

A extinção da TJLP dá início ao projeto de desmonte do BNDES

Ernani Teixeira Torres Filho*

No dia 26/04/2017, foi publicada a Medida Provisória 777, que cria a TLP, a nova taxa de juros do BNDES. A TLP acompanhará automaticamente a rentabilidade da NTN-B de cinco anos. Esse título público é indexado à inflação passada (IPCA) e paga, acima disso, uma taxa real de juros real, fixada em leilão pelo mercado. A TJLP, a taxa que está sendo extinta, é hoje fixada em níveis mais baixos pelo governo com base em suas prioridades econômicas.

A ideia da TLP não é nova. Foi formulada pela primeira vez em 2005 por Pêrsio Arida, no texto publicado pela Casa das Garças. Seis anos depois, Pêrsio voltou a falar desse mesmo tema ao Jornal Valor Econômico de 13/12/2011, já na qualidade de Diretor do Banco BTG-Pactual,

em entrevista intitulada “Crédito Subsidiado Impede Queda da Taxa de Juros”. Diante da inexistência de documentos do governo que justifiquem a extinção da TJLP, as manifestações do economista e ex-professor da PUC do Rio de Janeiro tornam-se o melhor guia para se entender a lógica e a estratégia que conduziram à criação da TLP.

Trata-se do primeiro passo de uma ampla reforma que objetiva eliminar todos os mecanismos de crédito direcionados. Isso inclui o BNDES e os recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador; o FGTS; e, nas palavras de Arida, “o menos preocupante dos três, (...) as aplicações que têm isenção do Imposto de Renda (poupança, Letras de Crédito Imobiliário, debêntures de longo prazo)”.

Essa estratégia, segundo seus defensores, teria como principal benefício reduzir as taxas de ju-

ros do restante do sistema de crédito, o chamado crédito livre, que acompanha a política do Banco Central. É o argumento da baixa potência da política monetária. O crédito direcionado supostamente bloquearia a atuação do Banco Central, porque taxas como a TJLP e a TR não acompanham a Selic. Esse fato teria adquirido dimensão macroeconômica, na medida em que o crédito direcionado passou, nos últimos anos, a responder por cerca de 50% dos empréstimos bancários.

Esse tipo de argumentação trunca, no entanto, os fatos. A política monetária depende de seus canais de transmissão. 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, uma vez que aqueles

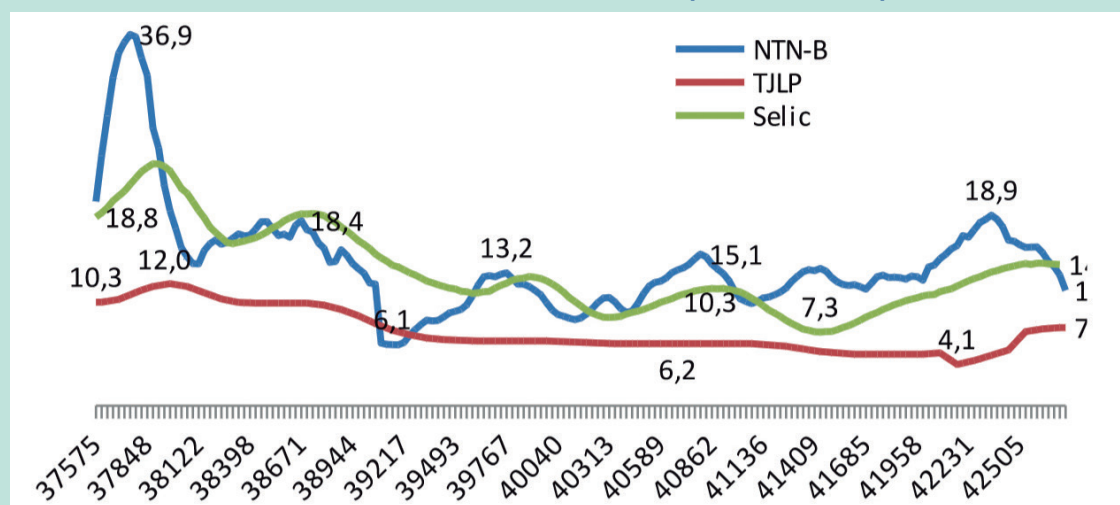


que foram concedidos no passado não são diretamente afetados pela mudança na Selic.

Assim, o dado relevante para se avaliar a potência da política monetária é a participação do crédito direcionado no fluxo das novas concessões e não no estoque de crédito da economia. Desse ponto de vista, a importância do BNDES é muito pequena. A título de exemplo, enquanto o banco de desenvolvimento é responsável por cerca de 20% dos empréstimos existentes (estoque), os novos empréstimos da instituição entre 2011 e 2016 responderam por apenas 3,8% de todo o fluxo de novos créditos bancários. Agregando-se os empréstimos concedidos pelo FGTS, chega-se a um percentual de cerca de 8% dos créditos concedidos, e não 50%. Assim, não se sustenta o argumento de que eliminar o crédito direcionado levará a uma queda relevante e estrutural da taxa de juros do Banco Central. O efeito, se houver, será marginal.

A escolha da variação da NTN-B com indexador para a

Figura: Evolução do Custo de um Empréstimos Indexado à TJLP, à SELIC e à NTN-B de 5 anos, entre 2002 e 2016 (Em % ao ano)



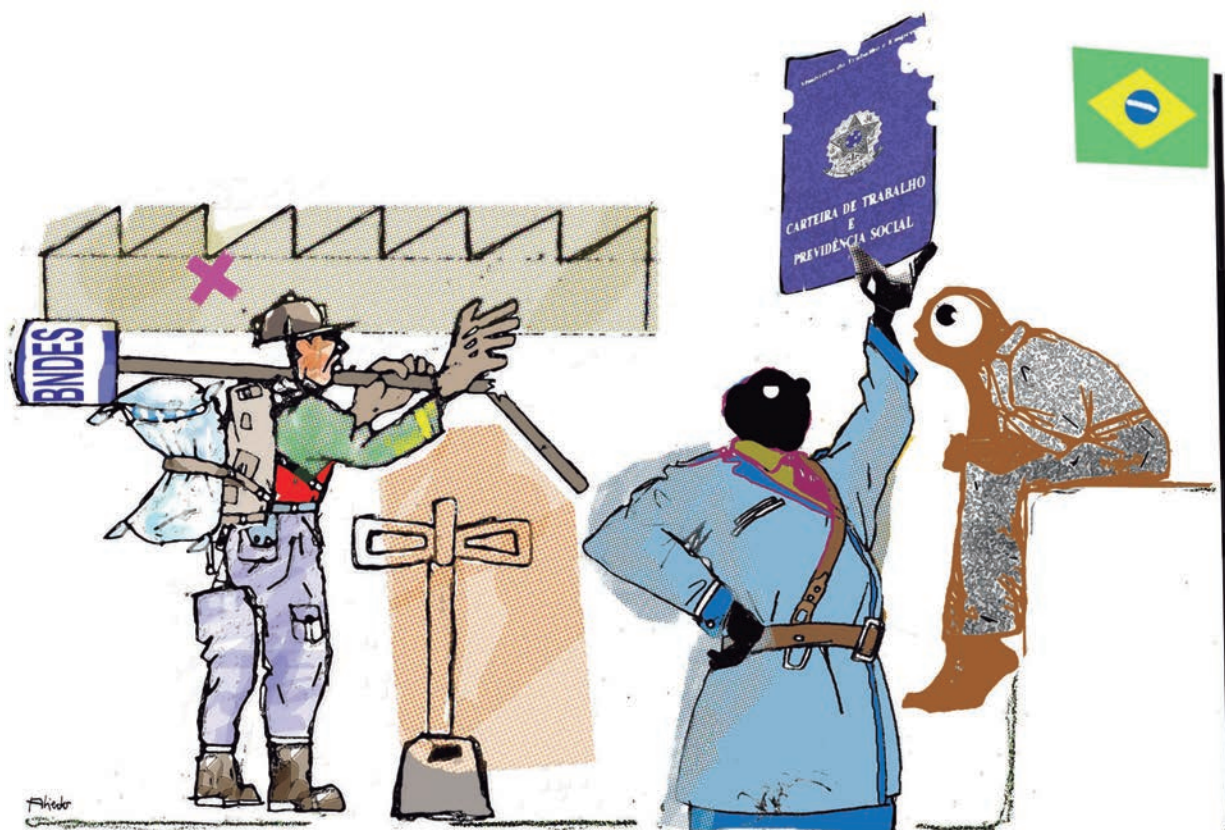
Fonte: Banco Central e BNDES

TLP gerará, em contrapartida, pelo menos três efeitos negativos. Introduzirá na taxa do BNDES grande volatilidade e um comportamento pró-cíclico. A TLP tende a flutuar muito e a aumentar substancialmente em momentos de crise. Entretanto, o pior efeito da nova taxa será impor um custo de captação extremamente elevado, que simplesmente tornará o BNDES o banco de desenvolvimento que empresta às taxas mais altas do mundo.

Com a TLP, as taxas dos financiamentos do BNDES aumentarão para um nível muito acima do que hoje é pago pelas empresas de bom risco em suas operações de mercado. Muitas delas conseguem até mesmo captar abaixo do governo. Mantida a TLP, o BNDES terá que cobrar a rentabilidade da NTN-B mais uma taxa de risco e de intermediação que hoje atinge em média de 2,5% ao ano.

Com esse nível de juros, o BNDES não terá mais competitividade em todas as suas linhas de atuação. Seus financiamentos deixarão de ser atrativos até para projetos de muito longo prazo. O mesmo se aplica para os compradores de máquinas e equipamentos nacionais de elevados níveis de conteúdo nacional – acima de 60% – que se beneficiam dos empréstimos da Finame. Os bancos comerciais terão condições de oferecer competitivamente recursos à taxa DI, que é muito pouco inferior à Selic, e ficou abaixo da rentabilidade da NTN-B entre 2009 e 2016. (Figura)

A introdução da TLP, portanto, afetará negativamente a estrutura industrial. As empresas brasileiras de bens de capital, por exemplo, como consequência da TLP terão que fechar suas portas ou se transformar em meras ma-



quiladoras locais de conteúdo importado. Em compensação, os importadores de máquinas serão beneficiados. Esses equipamentos chegarão ao Brasil a um custo financeiro muito inferior à TLP, já que em seus países as taxas de juros são próximas de zero desde a crise de 2008. O investimento, o emprego e a renda no Brasil serão sacrificados.

A introdução da TLP fará com que o BNDES deixe de poder cumprir o papel que desempenha há mais de seis décadas. Não poderá mais ser um mecanismo de proteção dos produtores nacionais de máquinas e equipamentos. Deixará de proteger o investimento produtivo frente à instabilidade macroeconômica, como ocorreu em 2008 e 2009. Perderá a capacidade de realizar atuações de fomento e ações anticíclicas.

O FAT também será comprometido pela TLP como mecanismo de captação de recursos de

longo prazo. O ganho de rentabilidade do Fundo, com a mudança, esconde sua perda de função. Como Pêrsio Arida avisa em sua entrevista, o objetivo é usar os recursos do FAT para “reduzir o déficit público ou iniciar uma desoneração fiscal, reduzindo a alíquota do PIS”. Essa perspectiva pode atrair o apoio dos empresários mobilizados em torno da questão da redução dos impostos. Entretanto, como a situação fiscal é dramática, a desoneração prometida dificilmente será efetivada.

Diante desse cenário, a substituição da TJLP pela TLP é o primeiro passo de um projeto mais amplo que visa a eliminação do crédito direcionado. No primeiro momento, o BNDES e os recursos do FAT tenderão a ficar ociosos, permitindo a aceleração dos pagamentos ao Tesouro Nacional. Ao mesmo tempo, aumentará o *spread* do crédito doméstico, graças ao aumento do poder de

mercado dos cinco grandes bancos comerciais, que controlam o acesso aos empréstimos bancários e ao mercado de capitais. Nesse cenário, o mais provável será a substituição do crédito direcionado pela captação de fontes externas, denominada em moeda estrangeira. Com isso, voltaríamos à situação anterior a 2004, com o aumento ainda maior da dolarização dos balanços das empresas e, consequentemente, 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. Trata-se, portanto, da quarta grande reforma que está sendo implementada atualmente. Diferentemente das demais, essa é mais silenciosa, mas não menos conservadora.

* Professor do IE/UFRJ e ex-superintendente do BNDES.