

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

Correções na Taxa de Longo Prazo (TLP)

Estudos especiais do BNDES
47/2025

Foi aprovada no ano passado a Lei 14.937, de 26 de julho de 2024, que trouxe mudanças significativas para o BNDES. A mais conhecida foi a criação das letras de crédito do desenvolvimento (LCD), instrumento doméstico e incentivado de captação – à semelhança das letras de crédito imobiliário (LCI) e das letras de crédito do agronegócio (LCA) – de emissão exclusiva por bancos de desenvolvimento. A primeira operação com LCD foi realizada pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) em dezembro de 2024 no valor de R\$ 9,8 bilhões.

Outra mudança relevante e menos destacada na lei é relativa à remuneração do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT).

O BNDES pode agora remunerar os recursos que recebe do FAT tanto pela Selic quanto por taxas nominais prefixadas de mercado, que refletem o custo de captação do Tesouro Nacional nesse indexador. Desde sua criação em 2018, o único custo financeiro admitido no apoio aos projetos de desenvolvimento era a taxa de longo prazo (TLP), que equivale à média móvel de três meses da taxa de retorno apurada em mercado secundário dos títulos públicos de cinco anos (NTN-B), que pagam o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) mais uma taxa fixa.

A criação da TLP não apenas eliminou o subsídio implícito na diferença entre a antiga taxa de juros de longo prazo (TJLP) e o custo de captação do Tesouro Nacional (seu objetivo declarado), como também retirou desnecessariamente a flexibilidade para que as empresas pudessem escolher, entre os diversos indexadores dos títulos públicos, os mais adequados às suas necessidades e às suas expectativas. Afinal, não há custo fiscal em permitir que o FAT seja remunerado pela taxa Selic ou por uma taxa prefixada de mercado, de modo que a limitação do cardápio original de indexadores criava custos facilmente evitáveis para as empresas.

*Este texto é uma versão atualizada do artigo de mesmo título que saiu na edição de janeiro de 2025 da revista Conjuntura Econômica da FGV. Disponível em: https://ibre.fgv.br/sites/ibre.fgv.br/files/arquivos/u65/orce2025_artigo_marcelo_miterhof_e_thiago_rabelo_pereira.pdf. Acesso em: 5 mai. 2025.

Tal rigidez representava uma oneração desnecessária do custo dos empréstimos do BNDES. Em contextos de estresse, o próprio Tesouro Nacional ajusta o perfil de suas captações, reduzindo as emissões de títulos mais longos em taxas prefixadas e/ou em IPCA, para não sancionar nos leilões primários patamares excessivos de prêmio de risco. Entretanto, na regra original da TLP, as empresas não tinham flexibilidade análoga para navegar por conjunturas adversas, sendo obrigadas a travar o custo de seus financiamentos de longo prazo em patamar pouco atrativo de juros ou a pisar no freio na execução dos projetos, em razão de oscilações conjunturais de mercado.

Quanto vale para as empresas a maior flexibilidade na escolha dos indexadores?

A oneração advinda da rigidez do cardápio de indexadores pode ser estimada por meio de um exercício quantitativo simples, decompondo-se os juros reais negociados nos títulos da dívida pública de cinco anos indexados ao IPCA entre: (i) o componente das expectativas sobre a trajetória do juro real – Selic e IPCA – no futuro; e (ii) o prêmio de risco sobre o curso futuro esperado dos juros reais de curto prazo.

As estimativas do prêmio de risco refletem seu valor esperado no momento da negociação do ativo (*ex ante*). Elas são construídas a partir do cotejo da parte real fixa efetivamente observada nos títulos indexados ao IPCA em mercado secundário, com uma taxa apurada com base nas projeções do boletim Focus (*top 5* de médio prazo),¹ combinando-se as trajetórias prospectivas da Selic e do IPCA. Isto é, a cada dia, compara-se a taxa real negociada nos títulos indexados ao IPCA com a trajetória esperada pelos participantes do mercado (Focus) para

¹ Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/focustop5ranking>.

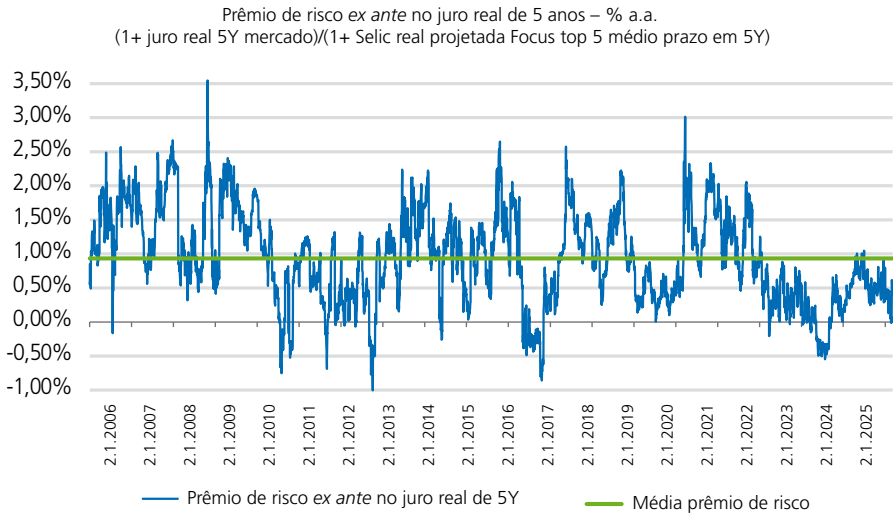
os juros reais de curto prazo (implícitas nas projeções da Selic menos o IPCA). O horizonte é de cinco anos, como na TLP.

O prêmio de risco de mercado, embutido no componente real fixo da taxa interna de retorno de um título de certo prazo, representa o excesso de retorno até o vencimento em relação ao retorno real esperado em instrumento pós-fixado de mesmo risco de crédito indexado a 100% da Selic. Portanto, é o prêmio requerido pelo investidor para aceitar carregar em carteira o risco de mercado percebido em tal instrumento.

A magnitude do prêmio de risco reflete a percepção dos agentes sobre a volatilidade prospectiva dos juros de mercado, a duração dos papéis em carteira e o grau de aversão ao risco dos detentores da riqueza.

O Gráfico 1 mostra a evolução do prêmio de risco *ex ante* para títulos em IPCA mais uma taxa real fixa, com cinco anos de vencimento. A primeira coisa que chama atenção é a sua elevada volatilidade.

GRÁFICO 1. ABORDAGEM EX ANTE

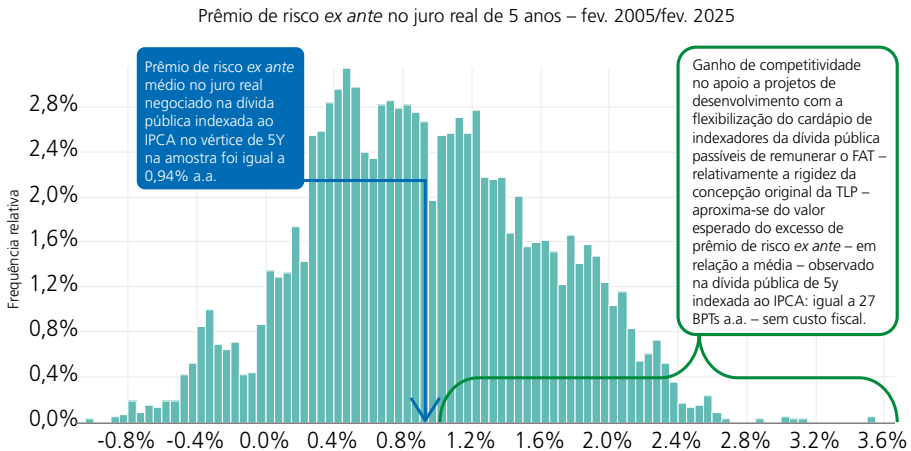


Fonte: Elaboração própria com base em dados da Anbima (https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/curvas-de-juros-fechamento.htm), da B3 e do BCB (<https://www3.bcb.gov.br/expectativas2/#/consultas>). Em fevereiro de 2022 a informação do top 5 de médio prazo do Focus foi descontinuada. Foi usado a partir de então a média geral das projeções compiladas no boletim Focus.

O grau médio do prêmio *ex ante* para aplicações de cinco anos de 2006 a fevereiro de 2025 foi de 0,94% a.a. Formada com base nesses títulos, a TLP carrega tais prêmios. Em contextos de forte tensão, marcados por dinâmicas típicas de *overshooting* nos preços dos ativos, o prêmio estimado chegou a 3,5% a.a. – como em 2009, com a quebra da Lehman Brothers, que fez escalar a crise financeira do *subprime*, ou como em 2015-2016, quando atingiu patamares elevados na crise política que levou ao *impeachment* da presidenta Dilma Rousseff, ou ainda na pandemia de Covid-19.

Em cerca de 47,6% dos dias nesse período, o prêmio observado foi superior ao médio. O valor esperado do “excesso de prêmio”, considerando apenas os dias em que ficou acima da média de 0,94% a.a., foi de 58 pontos básicos (p.b.). Ponderando os 58 p.b. pela participação de 47,6% no total de dias da amostra, o valor esperado do “excesso de prêmio” seria de cerca de 27 p.b..

GRÁFICO 2. DISTRIBUIÇÃO DE FREQUÊNCIA DO PRÊMIO DE RISCO



Fonte: Elaboração própria com base em dados da Anbima (https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/curvas-de-juros-fechamento.htm), da B3 e do BCB (<https://www3.bcb.gov.br/expectativas2/#/consultas>).

Esse valor aproxima o ganho esperado de competitividade do crédito do BNDES pela maior flexibilidade do cardápio de indexadores admitidos na remuneração

do FAT entre a taxa Selic e a TLP original (IPCA+). Como ambos representam o custo da dívida pública, tal flexibilização permite reduzir o custo do crédito de longo prazo ao investimento provido pelo BNDES em valor esperado, sem custo fiscal. É um ganho “paretiano”.

Essa flexibilidade significa que, mesmo para grandes empresas ou projetos que tendam a preferir contratar com juros reais fixos em IPCA, como nas concessões de infraestrutura, há valor em poder escolher o momento de travar o custo real dos empréstimos que serão carregados por longos períodos. Em várias situações, o tomador prefere contratar inicialmente em Selic e esperar que o prêmio de risco faça sua regressão à média para só então buscar travar o custo real por prazos mais longos.

A possibilidade de mitigar os efeitos de aumentos exagerados dos prêmios de risco de mercado também amplia a capacidade do BNDES de oferecer uma resposta anticíclica em momentos de parada súbita do fluxo de novos créditos privados. Nessas ocasiões, faz sentido o BNDES prover capital de giro para compensar a contração defensiva das fontes privadas com custo em Selic. A TLP alocaria o excesso de prêmio para tal apoio.

A faculdade de contratar em Selic ou a taxas nominais fixas é ainda mais relevante para empresas menores, que têm mais dificuldade de lidar com a variabilidade do IPCA. A Lei 14.937/2024 também permitiu remunerar o FAT a juros nominais totalmente fixos, com base em títulos públicos de cinco anos ou, no caso de micro, pequenas e médias empresas (MPME), de três anos (aderente ao prazo médio das operações dessas empresas, as mais geradoras de emprego).

Além disso, a volatilidade dos prêmios de risco de mercado observada nos títulos indexados ao IPCA – cujo valor esperado para o vértice referencial de cinco anos foi estimado em 0,94% a.a. – indica que há contextos de estresse em que pode ser preferível contratar em Selic e aguardar eventual reversão a média dos prêmios, para só então travar o custo real dos empréstimos a serem carregados por longo prazo.

A flexibilização dos indexadores usados pelo BNDES para remunerar o FAT, trazida pela Lei 14.937, corrigiu um grave defeito de concepção da TLP e, sem trazer custo fiscal, ampliou a competitividade e a capacidade de atuação do Banco.

Flexibilidade e incentivos estratégicos

Por fim, cabe registrar outro erro da concepção original da TLP. Saiu-se de um extremo – no qual todos os projetos apoiados pelo FAT com custo em TJLP recebiam incentivos – para outro em que não existe espaço para o BNDES desempenhar uma das missões clássicas de um banco de desenvolvimento: o de corrigir falhas de mercado decorrentes da existência de atividades intensivas em externalidades positivas, sendo inovação, infraestrutura e descarbonização da produção os exemplos mais óbvios. Na ausência de estímulos que visem corrigir tais falhas de mercado, a economia tende a gerar subinvestimento nessas atividades cujo retorno social é maior do que o privado, mesmo na presença de mercados de crédito e capitais maduros e profundos.

Desde 2023, esse problema tem sido parcialmente mitigado pela destinação de parcela do FAT Constitucional (com aprovações anuais limitadas a 1,5% do seu saldo no ano anterior) para inovação e digitalização na indústria, com custo em Taxa Referencial (TR), e por novas dotações do Fundo Clima para projetos verdes.

A ampliação do rol de indexadores do FAT, abrangendo não apenas a TLP (IPCA+), mas também a Selic e as taxas de juros de mercado prefixadas, confere, sem custo fiscal, maior flexibilidade potencial ao tomador final do crédito. A ampliação do espaço de escolha dos tomadores reduz o custo percebido do apoio ofertado, ao permitir a melhor adequação do indexador aplicável na equação de *funding* dos projetos às suas expectativas e preferências em relação ao risco, ajudando-os a mitigar o impacto de eventual excesso de prêmio de risco na curva de

juros, em contextos de forte estresse de mercado, o que era inviável no quadro de rigidez do desenho original da TLP. Além disso, a maior flexibilidade de indexadores permite a melhor adequação do passivo ao perfil das receitas esperadas e demais posições em balanço, integrando-se mais facilmente ao gerenciamento de ativos e passivos das empresas tomadoras. Esses pontos, associados a novas fontes de *funding*, como as LCDs, os recursos do Fundo Clima e o orçamento do FAT destinado ao financiamento de operações de inovação à indústria, ampliam o espaço de atuação do BNDES na economia, reequipando-o, ainda que gradual e parcialmente, para a retomada de suas missões como banco de desenvolvimento em sentido integral.

Editado pela Gerência de Editoração e Memória do
Departamento de Relacionamento da
Área de Relacionamento, *Marketing* e Cultura

