

06/04/2017 às 05h00

## Fim da TJLP é salto no escuro

Por Ernani Torres Filho

Em 31 de março, o presidente do Banco Central anunciou a extinção da TJLP, taxa de juros que incide sobre os créditos do BNDES. Em sua substituição, será criada uma nova taxa, a TLP, baseada na rentabilidade da NTN-B de cinco anos. Esse título público é indexado à inflação passada (IPCA) e paga, acima disso, uma taxa de juros real, fixada em leilão pelo mercado.



Em 31 de março, o presidente do Banco Central anunciou a extinção da TJLP, taxa de juros que incide sobre os créditos do BNDES. Em sua substituição, será criada uma nova taxa, a TLP, baseada na rentabilidade da NTN-B de cinco anos. Esse título público é indexado à inflação passada (IPCA) e paga, acima disso, uma taxa de juros real, fixada em leilão pelo mercado.

A escolha da variação da NTN-B para indexar os créditos do BNDES é um medida que gerará pelo menos três efeitos negativos sobre o financiamento do investimento de longo prazo no Brasil. O primeiro é que seu custo aumentará. Entre 2002 e 2016, o diferencial entre as duas taxas foi muito grande.

A título de exemplo, uma empresa que tivesse contraído um financiamento em NTN-B no início desse período e liquidado esse empréstimo em uma única parcela catorze anos depois teria pago três vezes mais juros do que se a mesma operação tivesse como base a TJLP.

As duas outras características ruins da taxa da NTN-B são sua grande volatilidade e seu comportamento pró-cíclico. Isso fará com que o BNDES perca alguns de seus atributos históricos. Não poderá mais ser um mecanismo de proteção do investimento produtivo frente à instabilidade macroeconômica. Não será mais capaz de promover a competitividade de segmentos de elevado valor agregado nacional, como os bens de capital. Deixará de servir como instrumento de atuação anticíclica, como ocorreu em 2008 e 2009. Com a nova taxa, a atuação do BNDES passará a ser inteiramente ditada pelo ciclo da política monetária e pelo risco que o mercado impuser ao Tesouro Nacional.

Para que o mecanismo da TLP não tivesse impacto tão negativo seria necessário que o mercado financeiro brasileiro já apresentasse características que são comuns aos países estáveis e que dispõem de moeda

### LEIA MAIS

BC cria novo instrumento de política monetária

Banco Central: a volta à normalidade

A sintonia fina entre o Tesouro e Banco Central



## Mensagens dos leitores

### Lavareda

No primeiro momento que tomei conhecimento do voto em lista fechada dos partidos fui radicalmente contra. Ao ler a entrevista do cientista político Antônio Lavareda mudei de opinião. Ele me convenceu que é o melhor sistema eleitoral a ser adotado para o nosso país. Teríamos eleições com custo bem menor e começaríamos a cultura de valorizar os partidos....

06/04/2017 às 05h00 - Joaquim Cruz -

### Gilmar Mendes

A coluna de Maria Cristina Fernandes no **Valor** de sexta-feira (31/03) é um positivo alerta crítico para o poder que um único ministro, no Supremo, tem para decidir os

internacionalmente conversível. Na Europa e no Japão, por exemplo, os mercados de longo prazo são muito concorrenciais e amplos. Com isso, as taxas pagas pela dívida pública são baixas e relativamente estáveis.

### ***O problema da escolha da variação da NTN-B está no seu spread demasiadamente elevado e volátil***

Essas características permitem que os bancos públicos possam captar grandes volumes de recursos privados, pagando apenas 0,25% ao ano a mais do que o Tesouro Nacional.

Nenhuma dessas características, infelizmente, está presente na nossa realidade e não há garantia alguma de que, no futuro próximo, o Tesouro Nacional estará pagando taxas de Primeiro Mundo.

O sucesso da TLP também dependeria da existência de mercados bancários e de dívida corporativa com porte, liquidez e prazos capazes de financiar, com recursos livres, a demanda de fundos para investimento. Isso no entanto ainda não se verifica no Brasil. O apetite dos bancos privados por crédito de longo prazo é pequeno. Ao final de 2016, eles detinham apenas 14% de todos empréstimos com mais de 5 anos. Na mesma data, o mercado de debêntures corporativas atingia 4,1% do PIB contra 9,6% do BNDES.

Finalmente, o principal argumento da equipe econômica para justificar a adoção da TLP é a questão da potência da política monetária. O crédito direcionado supostamente bloquearia a atuação do Banco Central pelo fato de a TJLP ser insensível à taxa Selic. Esse fato teria adquirido dimensão macroeconômica, na medida em que o crédito direcionado passou a responder por cerca de 50% dos empréstimos bancários.

Com relação a esse argumento, há que se ter presente que a potência da política monetária depende de seus canais de transmissão e que o crédito é apenas um deles, juntamente com a taxa de câmbio, o preço dos ativos, as expectativas dos agentes etc.



O canal do crédito atua pelo efeito que a política monetária tem sobre o custo dos novos empréstimos. Os empréstimos concedidos no passado não são diretamente afetados pela mudança na Selic. Desse ponto de vista, o dado importante não é a importância do crédito direcionado sobre o fluxo das novas concessões. Sob esse ângulo, a

importância do BNDES é muito pequena. A título de exemplo, os novos empréstimos da instituição entre 2011 e 2016 responderam por apenas 3,8% de todo o fluxo de novos créditos bancários. Assim, o papel do crédito direcionado na transmissão da política monetária é muito menor do que aquele que a equipe econômica deixa transparecer.

Diante desse cenário, a substituição da TJLP pela TLP não parece ser uma medida adequada às condições da economia brasileira, a menos que se queira provocar uma contração do crédito direcionado corporativo e acelerar o repagamentos da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional. Não haverá ganhos relevantes na capacidade de o BNDES captar recursos de longo prazo no mercado nacional. A capacidade dos financiamentos com recursos livres é limitada e o custo aumentará.

Nesse cenário, o mais provável será a substituição do crédito direcionado pela captação de fontes externas, denominados em moeda estrangeira. Com isso, voltaríamos à situação anterior a 2004, com o aumento ainda maior da dolarização dos balanços das empresas e, conseqüentemente, da instabilidade macroeconômica. Caso o governo viesse a oferecer garantia para o risco cambial diretamente ou através do Banco Central, o problema fiscal aumentaria de forma desmedida.

rumos da instituição. Fernandes ressalta o uso que o ministro Gilmar Mendes faz desses poderes individuais, correndo o risco de deixar um legado negativo para a corte...

06/04/2017 às 05h00 - Joaquim Falcão -

#### **Imposto sindical**

Em entrevista, o presidente do Tribunal Superior do Trabalho (TST), Ives Gandra Filho, defendeu o fim do imposto sindical compulsório que é equivalente ao desconto de um dia de trabalho por ano, independentemente do trabalhador ser filiado ou não a uma entidade de classe, ou seja, Gandra defende um novo modelo de contribuição aos sindicatos, e...

06/04/2017 às 05h00 - Edgard Gobbi -

Ver todas | Envie sua mensagem

## **Opinião**

Últimas Lidas Comentadas Compartilhadas

Os bancos ajudarão a virada? 🔑  
05h00

Fim da TJLP é salto no escuro 🔑  
05h00

Queda dos juros cria espaço para destravar o crédito 🔑  
05h00

A verdade sobre o Nafta 🔑  
05h00

Ver todas as notícias

## **Videos**



Inteligência artificial será tão essencial quanto energia elétrica  
06/01/2017



Entretanto, o fato de a iniciativa do governo ser inadequada não significa dizer que a TJLP não deva ser revista. O problema da escolha da variação da NTN-B está no seu spread demasiadamente elevado e volátil, incompatível com as necessidades de um país que apresenta níveis internacionalmente baixos de investimento e cuja indústria está exposta a uma concorrência financeira de empresas que obtêm recursos a juros muito inferiores aos aqui praticados. Com a criação da TLP, estaremos dando um grande salto no escuro.

**Ernani Teixeira Torres Filho é professor do Instituto de Economia da UFRJ e ex-Superintendente do BNDES.**

---

Compartilhar  0 Tweet  Share 2   0 

---