



DEPARTAMENTO DE
COMPETITIVIDADE E TECNOLOGIA

CONGRESSO NACIONAL, COMISSÃO MP 777 / 2017

AUDIÊNCIA PÚBLICA

IMPACTOS DA SUBSTITUIÇÃO DA TJLP PELA TLP

José Ricardo Roriz Coelho

Vice Presidente da Fiesp
Diretor Titular do Decomtec/Fiesp

08 de Agosto de 2017

FIESP defende agenda de reformas para modernização do país

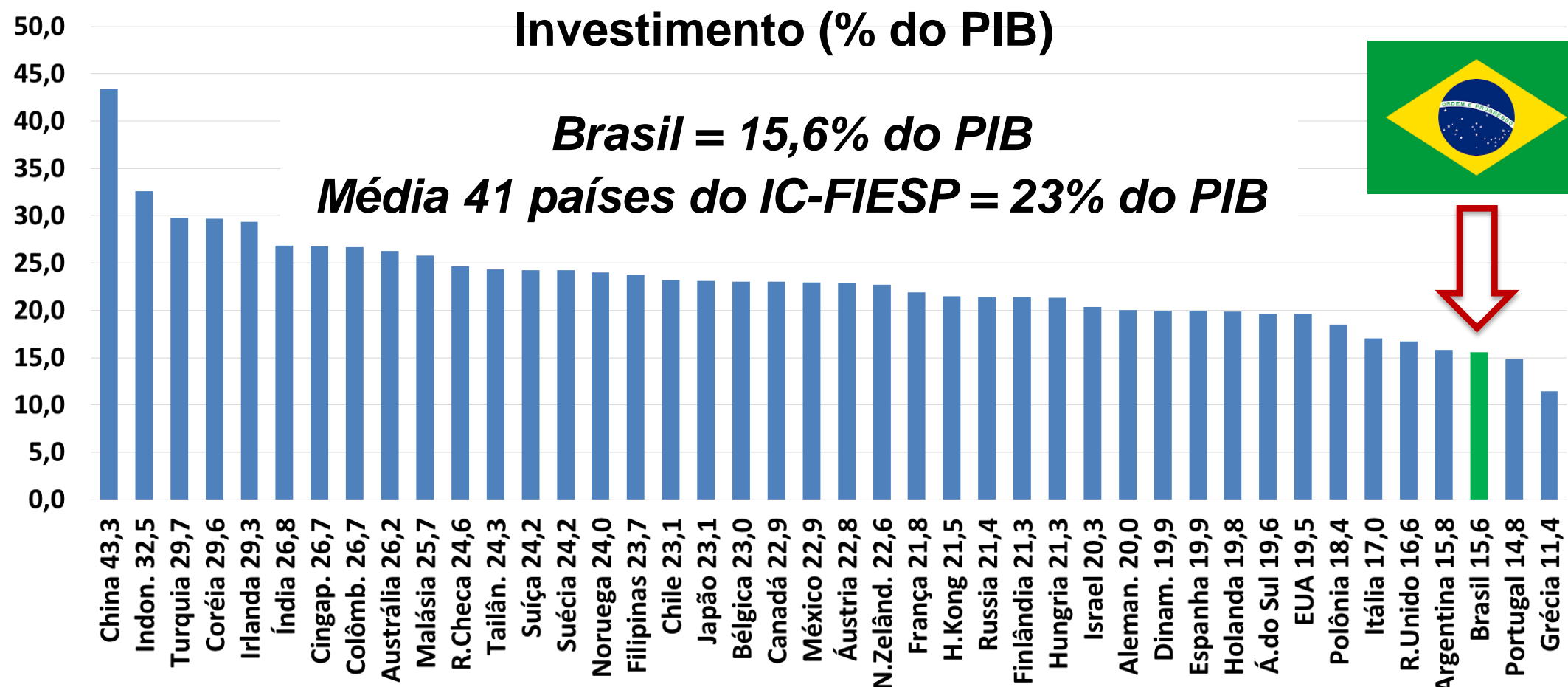


**04 de maio
de 2016**



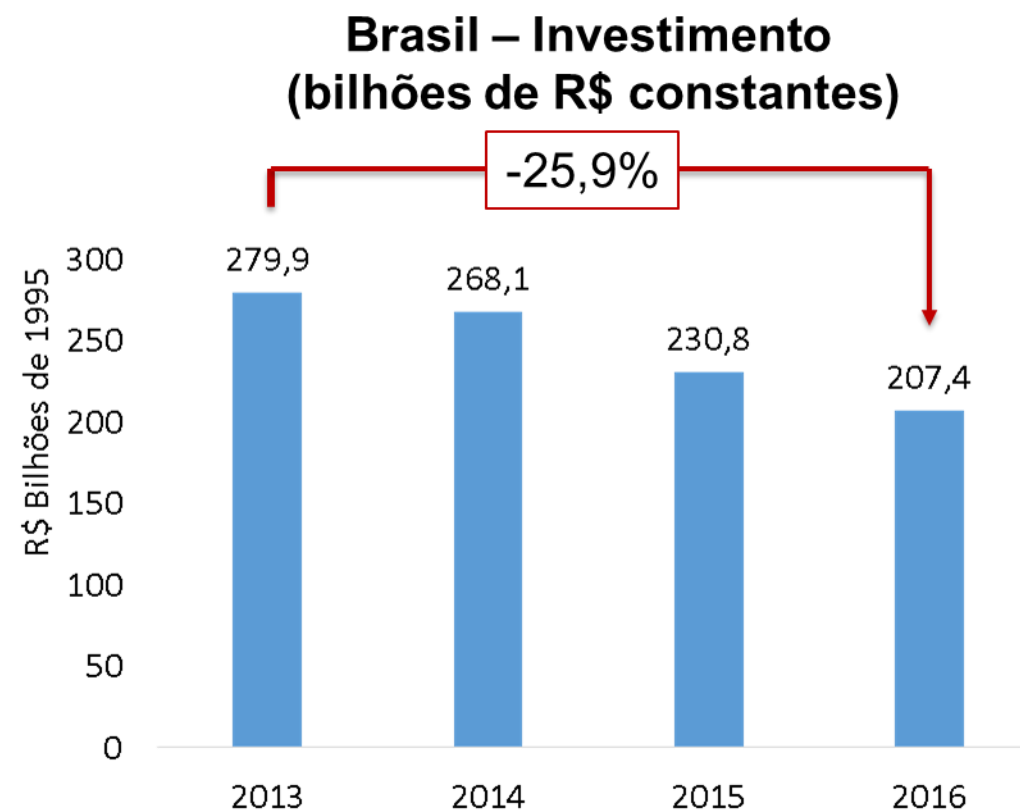
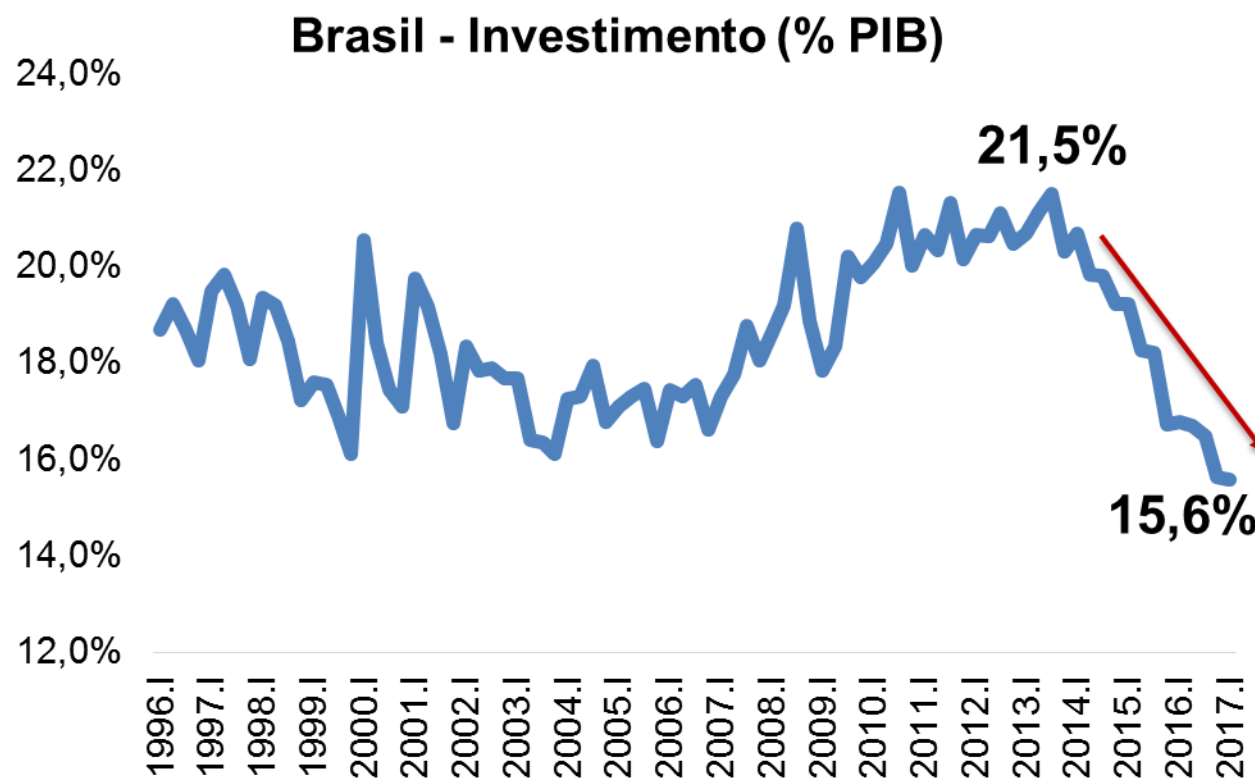
Contexto inadequado para mudar taxa de juros do BNDES: o investimento no Brasil é dos mais baixos do mundo

- Estima-se que o Brasil precisa manter uma taxa de investimento em torno de **25% do PIB para a economia crescer a 5% a.a.**, gerando aumento de produtividade em toda a economia.



Contexto inadequado para mudar taxa de juros do BNDES: investimento em queda

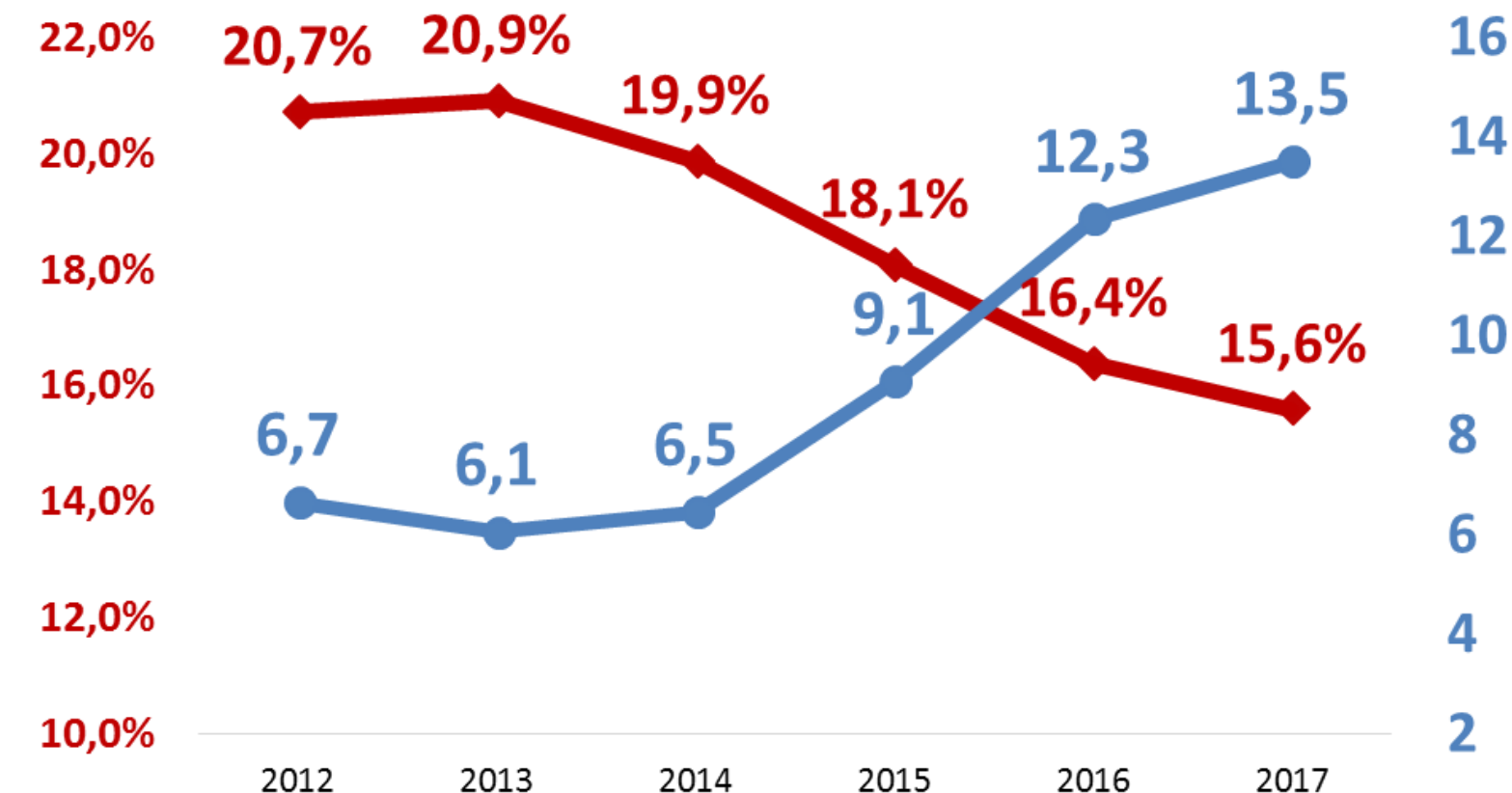
- A substituição da TJLP pela TLP deve reduzir o investimento em um momento crítico da economia brasileira em que **a taxa de investimento tem caído e é a menor dos últimos 20 anos**, 15,6% do PIB no primeiro trimestre deste ano.
- A **queda acumulada** do investimento entre 2013 e 2016 **chegou a 25,9%**, em termos reais.



A queda do investimento contribuiu para ampliar o desemprego nos últimos anos.

Investimento (%PIB)

Desempregados (milhões)



Entre 2012 e 2017 o investimento caiu de 20,7% do PIB para 15,6% do PIB, ao mesmo tempo em que o número de desempregados no país passava de 6,7 para 13,5 milhões

Se o investimento não crescer, não haverá recuperação do emprego

A substituição da TJLP pela TLP é mais um fator que desestabiliza o ambiente e desestimula o investimento em momento crítico da economia brasileira.

- Diante de um cenário muito adverso para a retomada do investimento, o **anúncio de uma nova regra para a taxa de juros do BNDES aumenta a incerteza** para as empresas tomarem decisões de investimento. Como resultado, as empresas reduzem o investimento ou deixam de investir, provavelmente aumentando o desemprego.
- Pesquisa realizada pela FIESP corrobora esse efeito negativo da TLP, pois evidencia que **a maioria das empresas entrevistadas reduziria o investimento com a mudança da taxa de juros do BNDES.**
- Portanto, a adoção da TLP em 2018 será mais um obstáculo para a recuperação da atividade econômica.

Não é hora de aumentar a taxa de juros para o investimento

A TLP não pode ser prioridade do governo com tantas mudanças urgentes para se implementar

- A discussão sobre a TLP tira o foco do que é realmente importante
- Para alcançar equilíbrio fiscal e a redução dos juros, as prioridades são:
 - Reforma da previdência
 - Reduzir a indexação da economia
 - Reforma administrativa

Existem medidas que têm forte impacto no equilíbrio fiscal e nos juros. Encarecer o investimento não é uma delas.

Dos argumentos equivocados defendidos pela equipe econômica, há quatro principais

1**Proteção ao FAT e ao Trabalhador****2****Diminuição de Subsídios****3****Eficiência da política monetária****4****Aumento da produtividade**

Dos argumentos equivocados defendidos pela equipe econômica, há quatro principais

1**Proteção ao FAT e ao Trabalhador****2****Diminuição de Subsídios****3****Eficiência da política monetária****4****Aumento da produtividade**

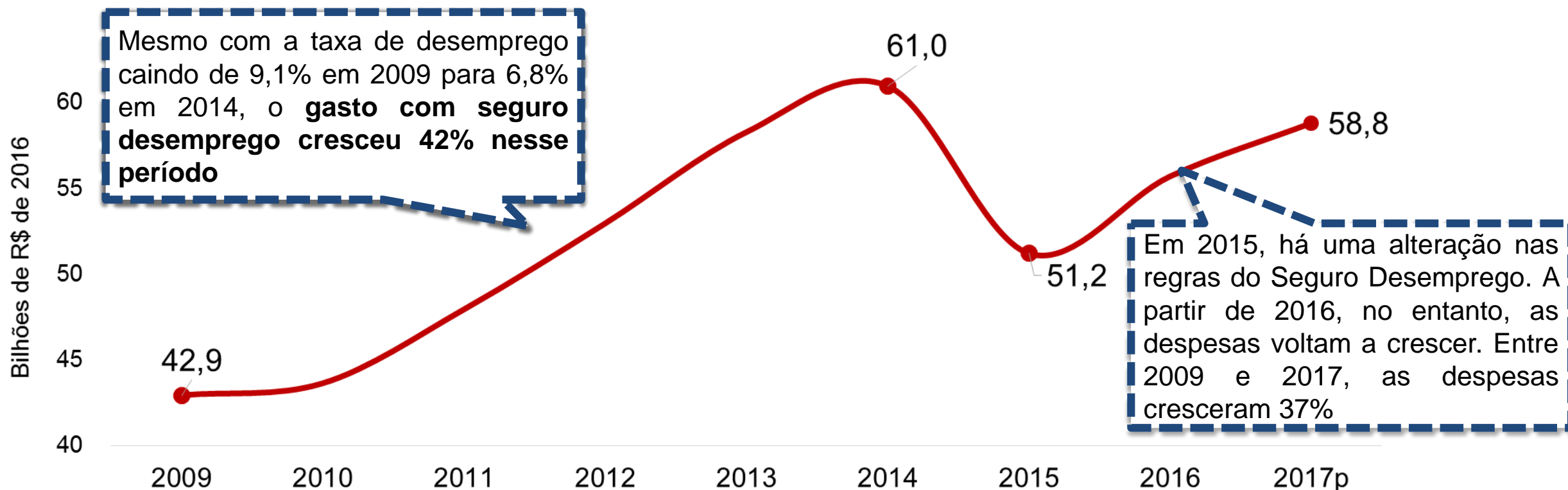
Recurso do FAT destinado ao BNDES foi constitucionalmente definido com o objetivo de fomentar o investimento e gerar empregos

- O FAT repassa 40% da arrecadação de PIS-Pasep para o BNDES, com o objetivo declarado de financiar o investimento e, conseqüentemente, a geração de empregos.
- **Senador José Serra:** “O PIS-Pasep passaria a financiar um Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), que cobriria o abono salarial e pagaria o seguro-desemprego. E, de cada R\$ 100 arrecadados, aplicaria R\$ 40 no BNDES. O rendimento obtido engrossaria o patrimônio do FAT. Isso tudo ficou cravado na Constituição e na lei correspondente. A lógica era simples: faz-se uma poupança para financiar projetos de investimento, que contribuem para o crescimento da economia”.

O BNDES não causou o desequilíbrio do FAT

- **Pelo lado das despesas**, o que prejudicou o resultado financeiro do FAT não foi o BNDES, mas sim o grande aumento de despesas com seguro desemprego e abono salarial.

Despesas com Seguro Desemprego e Abono Salarial (bilhões de R\$)



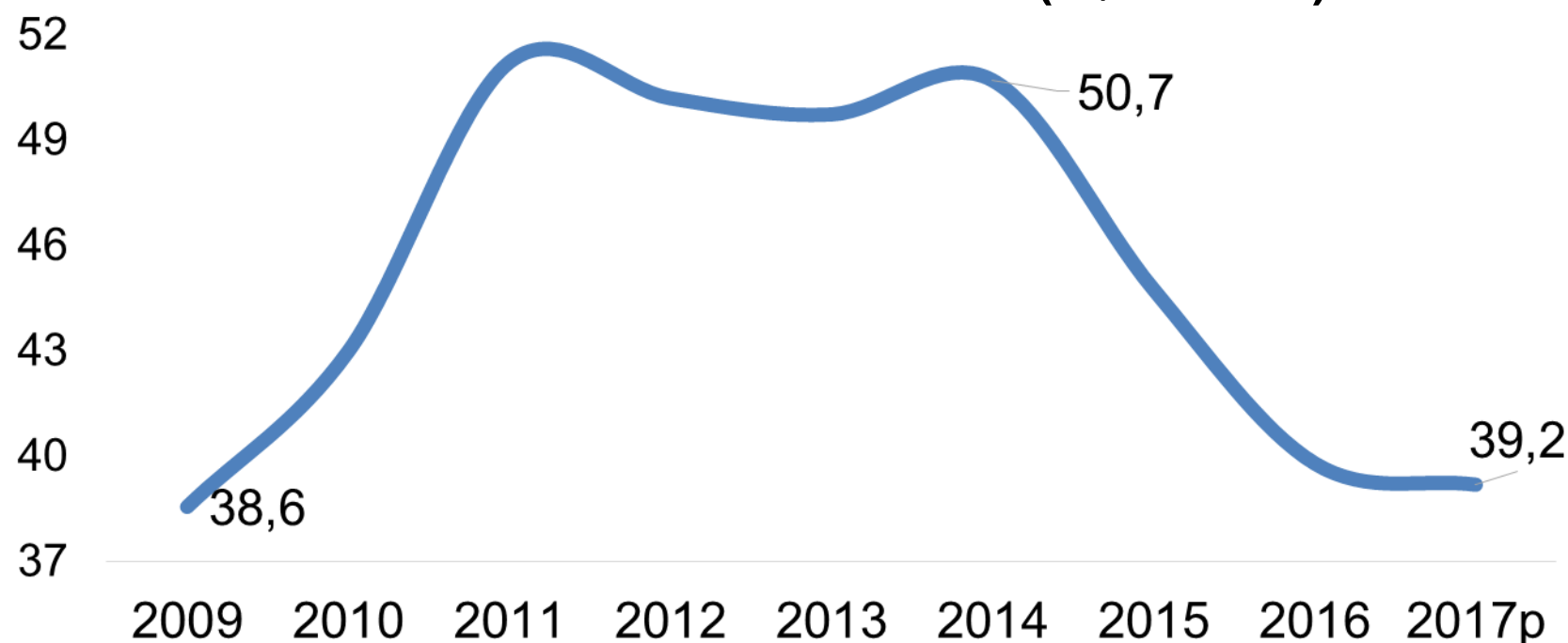
- **Por outro lado**, os empréstimos ao BNDES passaram de R\$ 15,2 bilhões em 2009 para R\$ 15,7 bilhões em 2017*, um crescimento insignificante quando comparado às despesas com seguro desemprego

O BNDES não causou o desequilíbrio do FAT

Pelo lado das receitas, o resultado do FAT foi afetado por 3 fatores:

- 1) A DRU, que era 20% até 2015 e aumentou para 30%: o Tesouro desvinculou do orçamento do FAT cerca de **R\$ 97,4 bilhões** entre 2009 e 2017, enquanto aportou **R\$ 63,0 bilhões**¹.
- 2) As desonerações de PIS/PASEP: passou de R\$ 5,6 bi em 2009 para R\$ 12,7 em 2017(p).
- 3) A recessão econômica, que tem reduzido sistematicamente a arrecadação tributária.

Receita do FAT com PIS/PASEP (R\$ Bilhões)



A receita de PIS/PASEP deve cair 21% entre 2015 e 2017, e não tem demonstrado sinais de melhora.

A TLP não resultará em proteção ao trabalhador

- **O trabalhador não deseja acessar o seguro desemprego.** Para o trabalhador, que está convivendo com a pior crise econômica dos últimos anos e com taxa de desemprego alarmante, **o que o protegerá será a retomada dos investimentos e do crescimento econômico.**
- Encarecer o crédito, o que ocorrerá com a TLP, não vai ajudar reduzir o déficit do FAT, pelo contrário, vai manter arrecadação baixa enquanto eleva os gastos com seguro desemprego.
- Se a intenção for a de remunerar melhor as poupanças voluntárias ou não de nossos trabalhadores, o governo deveria melhorar o rendimento do FGTS e até da caderneta de poupança cujos rendimentos estão abaixo da TJLP e muito abaixo da NTN-B.

Para melhorar o resultado do FAT é preciso aumentar sua arrecadação e reduzir sua despesa, e para isso é preciso mais empregos, ou seja, mais investimento e crescimento econômico.

Dos argumentos equivocados defendidos pela equipe econômica, há quatro principais

1

Proteção ao FAT e ao Trabalhador

2

Diminuição de Subsídios

3

Eficiência da política monetária

4

Aumento da produtividade

Está sendo criada uma enorme confusão na questão dos subsídios em operações do BNDES

Isso tem levado a opinião pública a acreditar que financiamentos do BNDES são, por natureza, subsidiados, o que é equivocado

É imprescindível esclarecer que:

- Há dois tipos de subsídios que podem ocorrer em financiamentos do BNDES: explícitos e implícitos**
- A TLP não elimina completamente esses subsídios, diferentemente do que vem sendo alegado**

Os subsídios explícitos não serão diminuídos com a TLP

- 1) **Subsídios Explícitos** são despesas primárias pagas pelo Tesouro, quando a taxa ao tomador do financiamento no BNDES é mais baixa do que a TJLP:
- Nos últimos anos, cerca de 90% das operações do BNDES com subsídios explícitos se deveu ao PSI (Programa de Sustentação do Investimento), **que acabou em 2016.**

A TLP não traria nenhuma economia para o Governo em relação ao PSI, já que os subsídios relacionados a esse programa se referem apenas a financiamentos já realizados. Conforme esses financiamentos sejam quitados, essas despesas vão acabar automaticamente

Quanto a subsídios implícitos, eles só ocorrem quando o Tesouro promove aportes no BNDES. Aportes do FAT não são subsídios

2) Subsídios Implícitos:

2.1) Repasses do FAT

- Ao contrário do que se alega, **não há subsídios implícitos nos repasse do FAT ao BNDES** porque esses recursos **não podem ser utilizados de outra maneira**, por determinação da Constituição.
- O cálculo do subsídio implícito **pressupõe que esses recursos do FAT poderiam ser usados para abatimento da dívida pública, o que não é possível.**
 - Sen. José Serra: “Não cabe aplicar livremente a ideia de custo de oportunidade em receita vinculada a tributos”

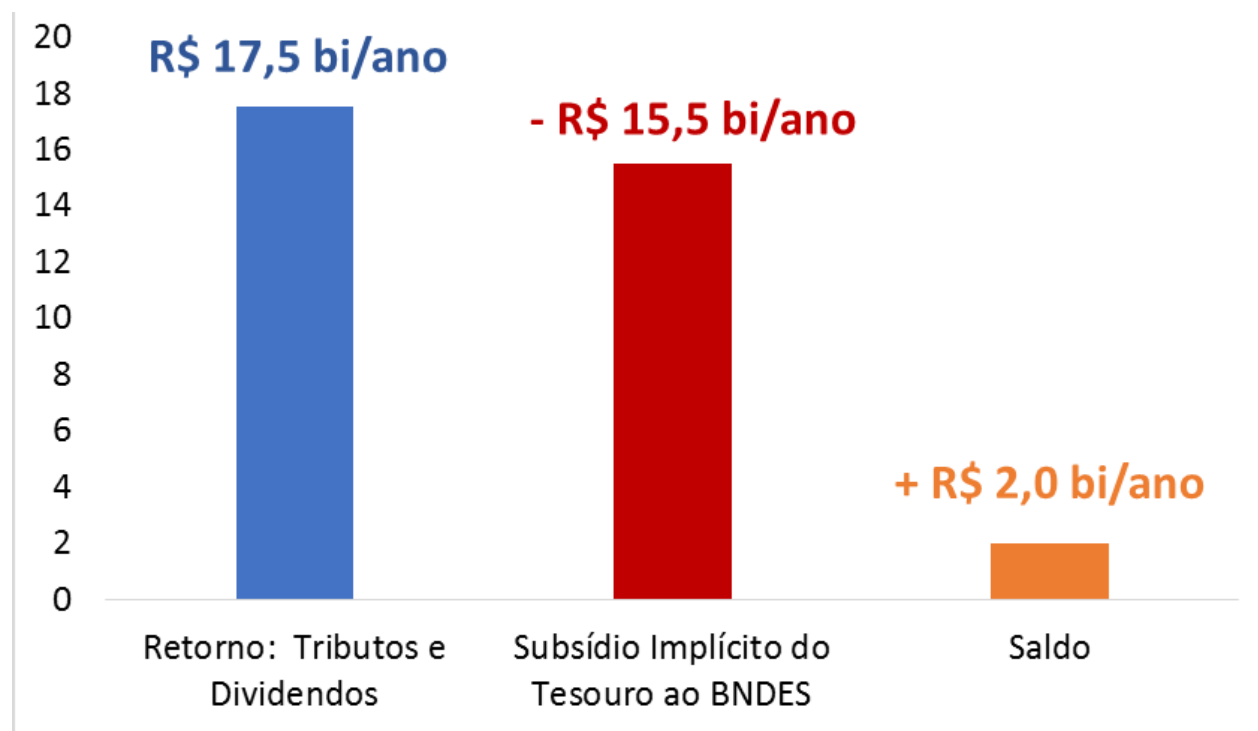
2.2) Aportes do Tesouro

- Quando o Tesouro realiza aportes ao BNDES emitindo dívida pública, de fato, existem subsídios implícitos.
- **A FIESP não apoia esses aportes.** O BNDES deve **operar com suas fontes tradicionais**: FAT; o retorno de suas operações e captações internacionais, **sem depender do Tesouro e sem causar nenhum impacto no resultado primário**

Mesmo assim, no caso dos subsídios implícitos, o Governo só mostra as despesas, mas não considera os tributos e dividendos que o BNDES gera em seu benefício

- De fato, há subsídio implícito quando o Tesouro faz aportes ao BNDES, mas **é sempre preciso considerar também os resultados** dessas operações, que não são discutidos pelo Governo.
- A Fazenda estima que entre 2008 e 2016, o Tesouro tenha gasto R\$ 15,5 bilhões/ano em subsídios implícitos ao BNDES, mas não **considera que o BNDES gerou R\$ 17,5 bilhões/ano em pagamento de tributos e dividendos ao Tesouro, gerando saldo positivo de R\$ 2,0 bi/ano. Isso, sem contar os efeitos secundários de dinamização das cadeias produtivas.**

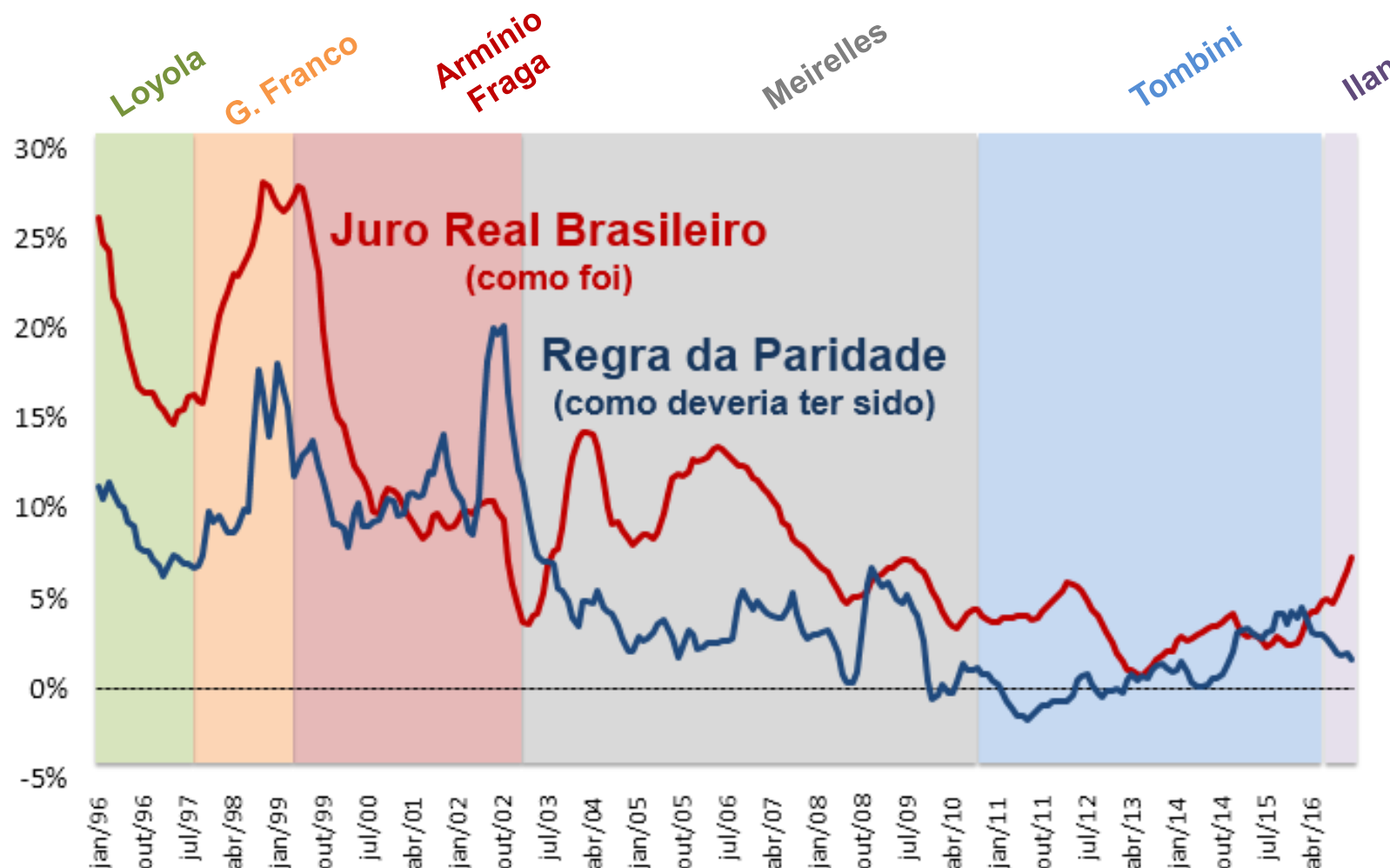
**Retorno, Subsídios e Saldo das operações do BNDES
(bilhões de R\$ por ano) – 2008 a 2016**



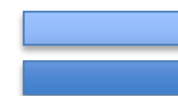
Valores em R\$ constantes de 2016. Fonte: BNDES e Ministério da Fazenda.

Elaboração: Fiesp18

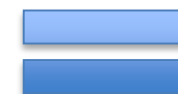
Outro fato não discutido pelo Governo é o montante de juros que se paga por causa do nível da Selic, persistentemente acima do que a regra da paridade determina: **R\$ 156,0 bilhões por ano**



Selic 4,3 p.p. acima
da paridade



R\$ 156 bilhões/ano



**10x o subsídio
implícito do Tesouro ao
BNDES**

O verdadeiro subsídio na economia brasileira são esses R\$ 156,0 bilhões/ano

Dos argumentos equivocados defendidos pela equipe econômica, há quatro principais

1

Proteção ao FAT e ao Trabalhador

2

Diminuição de Subsídios

3

Eficiência da política monetária

4

Aumento da produtividade

O governo alega que a TLP aperfeiçoará a eficácia da política monetária, mas isso não está comprovado

- Diversos estudos* **não conseguiram demonstrar a influência** do volume de crédito direcionado sobre a eficiência da política monetária.
- Exceção: estudo publicado em 2015 por Mônica de Bolle** estimando que cada ponto percentual do PIB a menos em empréstimos do BNDES reduziria a taxa básica de juros em 0,4 pontos percentuais.
- Se verdadeiro: uma **redução do crédito do BNDES teria impacto limitado sobre a Selic** e não tiraria o Brasil do topo do ranking mundial de taxas de juros real.
- Além disso, essa **pequena redução da Selic teria impacto muito baixo ao tomador**: o spread do crédito livre para pessoas jurídicas em 16,5 p.p. ao ano e nem sempre acompanha a tendência da Selic.

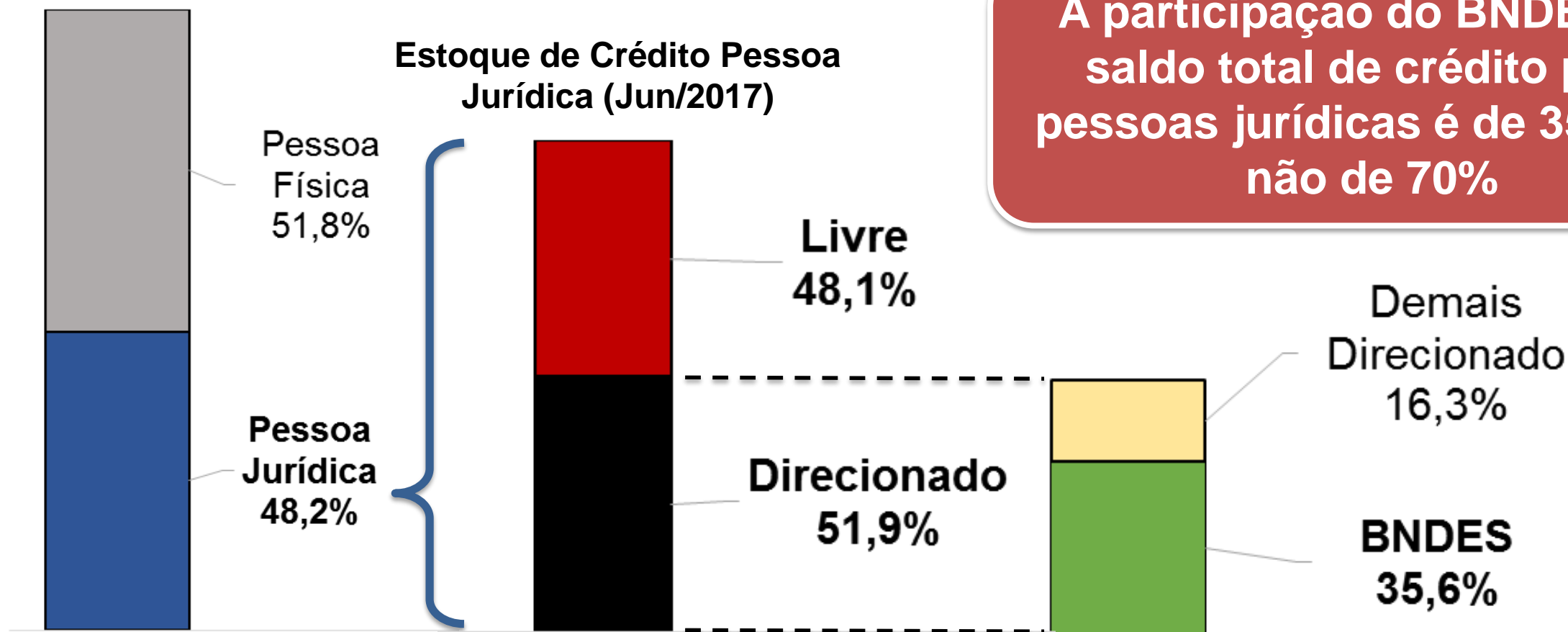
Eliminar o crédito do BNDES = Reduzir a Selic em 0,8 p.p. sem efeito no spread

É isso que vai trazer o desenvolvimento que o Brasil precisa?

(*) Por exemplo: OLIMPIO, E. (2014). Política Fiscal, crédito subsidiado e seus efeitos sobre a política monetária. EESP / FGV, São Paulo, e ROSIGNOLI, M. (2015) Os efeitos do crédito direcionado na suavização de choques financeiros e nas decisões de política monetária e macroprudencial. FEA/USP. (**) De Bolle, M. (2015). Do public development banks hurt growth? Evidence from Brazil. Peterson Institute for International Economics Policy Brief, Number PB15-16, September.

No relatório se afirma que 70% do estoque do crédito a pessoas jurídicas no País é insensível à política monetária devido ao BNDES, o que não é verdade.

Estoque de Crédito Total Economia (Jun/2017)

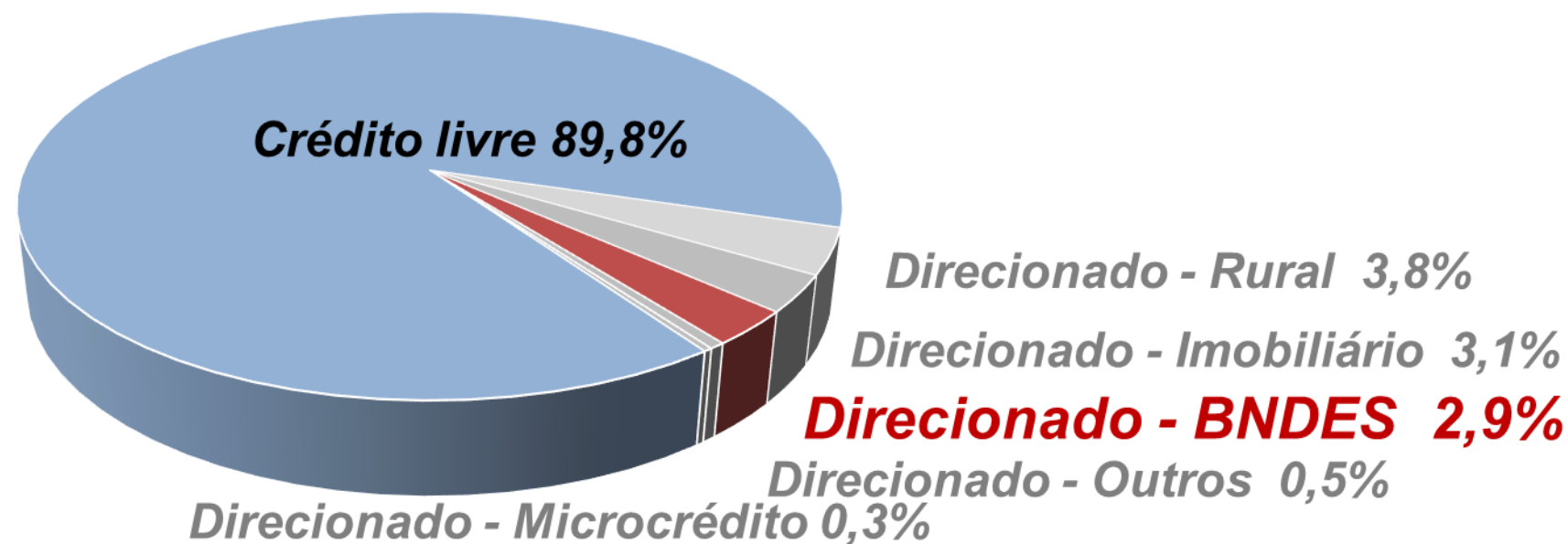


A participação do BNDES no saldo total de crédito para pessoas jurídicas é de 35,6% e não de 70%

Além disso, a variável relevante a ser analisada não é o estoque e sim o fluxo de crédito

- Na política monetária, espera-se que elevações na taxa de juros básica reduzam a demanda por crédito para investimento e consumo. O estoque de crédito reflete decisões de consumo e investimento passadas e que não podem ser revertidas.
- Portanto, são **as concessões de crédito que podem atuar sobre o consumo e investimento.**

**Concessões
de crédito em
2016 - Total**



O BNDES representa somente 2,9% das concessões de crédito total da economia em 2016, parcela muito pequena para impactar a política monetária.

Dos argumentos equivocados defendidos pela equipe econômica, há quatro principais

1

Proteção ao FAT e ao Trabalhador

2

Diminuição de Subsídios

3

Eficiência da política monetária

4

Aumento da produtividade

TLP promoverá aumento da produtividade?

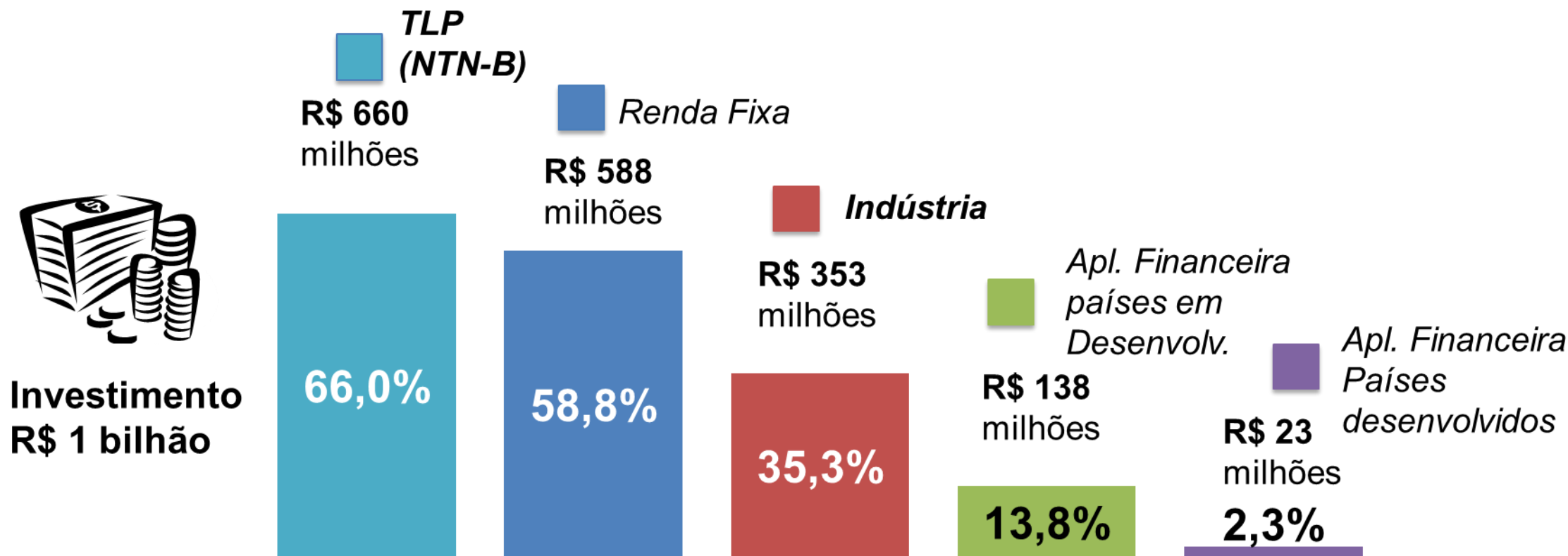
O Relatório argumenta que: *“Empréstimos subsidiados, com juros inferiores ao custo de oportunidade, favorecem a realização de projetos de baixa qualidade, que não apresentam retorno social apreciável e que, possivelmente, não se concretizariam se confrontados com outras alternativas de aplicação mais eficiente.”*

- É evidente que nosso **problema não é a rentabilidade dos projetos**, mas o nível muito elevado da taxa de juros.
- A **rentabilidade da indústria nacional superaria a rentabilidade de aplicações financeiras em países desenvolvidos e em desenvolvimento.**
- **O aumento da produtividade depende crucialmente do investimento**, que vai ficar mais caro com a TLP

Qual projeto de investimento industrial tem rentabilidade para superar os ganhos com juros de aplicações financeiras no Brasil?

TLP promoverá aumento da produtividade?

Rentabilidade Líquida Acumulada entre 2012 - 2016 Aplicações financeiras vs. investimento produtivo



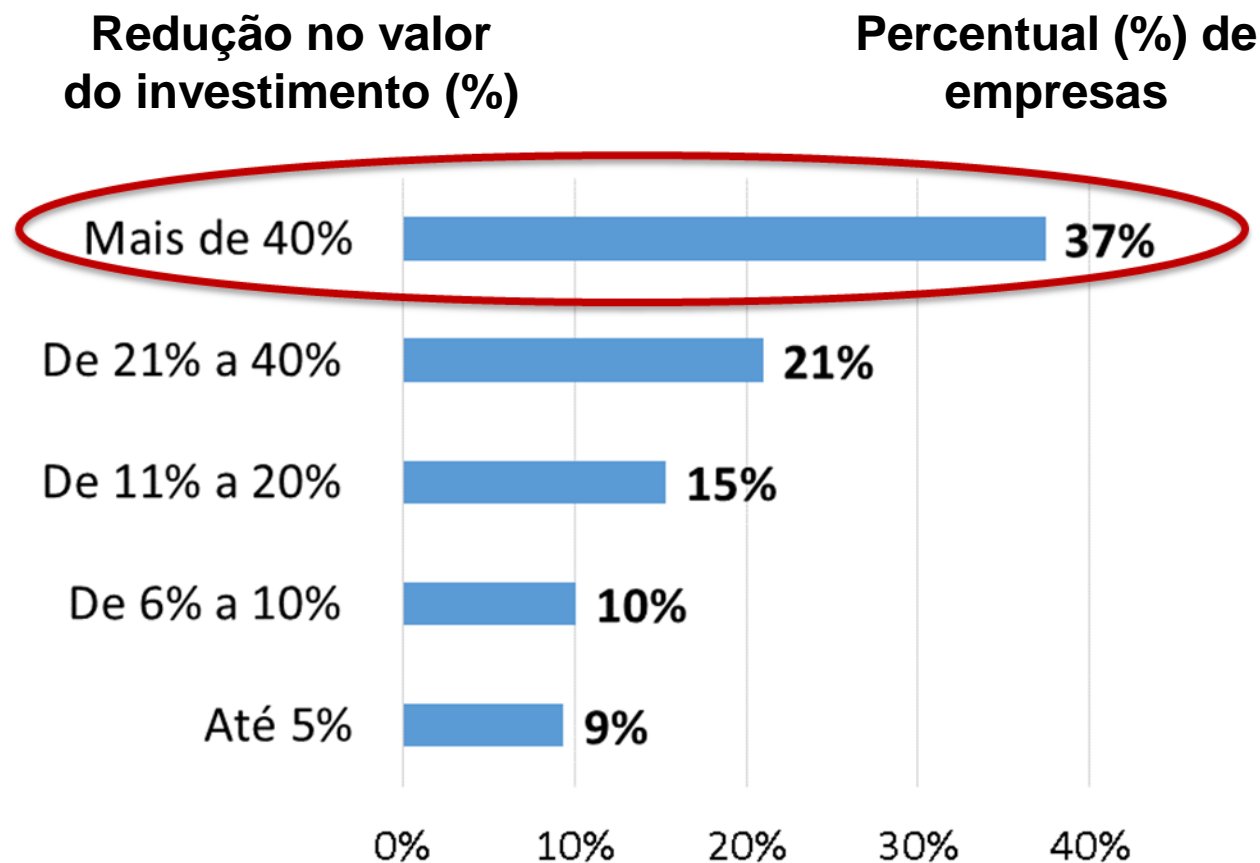
Não é a indústria que tem baixa rentabilidade e projetos de “baixa qualidade”.
É a taxa de juros que é muito elevada, e a TLP agrava esse problema.

Além de os efeitos positivos alegados não se verificarem, a TLP ainda apresenta grandes problemas:

- **Impacta o investimento**
- **É muito alta**
- **É muito volátil**
- **É indexada à inflação**

A FIESP realizou uma pesquisa com empresas industriais para avaliar o impacto da elevação da taxa de juros do BNDES sobre o investimento

- **66% das empresas entrevistadas reduziriam os investimentos** previstos para os próximos 2 anos caso a TJLP fosse alterada para TLP*.
- **37% dessas empresas, reduziriam o investimento em mais de 40%.**



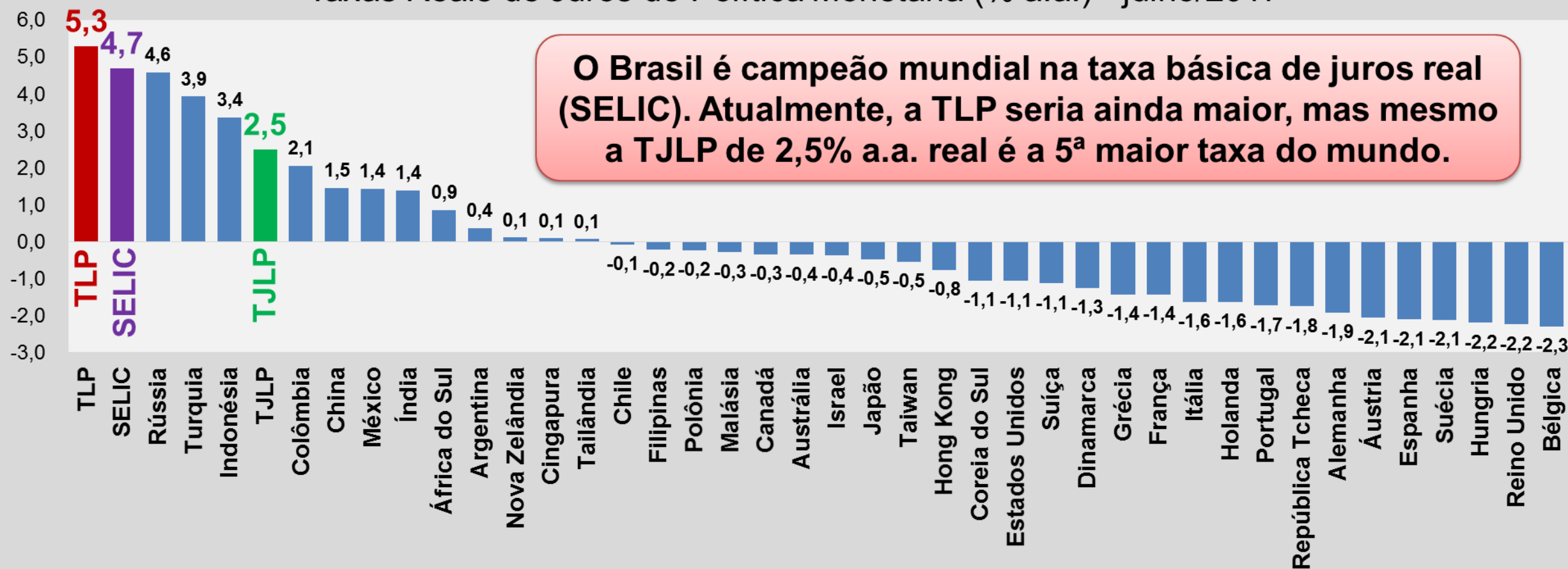
Fonte: Pesquisa Decomtec/FIESP - Ideia Inteligencia. Elaboração: Decomtec/FIESP.

*A investigação foi realizada com 403 empresas que solicitaram financiamentos do BNDES nos últimos 2 anos, de um total de 1036 empresas entrevistadas (entre abril e maio de 2017). As empresas foram questionadas para o caso de haver uma mudança na TJLP que elevasse a taxa de 7,5% a.a. (nível vigente na época) para 10% a.a. (nível estimado na época para a nova taxa de juros do BNDES, atrelada a NTN-B). Posteriormente, a TJLP foi reduzida para 7,0% a.a. e foi publicada a MP 777 definindo o prazo de transição da TJLP para TLP em cinco anos.

A TLP é uma taxa muito alta

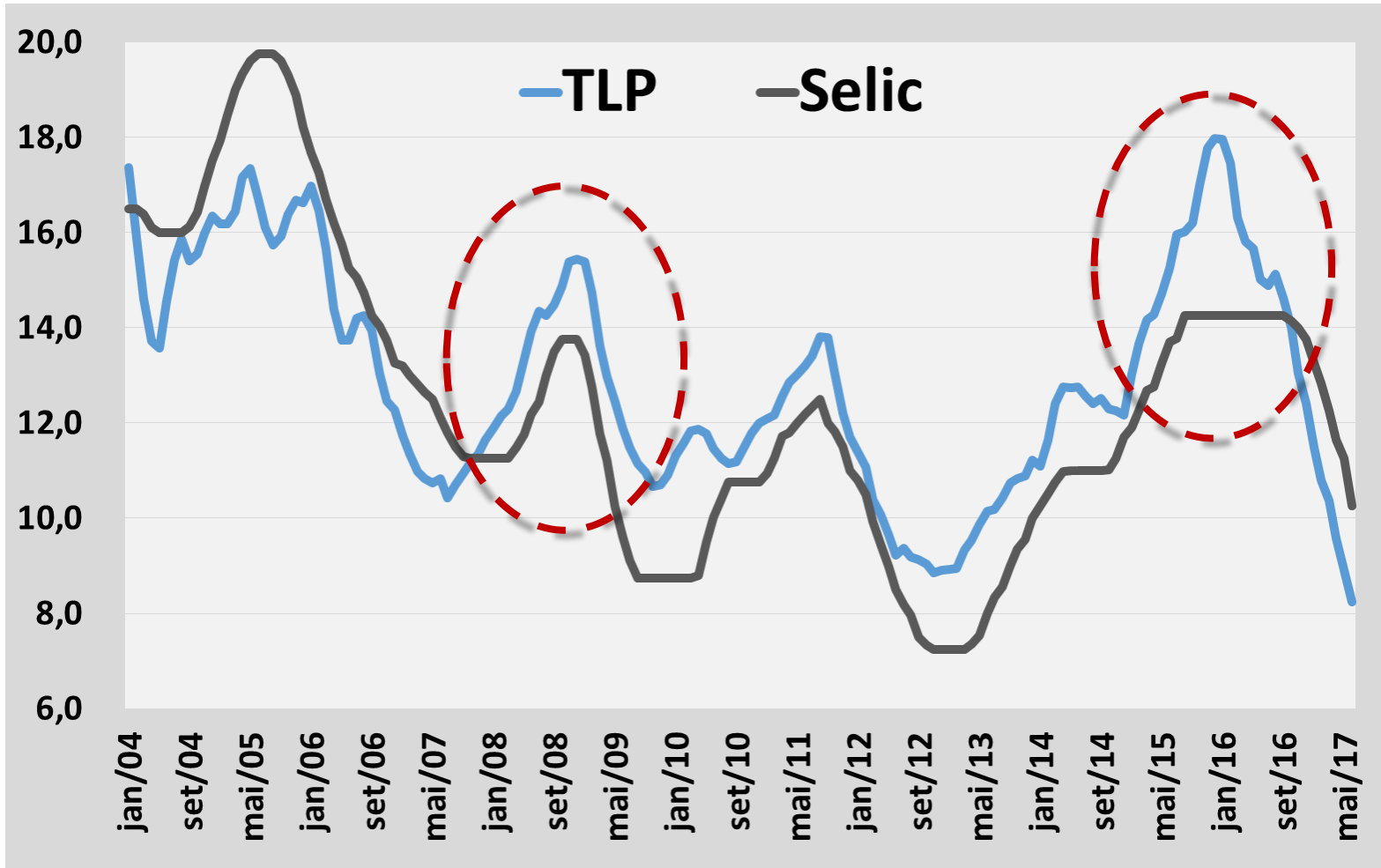
1) A TLP seria, hoje, a maior taxa de juros real do mundo, estimada em 5,3% a.a., mais alta que a Selic de 4,7% a.a., que já é a maior taxa de juros real do mundo.

Taxas Reais de Juros de Política Monetária (% a.a.) - julho/2017



A TLP é uma taxa muito alta

2) Se válida no passado, a TLP teria superado a taxa Selic por 9 anos: no período de 2008 a 2016.



Se as reformas estruturais não forem aprovadas, a TLP provavelmente será maior do que a Selic, pois a TLP está atrelada aos humores do mercado em relação ao governo.

Como resultado da TLP, haveria aumento do custo do financiamento do investimento

EXEMPLO

- Valor do Financiamento: R\$ 1 bilhão
- Contrato em dezembro de 2006
- Prazo de 10 anos – 120 prestações - Parcelas: 1ª Jan/2007. Última: Dez/2016

Total pago no financiamento de R\$ 1 bilhão – 10 anos

Valores constantes R\$ milhões (IPCA-dez/2016)

■ TLP*

R\$ 2,51
bilhões

■ TJLP

R\$ 1,93
bilhão

151,1%

92,6%



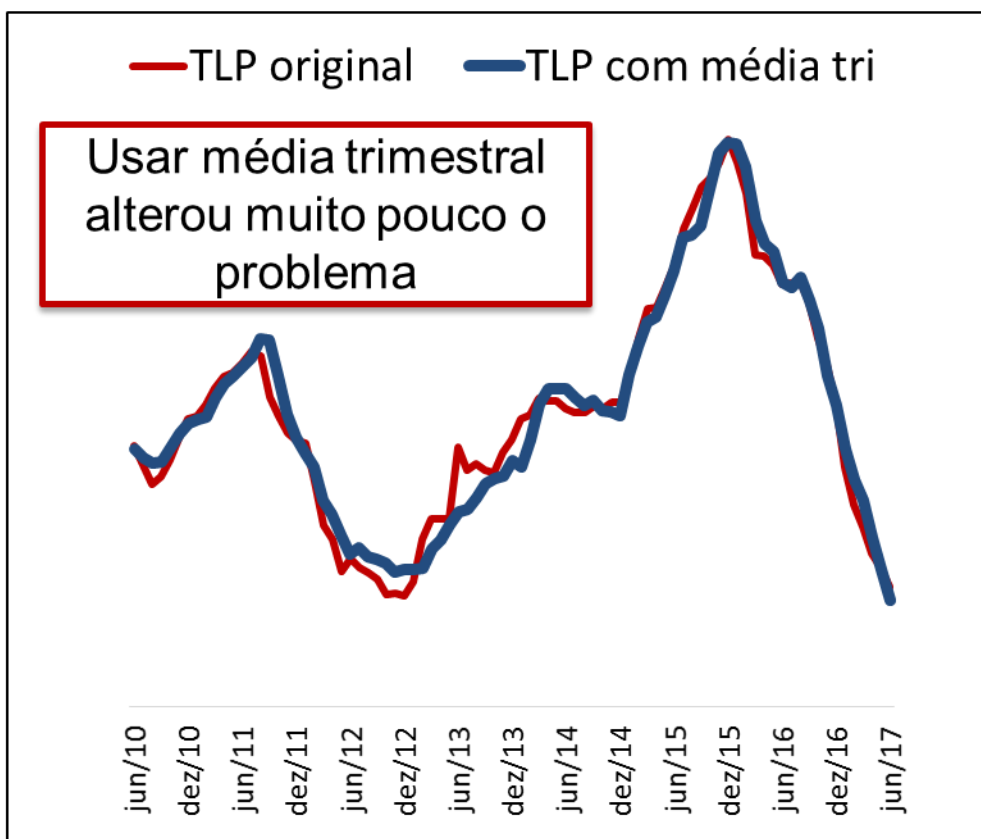
Financiamento
R\$ 1 bilhão

- R\$ 585,4 milhões de adicional de custo de um financiamento indexado à TLP em relação à TJLP.
- Logo, de um financiamento de R\$ 1 bilhão, se paga 58,5% a mais se a taxa for a TLP.

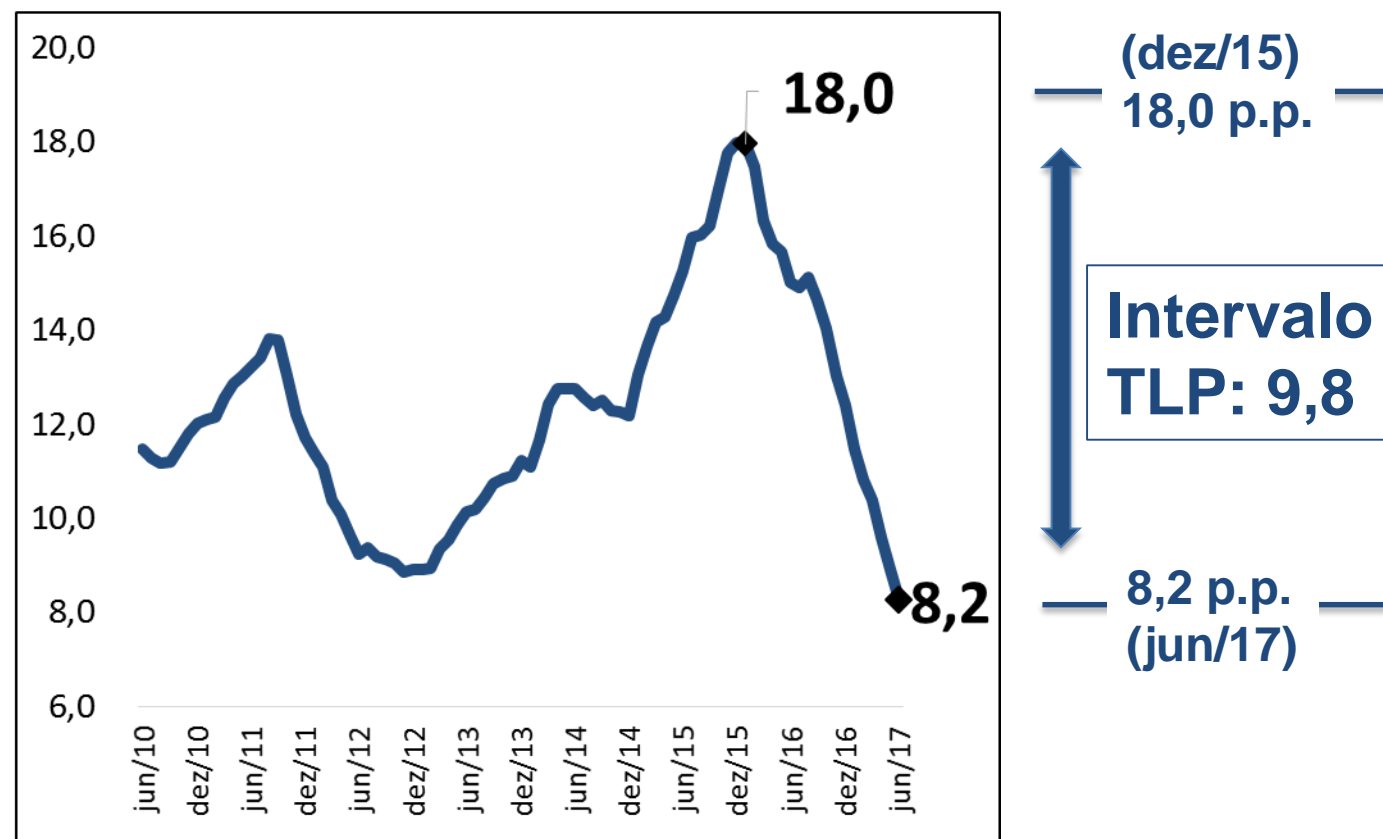
A TLP é uma taxa muito volátil

A TLP é muito volátil: nos últimos 7 anos (prazo médio dos financiamentos do BNDES, segundo BC), a TLP variou 9,8 p.p., mesmo considerando o cálculo com média trimestral. Volatilidade não foi resolvida com média trimestral.

TLP original e com média trimestral (% a.a.)



TLP com média trimestral (% a.a.)



O componente pré-fixado da TLP se manterá fixo até o final do financiamento. Mesmo assim, a volatilidade da TLP provoca incerteza e afeta a tomada de decisão do investidor.

EXEMPLO**Empresa A**

Financiamento do BNDES
em **junho de 2013**



3,4% a.a. + IPCA
+1,5 p.p. um
trimestre depois

Empresa B

Financiamento do BNDES
em **setembro de 2013**



4,9% a.a. + IPCA

**Distorções nas
condições de
financiamento e
competitividade entre
empresas**

- Além disso, haverá incerteza sobre quando contratar o financiamento dado o intervalo entre a concepção do projeto e a tomada do financiamento.
- A contratação de hedge para proteção contra a volatilidade da TLP seria muito cara e praticamente inviável para muitas empresas, especialmente as de menor porte.

Com a TLP, empresários enfrentariam taxa de financiamento mais alta, spread elevado e ainda custo do hedge, falta de isonomia e incerteza.

Problemas da TLP ser atrelada ao IPCA

+ Incerteza

- O **temor** quanto ao nível futuro da inflação aumentará a incerteza nas decisões de investimento podendo inviabilizá-las.

+ Indexação

- Como a TLP será dependente da inflação passada, o passivo da empresa com financiamento do BNDES será indexado à inflação.
- Isso **ampliará a inércia inflacionária**, podendo **reduzir a eficácia da política monetária**. Esse problema não ocorre hoje, com a TJLP, já que é indexada à meta de inflação.

+ Custos

- Como parte da TLP será atrelada a inflação corrente, movimentos conjunturais da inflação elevarão os custos do financiamento.
- Haverá **compressão de margem na indústria**:
Desde 2009, os preços de venda da indústria de transformação (IPP-IBGE) cresceram 43,1% enquanto o IPCA cresceu 58,3%.

Para diminuir a diferença entre as taxas, precisamos fazer a Selic cair e não a taxa do BNDES subir

- Há dois caminhos para aproximar a TJLP e a SELIC:
 - a opção equivocada, adotada na MP 777 é fazer a TJLP subir, inviabilizando uma das únicas fontes do investimento produtivo no Brasil
 - a opção correta é a inversa, ou seja, fazer a Selic cair para que ela se aproxime da TJLP. Isso será possível se atacarmos as causas estruturais de seu elevado nível como o descontrole fiscal, a alta participação de títulos pós-fixados na dívida, a indexação, etc...
- Nossa verdadeira “jabuticaba” é a taxa real de juros mais alta do mundo, que demorou muito para iniciar a queda

André Lara Resende:

- *“O custo do conservadorismo intelectual nas questões monetárias, durante as quatro décadas de inflação crônica do século passado, já foi alto demais”*
- *“Hoje, a política monetária é conduzida através (...) de uma regra para a fixação da taxa básica de juros. Esta regra determina que a taxa de juros seja reajustada mais do que proporcionalmente à aceleração ou à desaceleração da inflação. É uma regra de bolso, sem fundamentos teóricos sólidos, que, até recentemente, parecia ter funcionado (...)”*

Não é hora de alterar a TJLP

- É evidente que o impacto da mudança da TJLP para TLP seria **recessivo para a economia** pois **reduziria o investimento produtivo**, o que teria também **impacto negativo sobre o emprego**.
- O momento deve ser, na verdade, de reforçar o acesso a crédito e os meios de financiamento às fontes de crescimento econômico e **não retirar as alternativas disponíveis às empresas**.
- Como o país tem a maior taxa de juros real do mundo e **carece de alternativas viáveis de financiamento de longo prazo**, o crédito do BNDES é de grande importância ao investimento.

Juros do BNDES e SELIC precisam convergir, mas é a SELIC que necessita ser reduzida e não os juros do BNDES que devem aumentar.