O método base consiste no VAR com fator aumentado (FAVAR) bayesianos, para a estimação das funções de resposta a partir de choques de política monetária nos setores industriais. Foram testadas funções-resposta para seis variáveis dependentes: expansão do crédito, taxas de juros dos empréstimos e financiamentos, preços, produção industrial, taxa de crescimento de emprego e salários reais.

A partir da simulação de uma política monetária contracionista, refletida em um aumento da taxa básica de juros de 50 pontos base, Perdigão (2018) estima o efeito de um aumento de 10% na participação do crédito direcionado no setor industrial. Assim, a resposta da taxa de juros média do setor é enfraquecida entre 0,22% e 0,38% no período de 2 a 12 meses, considerando a elevação da participação do crédito direcionado. Da mesma forma, a redução do nível de preço é enfraquecida de 0,11% a 0,18% para o mesmo período. Em contrapartida, a queda da produção é amenizada entre 0,34% a 0,47% entre 2 a 8 meses e o efeito sobre o nível de emprego também é reduzido entre 0,56% a 1,13% em 2 meses. Portanto, Perdigão (2018) também fornece evidências empíricas de perda de potência da política monetária devido crédito direcionado, tanto em relação à resposta sobre os preços quanto a produção.

Entretanto, Bonomo e Martins (2016) e Perdigão (2018) se restringem apenas a argumentos e evidências microeconômicas. Conforme mencionado, a política monetária é naturalmente macroeconômica e uma análise apenas sob a ótica microeconômica pode distorcer a conclusão final. No próprio estudo, Perdigão (2018) concluiu que os resultados não captam as consequências agregadas do equilíbrio da economia.

Visando demonstrar as limitações microeconômicas das análises apresentadas acima, Castro (2018a) testa, a partir de um modelo macroeconômico simplificado, um cenário de coexistência entre um efeito mínimo macroeconômico e efeito relevante macroeconomicamente. O autor decompõe o efeito macroeconômico como a média do efeito microeconômico somada à média do efeito das externalidades. Este último fator é descrito como os efeitos da hipótese de retroalimentação da economia, ou seja, de que a produção de uma firma depende não só do seu próprio acesso ao crédito direcionado, mas também do acesso de outras firmas.

Com base no mesmo modelo, que aplica a teoria do equilíbrio geral estocástico e dinâmico (DSGE), o autor também examina a hipótese de redução da potência da política monetária em razão do crédito direcionado. Ao testar o efeito de um choque de política contracionista de 100 pontos base, a diferença da função-resposta média da inflação diante de um cenário com relevante participação do crédito governamental e sem participação desta modalidade de crédito é de -0,071, enquanto da produção é de +0,038.

Assim, Castro (2018a) demonstra que o crédito subsidiado é capaz de reduzir a queda na produção, sem reduzir a potência da política monetária em relação à inflação. Esse mecanismo ocorre em razão do canal de custos, pois reduz possíveis enigmas dos preços. Esse resultado representa uma atuação benéfica dos bancos públicos à economia, ao reduzir o sacrifício de contração da produção para estabilização dos preços.

Castro (2018b), em seu segundo ensaio, testa a abordagem bayesiana sobre o modelo DSGE, visando confirmar a verossimilhança do resultado das estimações anteriores. Diante desse novo estudo, é demonstrado que é provável que haja redução da potência da política monetária. Porém, esse enfraquecimento da função-resposta da inflação é pequena e é compensada pelo menor sacrifício sobre a produção.

Ratificando a conclusão de Castro (2018b) e seguindo o mesmo modelo anterior, Silva et al. (2018) conduziram um estudo capaz de refletir o efeito do crédito subsidiado sobre a resposta das variáveis macroeconômicas à política monetária. Nesse artigo, os autores provam também a inexistência de *pass-through* limitado, ou seja, que a reação da taxa de juros ao choque da política monetária é imediata. Além disso, é observada a redução do enigma dos preços e o efeito sobre a produção, apesar de ser acompanhada também de uma menor resposta por parte da inflação.

Ainda visando uma avaliação sob a ótica agregada da economia, Passos (2019) analisa modelos de VAR (vetor autoregressivo) e projeções locais para captar o comportamento do produto da economia e da inflação em relação à política monetária.

Passos (2019) constrói funções resposta, a partir de dados coletados de 2000 a 2018 e observando a variação média ao longo de 15 meses dado um choque de 100 pontos base na taxa básica de juros. A partir dos dados expostos podemos notar que o produto tende a manifestar uma variação negativa com a elevação da taxa de juros, porém esse movimento é suavizado em cenários de alto crédito público e baixo crédito privado.

Entretanto, uma variação relevante da produção não reflete necessariamente em uma variação em mesma magnitude da inflação, conforme descrito na curva de Phillips (Passos, 2019). Além disso, o estudo refletiu a hipótese dos trabalhos conduzidos por Bonomo e Martins (2016), Perdigão

(2018) e Castro (2018b), na qual defende-se que a grande representatividade do crédito público reduz a potência da política monetária, considerando que a maior resposta da inflação em um cenário de atuação de bancos privados.

Ainda, Passos (2019) realizou testes de robustez para os resultados das estimações básicas, incluindo novas variáveis, como (i) alteração das defasagens selecionadas, (ii) suavização dos regimes, ou seja, aumentar a variação do parâmetro de maneira a evitar que pequenas mudanças no regime sejam classificadas como uma alteração brusca do regime, (iii) exclusão dos períodos de recessão das séries analisadas, visto que seriam períodos no qual a economia estaria menos sensível à política monetária, (iv) inclusão da dinâmica de uma economia aberta, a partir da adição de fatores do setor externo, como preço de commodities e câmbio, sendo importante variável na definição da política monetária e canal de enigma dos preços, (v) redução amostral das séries para critério de definição de regimes de crédito livre e direcionado (vi) alteração no período da amostra. Nas seções seguintes, apresentamos os resultados destes testes adicionais.

Figura 3: Respostas Produto e Inflação em períodos de alto crédito conforme análise de Passos (2019)

Variável	Tipo de Banco	Estimação				
		Básica	BIC	Suavização	Sem Recessões	Eco. Aberta
PIB	Públicos	- 0,16	- 0,19	- 0,16	- 0,11	- 0,16
	Privados	- 0,21	- 0,09	- 0,20	- 0,17	- 0,16
IPCA	Públicos	- 0,05	- 1,02	0,85	- 0,09	0,36
	Privados	0,16	0,44	0,24	- 0,15	0,19

Fonte: Passos (2019).

Figura 4: Respostas Produto e Inflação em períodos de baixo crédito conforme análise de Passos (2019)

Variável	Tipo de Banco	Estimação				
		Básica	BIC	Suavização	Com Recessões	Eco. Aberta
PIB	Públicos	- 0,19	- 0,08	- 0,20	- 0,15	- 0,24
	Privados	- 0,10	- 0,09	- 0,14	- 0,13	- 0,09
IPCA	Públicos	0,43	- 0,06	- 0,15	0,15	- 0,07
	Privados	- 0,27	- 0,49	- 0,52	- 0,38	- 0,00

Fonte: Passos (2019).

O resultado do tratamento das séries realizado por Passos (2019) demonstra que períodos de alto crédito não apresentam uma relação relevantemente negativa entre a taxa de juros básica da economia e a inflação, exceto em regime de alto crédito público aplicando uma diferente defasagem temporal. Em contrapartida, observando os períodos de baixo crédito, é possível concluir que esses períodos apresentam respostas menos bruscas no nível do produto e maior potência em relação a inflação, mais próximo do esperado pelo novo consenso (Passos e Modenesi, 2021).

Portanto, as análises propostas por Passos (2019) e Passos e Modenesi (2021) demonstram em síntese que períodos de alto crédito apresentam a criação de enigma dos preços, sendo mais duradouros e intensos em regimes de crédito privado. Isso não se reflete necessariamente na redução da resposta da inflação, porém uma resposta mais relevante por parte do produto. Isso, porque o produto tende a ser mais responsivo em regimes de alto crédito, especialmente privado. Assim, em períodos de expansão do crédito, a maior participação do crédito público é benéfica para a economia a medida que reduz os efeitos da política monetária sobre a produção e reduzir o enigma dos preços.

Em complemento às análises realizadas acima, Barboza et al. (2020) estudam o efeito da ação do BNDES sobre a potência da política monetária. A partir da apresentação de outros trabalhos relacionados ao tema conduzidos por meio de diferentes métodos, indica-se que o BNDES é capaz de elevar o nível de investimento, emprego e exportações das firmas, afetando a sensibilidade dessas firmas diante de um choque monetário. Entretanto, não há evidências de perda da potência da política monetária resultante da atuação do BNDES.

3.4 Conclusão

Em suma, que não há um consenso em relação do grau do impacto da atuação dos bancos públicos e do crédito direcionado na potência da política monetária. Entretanto, os resultados obtidos pelos autores demarcam uma convergência acerca da amenização do efeito de um choque contracionista sobre a produção. Isso é, o crédito público e direcionado é capaz de suavizar o sacrifício das firmas na redução de sua produção.

Conforme tabela 3 abaixo, as principais publicações e análises estudadas neste capítulo apresentam diferentes métodos, óticas e conclusões. Apesar disso, deve-se atentar ao caráter macroeconômico da política monetária, visto que os efeitos microeconômicos podem não ser refletidos em uma ótica agregada, segundo Castro (2018a).

Tabela 3: Resumo da literatura empírica referente ao efeito do crédito público e direcionado na política monetária

Publicação	Método	Ótica	Principal Conclusão
Bonomo e Martins (2016)	Panel Data	Microeconômica	Firmas cujos recursos estão vinculados ao crédito direcionado apresentam menores impactos na produção e emprego decorrentes de choques monetários contracionistas.
Perdigão (2018)	FAVAR Bayesiano	Microeconômica	Setores industriais cujos recursos estão vinculados ao crédito direcionado apresentam menores impactos dos preços e da produção decorrentes de choques monetários contracionistas.
Castro (2018a)	DSGE	Macroeconômica	O crédito direcionado reduz o efeito na produção decorrente de um choque monetário contracionista, mas aumenta a resposta da inflação.
Castro (2018b)	DSGE - VAR Bayesiano	Macroeconômica	O crédito direcionado reduz o efeito na produção e da inflação decorrente de um choque monetário contracionista. Resposta da produção é amenizada em maior escala que o efeito sobre a inflação.
Silva et al. (2018)	DSGE	Macroeconômica	O crédito direcionado reduz o efeito na produção e da inflação decorrente de um choque monetário contracionista. Redução do enigma dos preços.

Passos (2019) e Passos e Modenesi (2021)	VAR e Projeções Locais	Macroeconômica	Não foram encontradas evidências de que o crédito público reduz a potência da política monetária. Porém, regimes de alto crédito, especialmente privado, favorecem a ocorrência de enigma dos preços.
Barboza et al. (2020)	Avaliação da literatura	Microeconômica e Macroeconômica	Apesar do efeito do BNDES no nível das firmas, não há evidências de redução da potência de maneira agregada.

Fonte: Elaboração Própria.

CONCLUSÃO

A difusão dos fundamentos do Novo Consenso alterou a dinâmica de atuação dos Bancos Centrais no mundo e direcionou o papel da política monetária na estabilização da inflação. Entre as bases dessa escola de pensamento econômico, a Regra de Taylor propõe uma manipulação da taxa básica de juros visando o controle dos preços. Entretanto, essa gestão desencadeia efeitos diretos sobre produto e taxa de juros reais (Taylor, 1993).

A literatura ortodoxa defende que a economia opera em equilíbrio e que a inflação é decorrente de excesso de demanda. Assim, o controle dos preços poderá exigir a contração da demanda, gerando redução do produto e do nível de emprego da economia, retornando ao seu nível de equilíbrio. Nesse sentido, os canais de transmissão convencionais estão vinculados ao lado da demanda da economia.

Diante do pressuposto do equilíbrio na visão ortodoxa, a atuação estatal no sistema financeiro poderia obrigar a economia a operar fora do seu nível eficiente. Conforme descrito por Shaw (1973) e McKinnon (1973), os ortodoxos defendem que tanto a regulação prudencial quanto a intervenção gerariam distorções entre os preços praticados. Isso é justificado, pois o crédito público é caracterizado por taxas subsidiadas, a níveis abaixo do mercado e prazos mais longos. Essa redução da sensibilidade entre as taxas de crédito público e a taxa básica de juros reduziria a potência da política monetária.

Contrapondo essa visão, a literatura heterodoxa defende que o mercado não opera em equilíbrio, que o crescimento é determinado pela demanda e que a inflação pode ser resultante de choque de oferta. Para explicar o efeito da política monetária, defende-se a existência de canais de transmissão de custos, vinculados ao lado da oferta, que podem gerar uma elevação inicial dos preços após um choque monetário, chamada de enigma dos preços (Passos e Modenesi, 2021). Diante desse contexto, o crédito público auxiliaria na menor taxa de sacrifício da economia diante de uma tentativa de estabilização de preços.

Por fim, os resultados empíricos demonstram que o efeito de um choque contracionista sobre a produção é suavizado pela presença do crédito público. Assim, o mesmo, que é indicado como prejudicial pelos ortodoxos, amenizaria

os efeitos de contração de crédito decorrente de um choque monetário, tentando manter os níveis de investimento e do produto. Entretanto, não foi obtida nenhuma conclusão empírica da redução da potência da política monetária em relação à resposta da inflação, não havendo evidências de que a atuação dos bancos públicos geraria desvios de mercado e repressão financeira.

Dessa forma, a atuação estatal torna-se imperativa ao planejamento de desenvolvimento econômico, na correção de falhas de mercado e no estímulo ao investimento.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMARAL, R. Q.; OREIRO, J. L. A relação entre o mercado de dívida pública e a política monetária no Brasil. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 12, n. 3, p. 491-517, 2008.

AKERLOF, G. A.; YELLEN, J. L. A near-rational model of the business cycle, with wage and price inertia. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 100, n. Supplement, p. 823-838, 1985.

ARAUJO, U. M. Assimetria de informação no crédito rural: aspectos teóricos e um modelo para classificação do risco dos créditos concedidos a cooperativas agropecuárias. 1996. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, São Paulo, 1996

ARAUJO, V. L.; CINTRA, M. A. M.. O papel dos bancos públicos federais na economia brasileira. IPEA - Texto para discussão. Brasília, 2011.

ARESTIS, P.; PAULA, L.; FERRARI-FILHO, F. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. *Economia e sociedade*, v. 18, n. 1, p. 1-30, 2009.

ARIDA, P. Mecanismos compulsórios e mercado de capitais: propostas de política econômica. E.L. Bacha e L.C. de Oliveira Filho (Orgs), *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: Contracapa, 2005

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/transmissaopoliticamonetaria>>.

Acesso em: 26 mar. 2021.

BANCO DO BRASIL. Central de Resultados - Banco do Brasil RI. Disponível em: <<https://ri.bb.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>>. Acesso em: 26 mar. 2021.

BARBOZA, R. M. et al. O que aprendemos sobre o BNDES? BNDES, Texto para discussão no, 149, 2020.

BARBOZA, R. M. Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 35, n. 1, p. 133-155, 2015.

BLINDER, A. S.; STIGLITZ, Joseph E. Money, credit constraints, and economic activity. 1983.

BONOMO, M.; MARTINS, B.. The impact of government-driven loans in the monetary transmission mechanism: what can we learn from firm-level data? Banco Central do Brasil, Texto para discussão no, 419, 2016.

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. Central de Resultados. Disponível em: <<https://www.caixa.gov.br/sobre-a-caixa/relacoes-com-investidores/central-resultados/Paginas/default.aspx>>. Acesso em: 28 abr. 2021.

CASTRO, L. B. Regulação financeira: discutindo os Acordos da Basiléia. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 14, n. 28 , p. [277]-304, dez. 2007.

CASTRO, P. Chapter 1: Earmarked credit and monetary policy power: micro and macro considerations. PhD thesis, PUCRio, Rio de Janeiro, 2018a

CASTRO, P. Chapter 2: Earmarked credit, investment and monetary policy power. PhD thesis, PUCRio, Rio de Janeiro, 2018b

CARVALHO, C. E.; VIDOTTO, C. A. Abertura do setor bancário ao capital estrangeiro nos anos 1990: os objetivos e o discurso do governo e dos banqueiros. *Nova Economia*, v. 17, n. 3, p. 395-425, 2007.

CARVALHO, F. J. C. et al. *Economia monetária e financeira: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CAVALCANTI, T. Desacorrentando o setor bancário. Valor Econômico, São Paulo, 04 de dez. de 2019. Disponível em: <<https://valor.globo.com/opiniaao/coluna/desacorrentando-o-setor-bancario.ghtml>>. Acesso em: 30 de março de 2021.

CHIRINKO, Robert S. Business fixed investment spending: Modeling strategies, empirical results, and policy implications. *Journal of Economic literature*, v. 31, n. 4, p. 1875-1911, 1993.

CLARIDA, R.; GALI, J.; GERTLER, M. The science of monetary policy: a new Keynesian perspective. *Journal of economic literature*, v. 37, n. 4, p. 1661-1707, 1999.

CLARIDA, R.; GALI, J.; GERTLER, M.. Monetary policy rules and macroeconomic stability: evidence and some theory. *The Quarterly journal of economics*, v. 115, n. 1, p. 147-180, 2000.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES FIANCNEIRAS. Para desacorrentar o setor bancário - CNF. Disponível em: <<https://cnf.org.br/para-desacorrentar-o-setor-bancario/#:~:text=A%20m%C3%A9dia%20mundial%20%C3%A9%20de,Brasil%20ou%20em%20outros%20pa%C3%ADses.>>. Acesso em: 26 mar. 2021.

DAVIDSON, P. Is probability theory relevant for uncertainty? A post Keynesian perspective. *Journal of Economic Perspectives*, v. 5, n. 1, p. 129-143, 1991.

DE OLIVEIRA, G. C.; WOLF, P. J. W.. A dinâmica do mercado de crédito no Brasil no período recente (2007-2015). Texto para Discussão, 2016.

DEQUECH, D. (1999) "Incerteza num sentido forte: significado e fontes". In: Lima, Gilberto T., Sicsú, João & Paula, Luiz F. de, orgs., *Macroeconomia moderna. Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1999.

DE PAULA, L. F. Bancos e crédito: a abordagem pós-keynesiana de preferência pela liquidez. *Revista de Economia*, v. 32, n. 2, 2006.

DE PAULA, L. F.; OREIRO, J. L. Sistema Financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro. *Revista de Economia Política*, v. 28, p. 1, 2008. Rio de Janeiro: Editora Campus/Elsevier, 2007.

DE PIZA, E. C.. DIAS, J. Novo consenso macroeconômico e política monetária no Brasil: uma avaliação empírica. In: *Anais do XXXIV Encontro Nacional de Economia*. ANPEC-Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia, 2006.

FAZZARI, S.; MINSKY, H. Domestic monetary policy: if not monetarism, what?. *Journal of Economic Issues*, v. 18, n. 1, p. 101-116, 1984.

FEIJÓ, C. e SOUZA, A. A política monetária brasileira e suas recentes reespecificações: uma análise pela ótica da coordenação. In *Sistema Financeiro e Política econômica em uma era de Instabilidade*, volume 1, pages 132–143. Elsevier Editora, 2012.

FRIEDMAN, Herbert. Magnitude of experimental effect and a table for its rapid estimation. *Psychological Bulletin*, v. 70, n. 4, p. 245, 1968.

HERMANN, J. O papel dos bancos públicos. *Texto para Discussão*, No. 1533, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Brasília, 2010.

HERMANN, J. Bancos públicos em sistemas financeiros maduros: perspectivas teóricas e desafios para os países em desenvolvimento. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 31, n. 3, p. 397-414, 2011.

HOLLAND, M. Por que as taxas de juros reais de curto prazo são tão elevadas no Brasil?. *Revista Economia & Tecnologia*, v. 2, n. 1, 2006.

JAYME JR, F.; CROCCO, M. (Org.). Bancos públicos e desenvolvimento. Rio de Janeiro: IPEA, 2010.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, Edward C. Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of political economy*, v. 85, n. 3, p. 473-491, 1977.

LICHA, A. L. Macroeconomia do Novo Consenso. Escolas da macroeconomia / Conselho Regional de Economia 1ª região. 1.ed. Rio de Janeiro: Albatroz, 2015.

MARTINS, N. M. et al. The transmission mechanism of monetary policy: Microeconomic aspects of macroeconomic issues. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 40, n. 3, p. 300-326, 2017.

MCKINNON, R. Money and Capital in Economic Development. Brookings Institution, 1973.

MINSKY PH D, Hyman P. The financial-instability hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy. 1982.

MINSKY, H. P.; KAUFMAN, H. Stabilizing an unstable economy. New York: McGraw-Hill, 2008.

MISHKIN, F. S. Symposium on the monetary transmission mechanism. *Journal of Economic perspectives*, v. 9, n. 4, p. 3-10, 1995.

MODIGLIANI, F.; BRUMBERG, R. Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data. *Franco Modigliani*, v. 1, n. 1, p. 388-436, 1954.

MODENESI, A. M.; PIRES-ALVES, C. C.; MARTINS, N. M. Mecanismo de transmissão da política monetária: a importância dos fatores microeconômicos. *Oikos (Rio de Janeiro)*, v. 11, n. 2, 2012.

MODENESI, A. M.; ARAÚJO, E. C. Price Stability under Inflation Targeting in Brazil: Empirical analysis of the monetary policy transmission mechanism based on a VAR model, 2000-2008. *Investigación económica*, v. 72, n. 283, p. 99-133, 2013.

MODENESI, A. M. et al. The Brazilian banking industry: Evolution, concentration, and competition after 1990s. *Brazil's Economy: An Institutional and Sectoral Approach*. New York: Routledge, 2018

MODENESI, A. M.; PASSOS, N. Bancos Públicos e Política Monetária: teoria e alguns resultados com base em projeções locais dependentes de estado. Instituto de Economia – Universidade Federal do Rio de Janeiro. Texto para Discussão 008 | 2021. Rio de Janeiro, 2021.

MONTEIRO FILHA, D. C. A contribuição do BNDES para a formação da estrutura setorial da indústria brasileira no período 1952/89. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 2, n. 3 , p. [151]-166, jun. 1995.

PASSOS, Nikolas. Bancos Públicos e Política monetária: um estudo utilizando projeções locais dependentes de estado. 2019. p. 9-93. (Dissertação de Mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e Tecnologia, Rio de Janeiro, 2019.

PASSOS, N.; MODENESI, A. M. Do public banks reduce monetary policy power? Evidence from Brazil based on state dependent local projections (2000–2018). *International Review of Applied Economics*, p. 1-18, 2021.

PAULA, L. F.; OREIRO, J. L.; BASILIO, F. A. C. Estrutura do setor bancário e o ciclo recente de expansão do crédito: o papel dos bancos públicos federais. *Nova Economia*, v. 23, n. 3, p. 473-520, 2013.

Perdigão, B. Essay on Monetary Economics and Banking. Phd thesis, PUCRio, Rio de Janeiro, 2018

PEREIRA, T. R.; MITERHOF, M. T. O Papel do BNDES e o financiamento do desenvolvimento: considerações sobre a antecipação dos empréstimos do Tesouro Nacional e a criação da TLP. *Economia e Sociedade*, v. 27, n. 3, p. 875-908, 2018.

PROCHNIK, M.; PEREIRA, V. M. S. C. Fontes de recursos do BNDES 1995-2007. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v.14, n.29 , p. [3]-33, jun. 2008.

ROMER, D. The new Keynesian synthesis. *Journal of economic perspectives*, v. 7, n. 1, p. 5-22, 1993.

SANTOS, P. S. et al. Críticas e contraposições entre os modelos Novo-Clássico e Novo-Keynesiano. *Revista Debate Econômico*, v. 6, n. 1, p. 4-25, 2018.

TORRES FILHO, E.T.; COSTA, F. N. BNDES e o financiamento do desenvolvimento. *Economia e Sociedade*, v. 21, n. SPE, p. 975-1009, 2012.

TORRES FILHO, E. T. A extinção da TJLP dá início ao projeto de desmonte do BNDES. *Jornal dos Economistas*, Rio de Janeiro, jun. de 2017. Disponível em:

<

https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/12056/1/A%20extin%C3%A7%C3%A3o%20da%20TJLP%20d%C3%A1%20in%C3%ADcio%20ao%20desmonte%20do%20BNDES_Jornal%20dos%20Economistas%2C%20n.%20334%2C%20jun.%202017_P_BD.pdf>. Acesso em: 30 de março de 2021.

SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 26 mar. 2021.

SHAW, E. S. *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University, 1973.

Silva, I. É. M.; Paes, N. L.; e Bezerra, J. F. Evidências de pass-through incompleto da taxa de juros, crédito direcionado e canal de custo da política monetária no Brasil. *Estudos Econômicos (São Paulo)*, 48(4):559–595, 2018.

STIGLITZ, J. E. Governo, mercado financeiro e desenvolvimento econômico. *Revista Brasileira de Economia*, v. 44, n. 3, p. 269-296, 1990.

STUDART, R. The efficiency of financial systems, liberalization, and economic development. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 18, n. 2, p. 269-292, 1995.

TAYLOR, J. B. Discretion versus policy rules in practice. In: *Carnegie-Rochester conference series on public policy*. p. 195-214. North-Holland, 1993

TAXA DE JUROS DE LONGO PRAZO - TJLP. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/custos-financeiros/taxa-juros-longo-prazo-tjlp#:~:text=A%20Taxa%20de%20Juros%20de,dos%20financiamentos%20concedidos%20pelo%20BNDES.>>. Acesso em: 26 mar. 2021.