

EMENDA Nº - CMMPV
(À Medida Provisória 777, de 2017)

O Art. 2º da Medida Provisória Nº 777 de 2017 passa a ser acrescido do seguinte parágrafo:

Art. 2º

.....

§ 5º Caberá ao Conselho Monetário Nacional definir, mensalmente, ponderados os custos e benefícios esperados em cada contexto, a aplicação ou não de um redutor a ser deduzido das taxas referidas no caput e no § 4º para fins de apuração da taxa fixa referida no artigo Art. 1º, limitado a 5% a.a., que poderá ser aplicado tanto em base horizontal, para todas as operações de apoio financeiro contratadas no período de sua vigência, considerando a necessidade eventual de evitar a transmissão de volatilidade excessiva de mercado para os custos de financiamento de longo prazo ou de prover estímulo ao investimento produtivo em geral, como em base restrita para atividades e setores priorizados, assim como para viabilizar a correção de falhas de mercado decorrentes da existência de atividades intensivas em externalidades positivas, com retorno social superior ao retorno privado, como infraestrutura e inovação.

Justificação

A emenda proposta com a inclusão do § 5º no artigo 2º amplia os instrumentos para que as autoridades representadas no CMN tenham capacidade de influir na calibragem da “estrutura a termo” do custo do crédito de longo prazo, visando ampliar a potência da política monetária pelo canal do crédito. A decisão sobre o nível adequado de cada taxa depende das condições específicas em cada contexto e poderá ser tomada livremente pelas autoridades monetárias em coordenação com o CMN. As taxas de longo prazo de mercado não estão sob controle direto da política monetária, posto que estão sujeitas a reações pró-cíclicas dos investidores, especialmente considerando a elevada concentração típica dos mercados de ativos de maior duração – sujeitos a oscilações intensas oriundas das mudanças no prêmio de risco exigido pelos investidores, embutido nas taxas de juros de mais longo prazo. Indexar a TLP à ponta longa da curva de juros, sem facultar ao CMN aplicar algum redutor, a luz dos objetivos das políticas monetárias e creditícias, poderia acabar por reduzir o poder efetivo das autoridades econômicas de modular o custo do crédito de longo prazo – posto que o padrão de reação do prêmio de risco embutido na estrutura a termo não está sob controle direto das autoridades, em especial em mercados



de elevada “duration” e baixa profundidade, como das NTN-Bs, caracterizados por alto peso relativo de investidores estrangeiros. Pequenos ajustes nos portfólios desejados de tais investidores podem acarretar em grandes movimentos dos preços desses ativos, fora do controle direto das autoridades monetárias locais. A emenda proposta busca garantir às autoridades no CMN o poder discricionário de mitigar os efeitos deletérios de eventual “overshooting” das taxas de retorno desses títulos, inerentes aos movimentos pró-cíclicos frequentemente observados nos mercados dos títulos públicos. A emenda proposta confere o instrumento para que o CMN possa intervir sempre que avalie que estas flutuações sejam indesejáveis ou geradoras de volatilidade excessiva, considerando-se os objetivos das políticas monetárias e creditícias.

Acabar com tal flexibilidade da política econômica pode na prática ter efeito contrário ao alegado em termos da potência da política monetária. Além disso, conforme visto, o componente prefixado da NTN-B tem comportamento pro-cíclico e volátil, o que também pode reduzir a capacidade das autoridades modularem a estrutura a termo do custo do crédito - as autoridades perderiam a capacidade de regular o custo do crédito de longo prazo em conjunturas de forte elevação do prêmio de risco – podendo surgir situações em que as autoridades busquem estimular o investimento enquanto a elevação da aversão ao risco e do prêmio de risco embutido nas taxas longas acabem por tornar o custo do crédito indexado a NTN-B mais caro - indo na contramão do sentido desejado à luz dos objetivos das políticas monetária e creditícias. A emenda proposta facultaria ao CMN, nessas conjunturas, a aplicar um redutor sobre as taxas apuradas nos títulos públicos - viabilizando eventual redução de volatilidade, evitando cenários em que as autoridades percam a capacidade de influir na modulação do custo do crédito de longo prazo.

Mesmo em seu desenho mais básico, é amplamente aceito que um Banco de Desenvolvimento deve financiar em condições favorecidas projetos de altas externalidades, que tenham benefícios sociais não capturados pela rentabilidade privada via preços, como infraestrutura, inovação e meio ambiente, possuidores de retorno social superior ao retorno privado.

É preciso ter em conta que um Banco de Desenvolvimento que pretenda atuar como ferramenta de correção de falhas de mercado clássicas, decorrentes da existência de atividades produtivas intensivas em externalidades positivas – com retorno social maior que o retorno privado - deve, para ser efetivo, ter algum tipo de vantagem de custo estrutural em relação ao custo de mercado. A atuação do banco focada na correção das falhas de mercado decorrente dos desvios entre o retorno social e o privado de projetos intensivos em externalidades – presente mesmo em contextos de mercados financeiros privados maduros e profundos - demanda a existência de alguma fonte de vantagem relativa de custo. A emenda proposta permite preservar tal missão clássica de um banco de desenvolvimento ao facultar que o CMN fixe um redutor sobre as taxas dos títulos públicos de referência, cuja aplicação pode ser restrita e focada em setores ou atividades selecionadas, como infraestrutura, inovação ou microempresas, por exemplo.

A eliminação dessa flexibilidade na proposta original da MP é fator de ineficiência alocativa ao destruir a possibilidade do BNDES atuar de forma qualificada como ferramenta de correção de graves falhas de mercado. A emenda proposta faculta ao CMN aplicar um redutor para atividades prioritárias e intensiva na geração de externalidades. A emenda busca evitar rigidez na formação dos custos do apoio financeiro do BNDES que significaria optar por destruir o excedente econômico passível de ser gerado pela correção de tais falhas de mercado, em nome de uma rigidez normativa incompatível com a busca de eficiência alocativa. Admitir que a concessão de subsídios creditícios deve ser exercida com parcimônia e zelo não pode ser confundido com conclusão deletéria, sem amparo na teoria econômica e na experiência histórica comparada, de que qualquer forma de subsídio creditício é indesejável. Para permitir uma gestão mais efetiva na alocação de tais subsídios a emenda faculta ao CMN em cada contexto aplicar um redutor - caso julgue que os benefícios superem os custos - que permitem 1) reduzir transmissão de volatilidade excessiva de mercado para o custo do investimento produtivo 2) ampliar o grau de controle sobre a modulação da estrutura a termo do custo do crédito - permitindo maior potência para o canal do crédito da política monetária 3) preservação de uma ação em que subsídios creditícios seriam alocados de forma focalizada em atividades priorizadas e geradoras de retorno social superior ao privado. A emenda aperfeiçoa o texto original em linha com princípios de responsabilidade fiscal e busca de eficiência alocativa - gerando instrumentos efetivos sob controle do CMN para manejar as políticas monetárias e creditícias com a flexibilidade requerida para responder aos desafios de cada conjuntura específica.

Sala das Comissões, 03 de maio de 2017

Senadora Vanessa Grazziotin
PCdoB/AM