

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

- A FIESP tem participado da elaboração de propostas para superação da crise e atuado pela aprovação de reformas.
- As propostas da FIESP tem o objetivo de colaborar na discussão de temas de grande relevância para a modernização do país.
- Sabemos que o equilíbrio fiscal é fundamental para reduzir a taxa de juros de maneira sustentada e promover crescimento.
- Apoiamos o teto de gastos e a Reforma da Previdência, sem a qual o próprio teto de gastos será inviável em 2022.
- É urgente melhorar também a qualidade dos serviços públicos.

veja

04 de maio
de 2016



AS PROPOSTAS EM ESTUDO

Para eliminar o déficit de 96,6 bilhões de reais, o plano elaborado pela Fiesp e entregue a Michel Temer prevê cortes, cancelamento de reajustes do funcionalismo, venda de parte de empresas estatais e mudanças na Previdência



Corte de 68% nos investimentos previstos no Orçamento de 2016



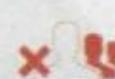
Corte de 25% nos gastos de custeio: material de consumo, diárias, passagens e serviços



Cancelamento de reajustes e de novas contratações na máquina pública federal



Redução dos atuais 819 milhões para 371 milhões de reais na verba destinada ao Fundo Partidário



Demissão de 4000 funcionários comissionados do governo federal que não prestaram concurso público



Venda de 49% do controle de estatais como Correios, Infraero, Eletrosul, Companhia Integrada Têxtil de Pernambuco



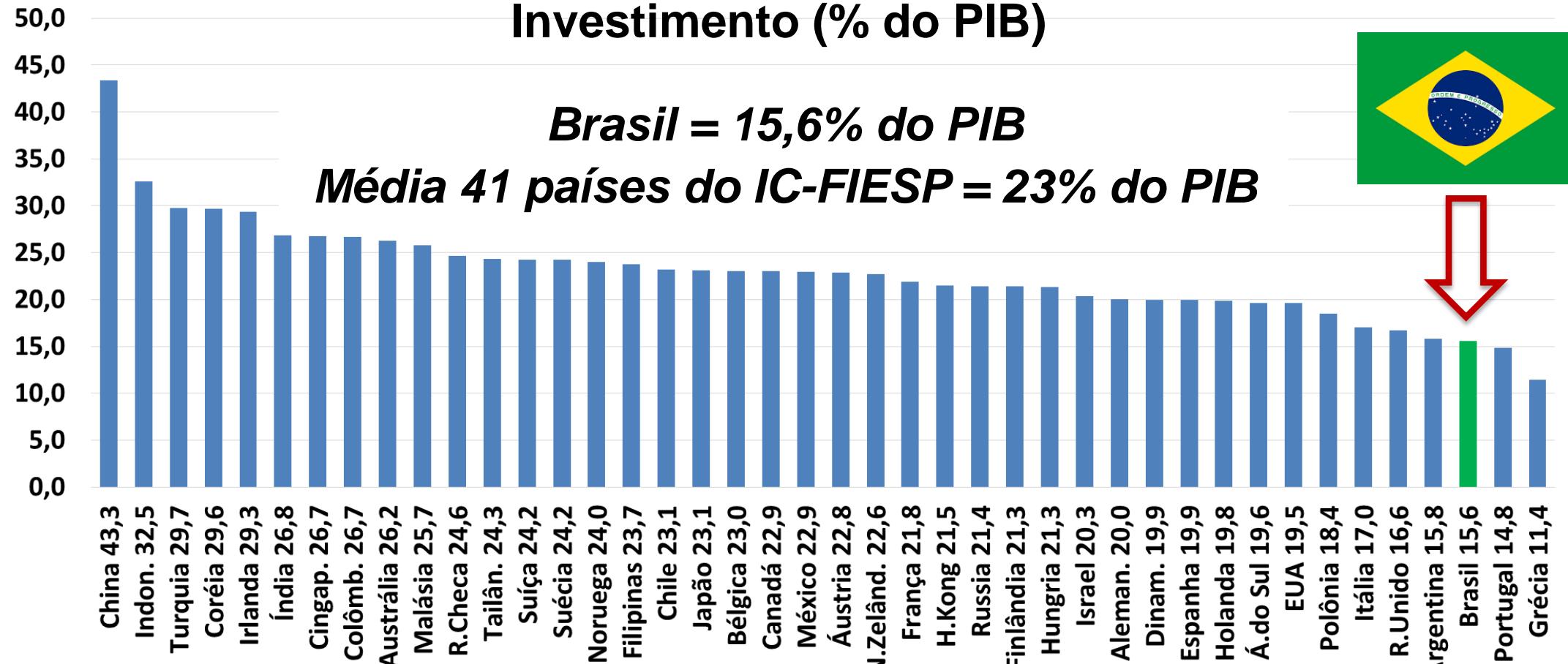
Fixação da idade mínima de aposentadoria de homens e mulheres em 65 anos



Redução do número de ministérios das atuais 32 para 20 pastas

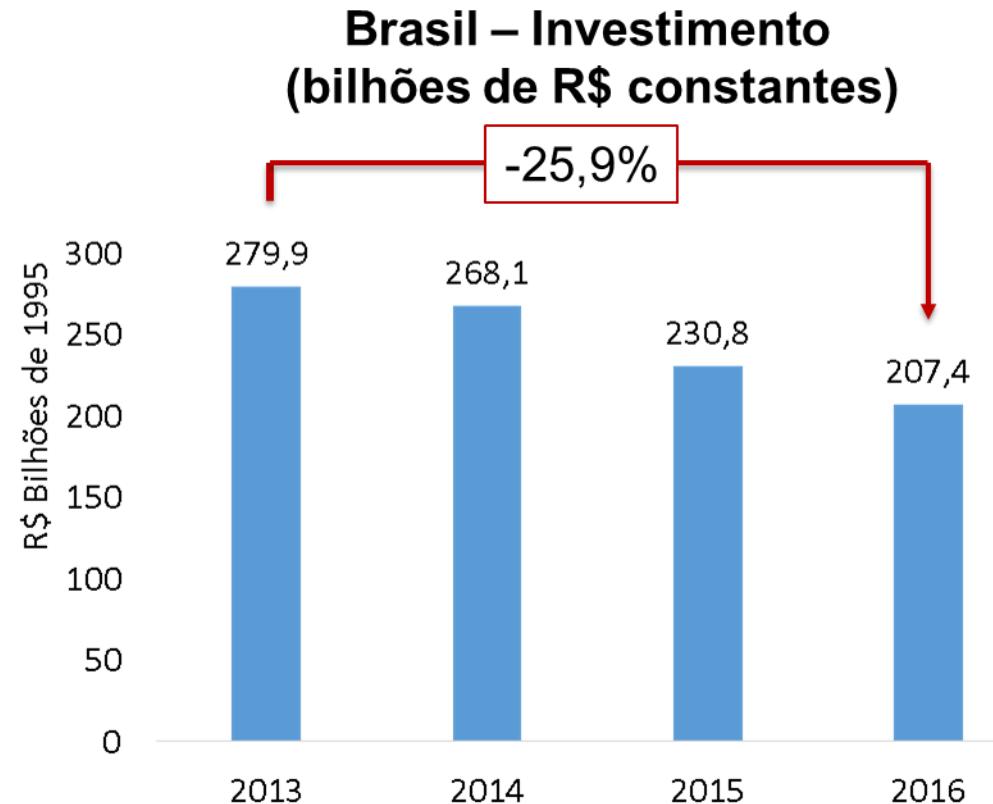
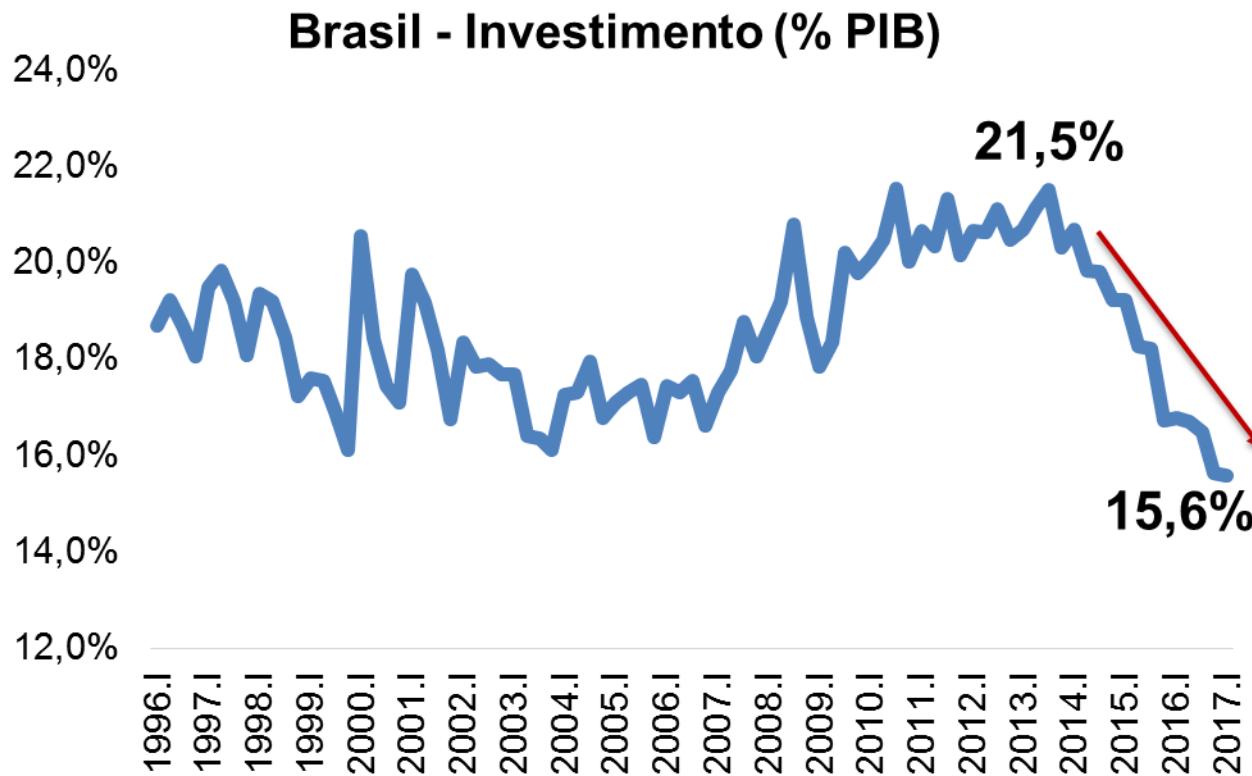
Contexto inadequado para mudar taxa de juros do BNDES: o investimento no Brasil é dos mais baixos do mundo

- 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.

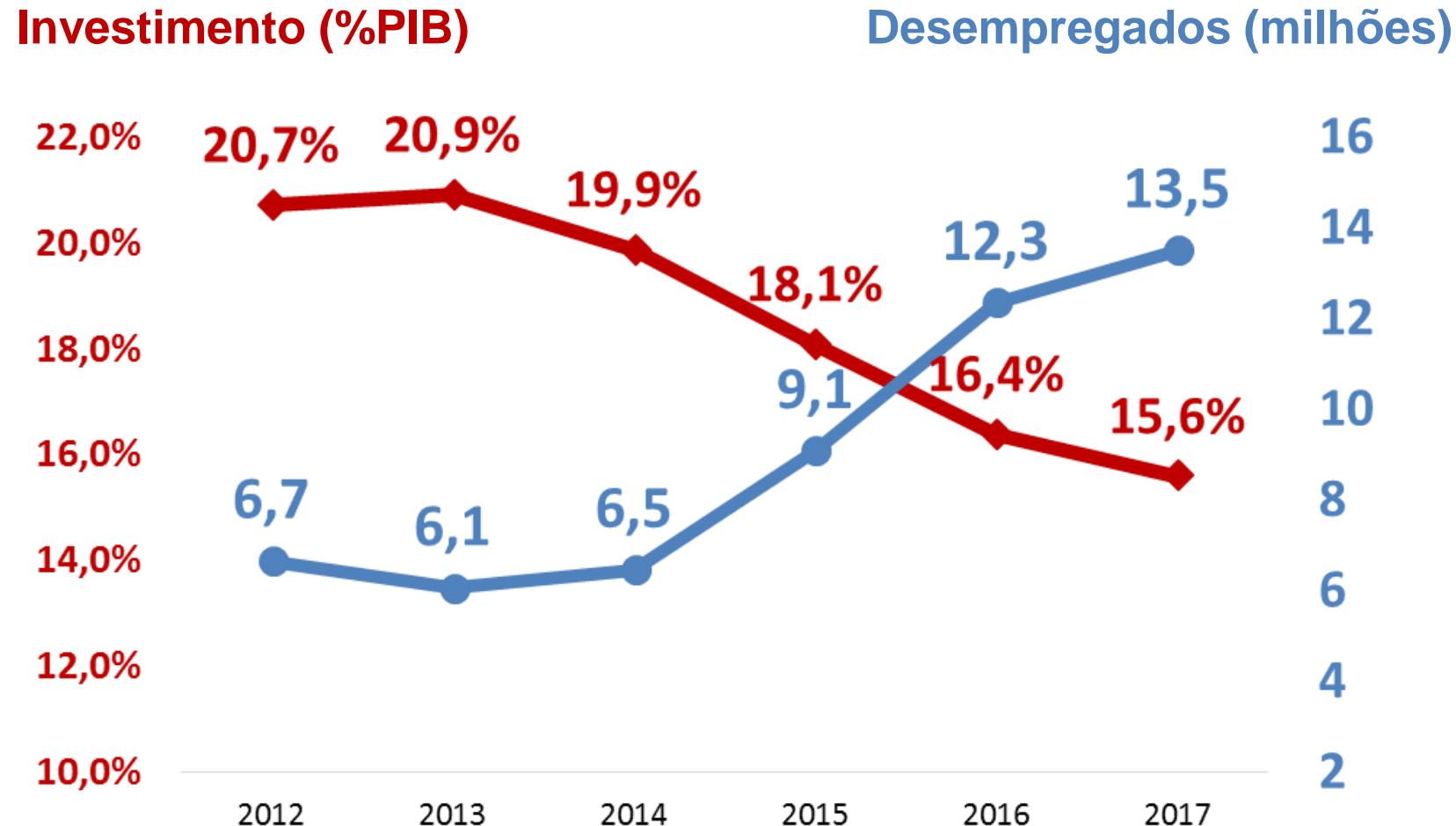


Contexto inadequado para mudar taxa de juros do BNDES: investimento em queda

- 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.



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

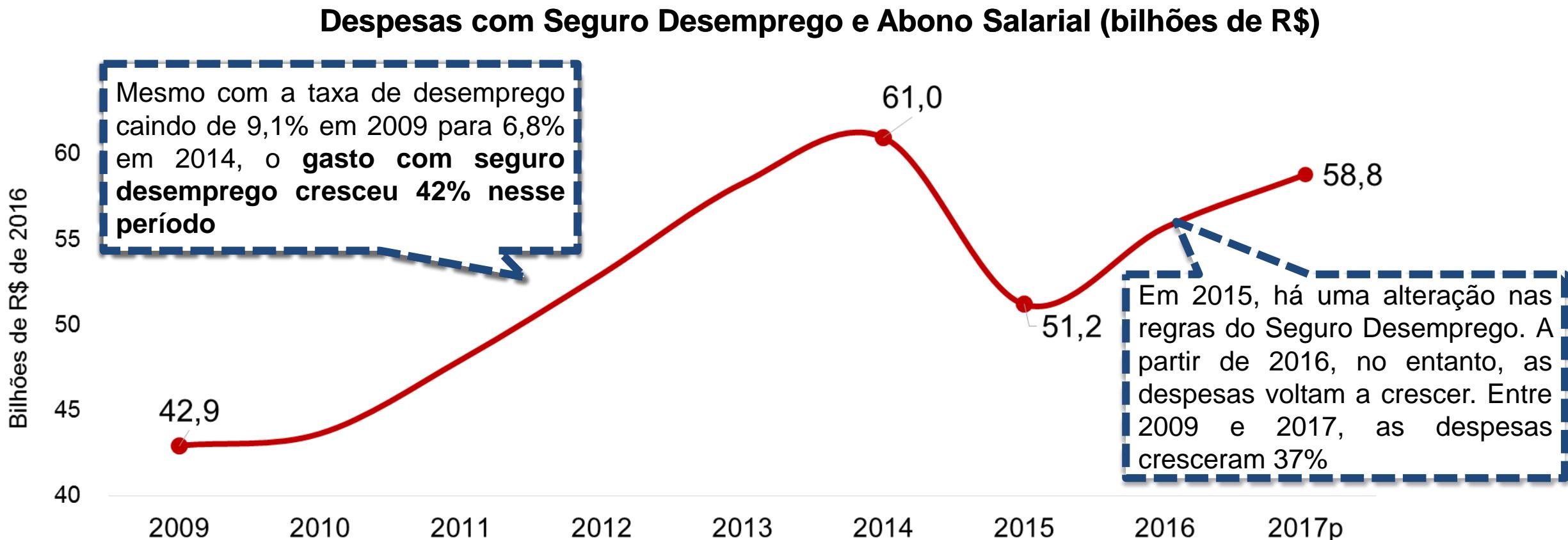
Aumento da produtividade

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, consequentemente, 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

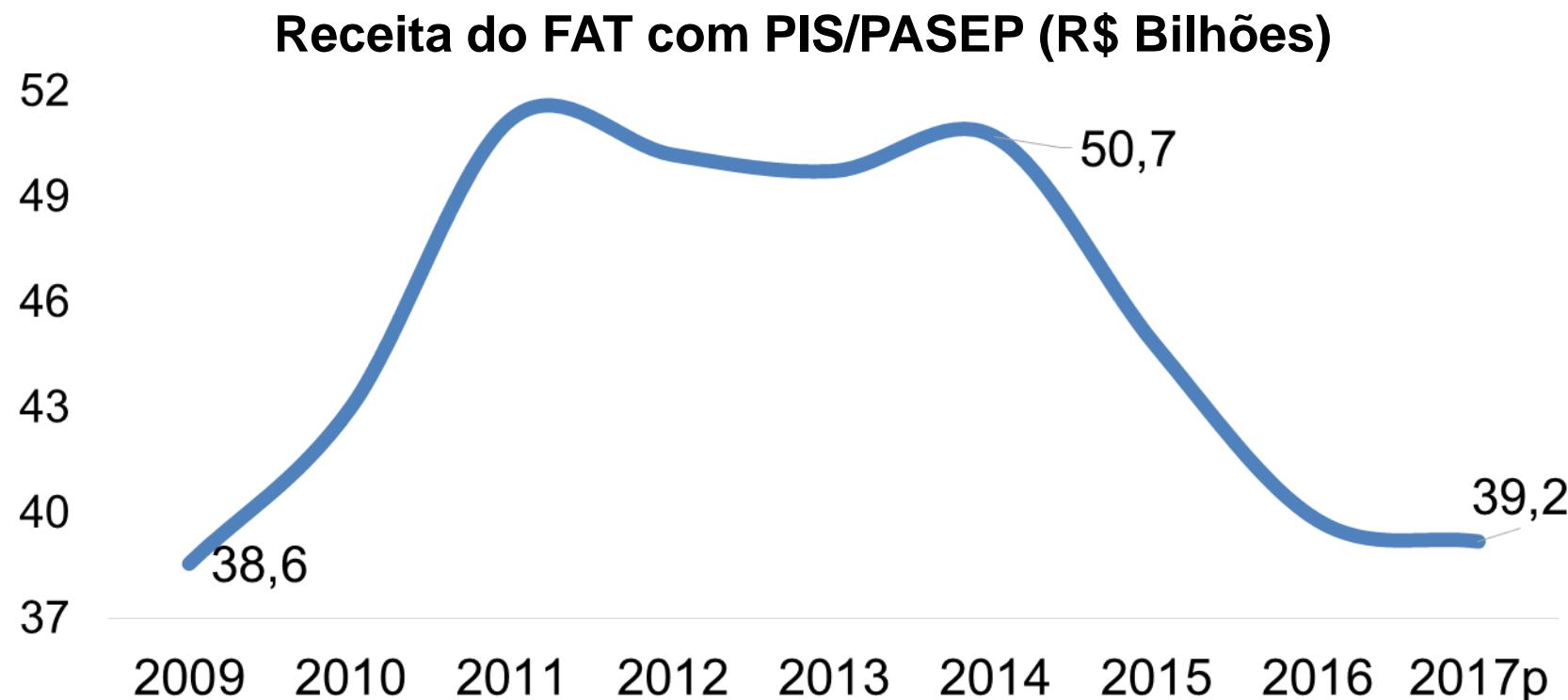
- Pelo lado das despesas, o que prejudicou o resultado financeiro do FAT não foi o BNDES, mas sim o grande aumento de despesas com seguro desemprego e abono salarial.



- **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

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 bilhões¹**.
- 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.



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

- **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

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

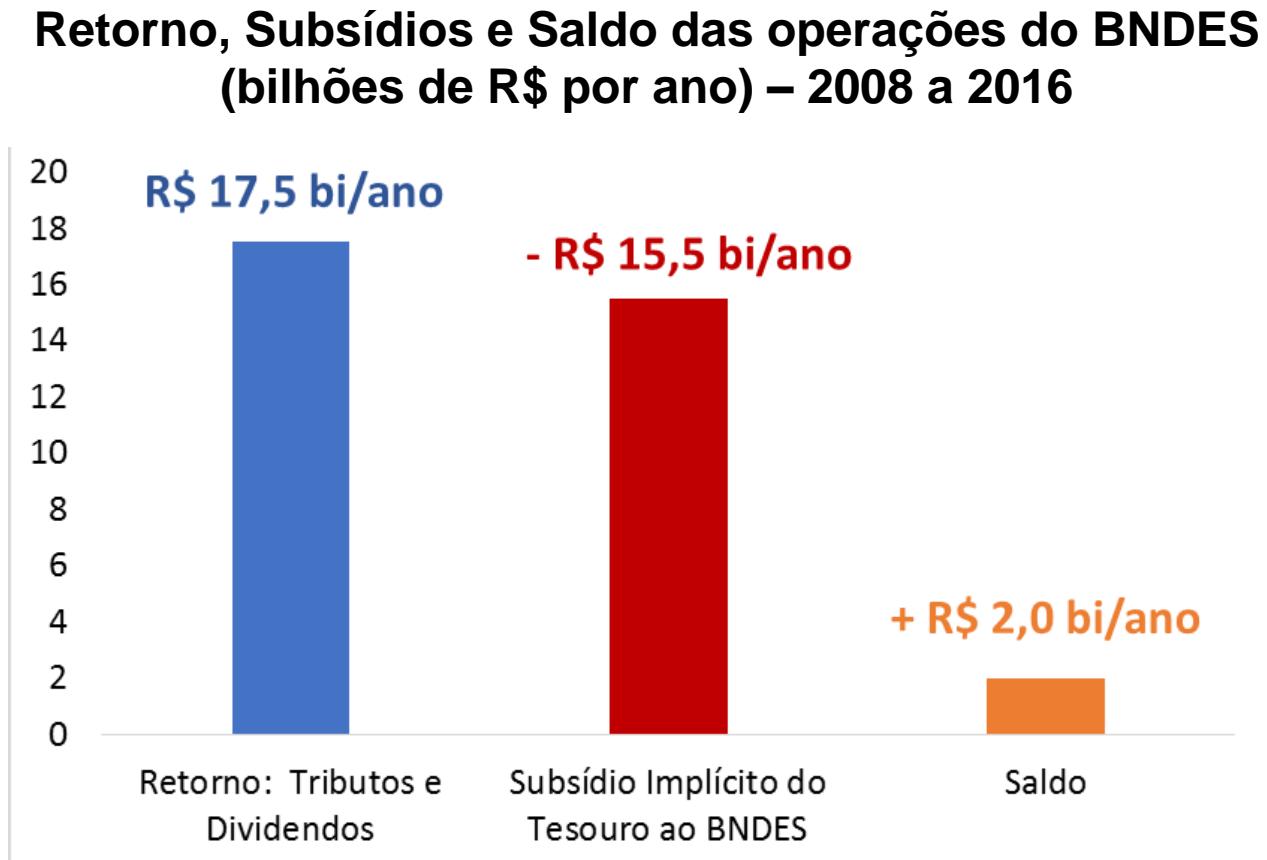
- Ao contrário do que se alega, **não há subsídios implícitos nos repasses do FAT ao BNDES** porque esses recursos **não podem ser utilizados de outra maneira**, por determinação da Constituição.
- O cálculo do subsídio implícito **pressupõe que esses recursos do FAT poderiam ser usados para abatimento 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

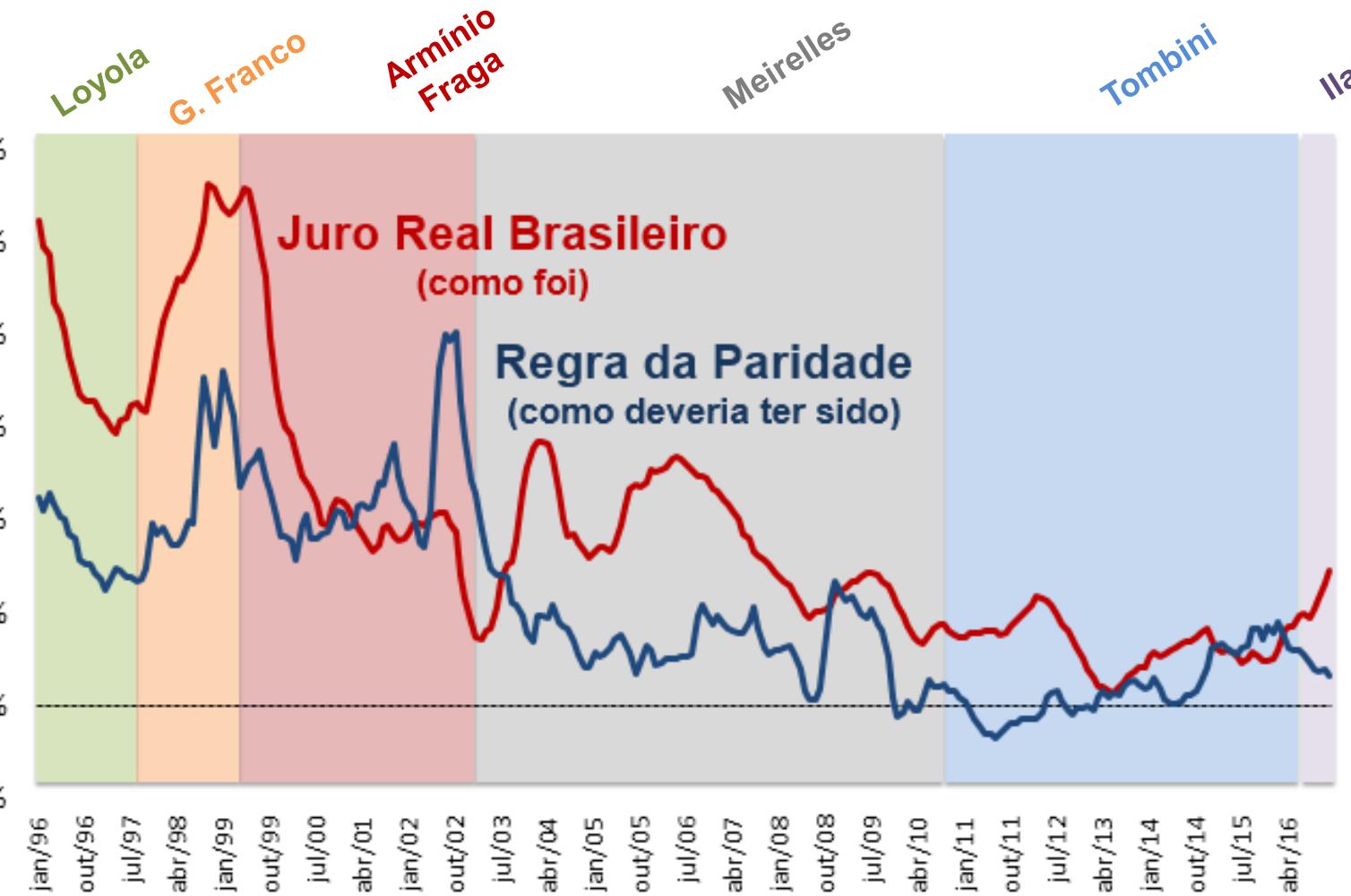
- Quando o Tesouro realiza aportes ao BNDES emitindo dívida pública, de fato, existem subsídios implícitos.
- A **FIESP não apoia esses aportes**. O BNDES deve **operar com suas fontes tradicionais**: FAT; o retorno de suas operações e captações internacionais, **sem depender do Tesouro e sem causar 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.



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

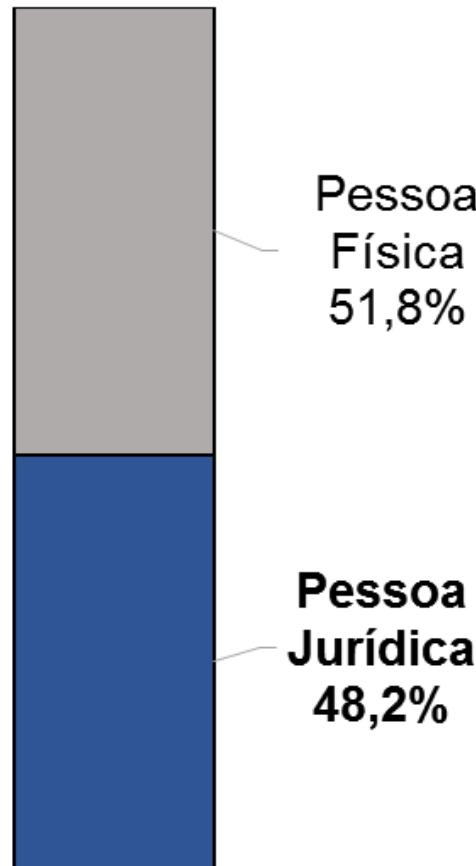
O governo alega que a TLP aperfeiçoará a eficácia da política monetária, mas isso não está comprovado

- 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.

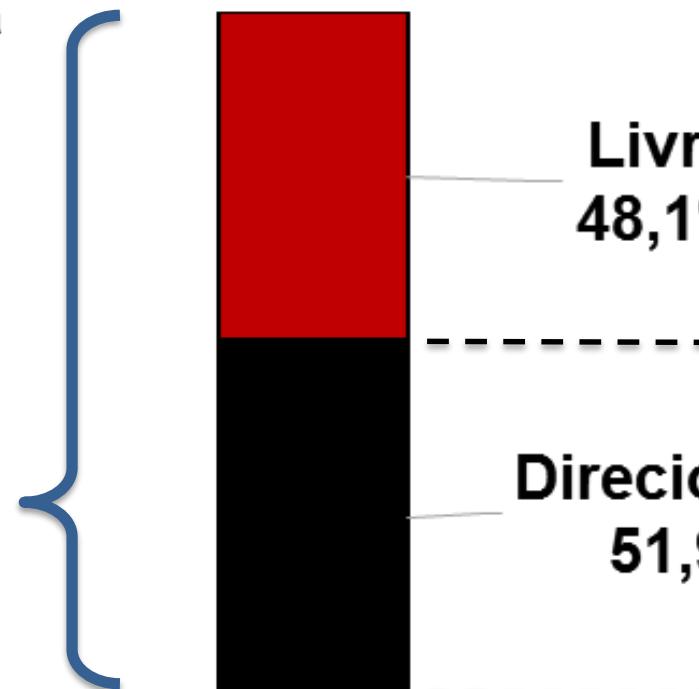
Eliminar o crédito do BNDES = Reduzir a Selic em 0,8 p.p. sem efeito no spread
É isso que vai trazer o desenvolvimento que o Brasil precisa?

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.

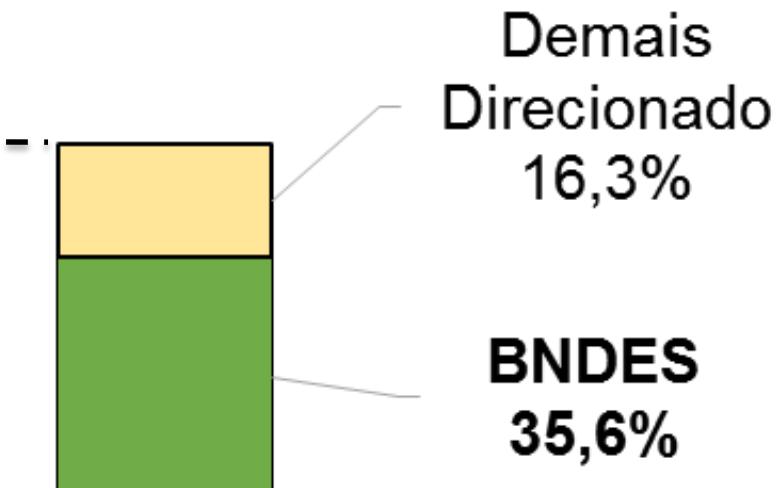
Estoque de Crédito Total
Economia (Jun/2017)



Estoque de Crédito Pessoa Jurídica (Jun/2017)



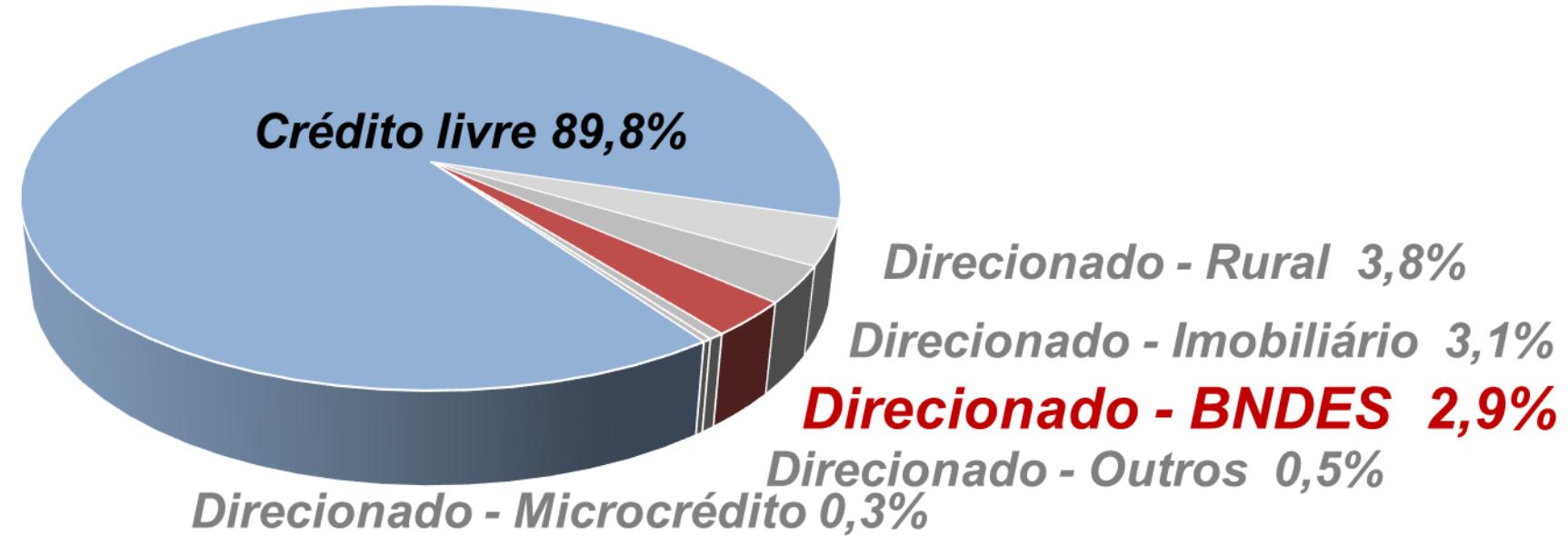
A participação do BNDES no saldo total de crédito para pessoas jurídicas é de 35,6% e não de 70%



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

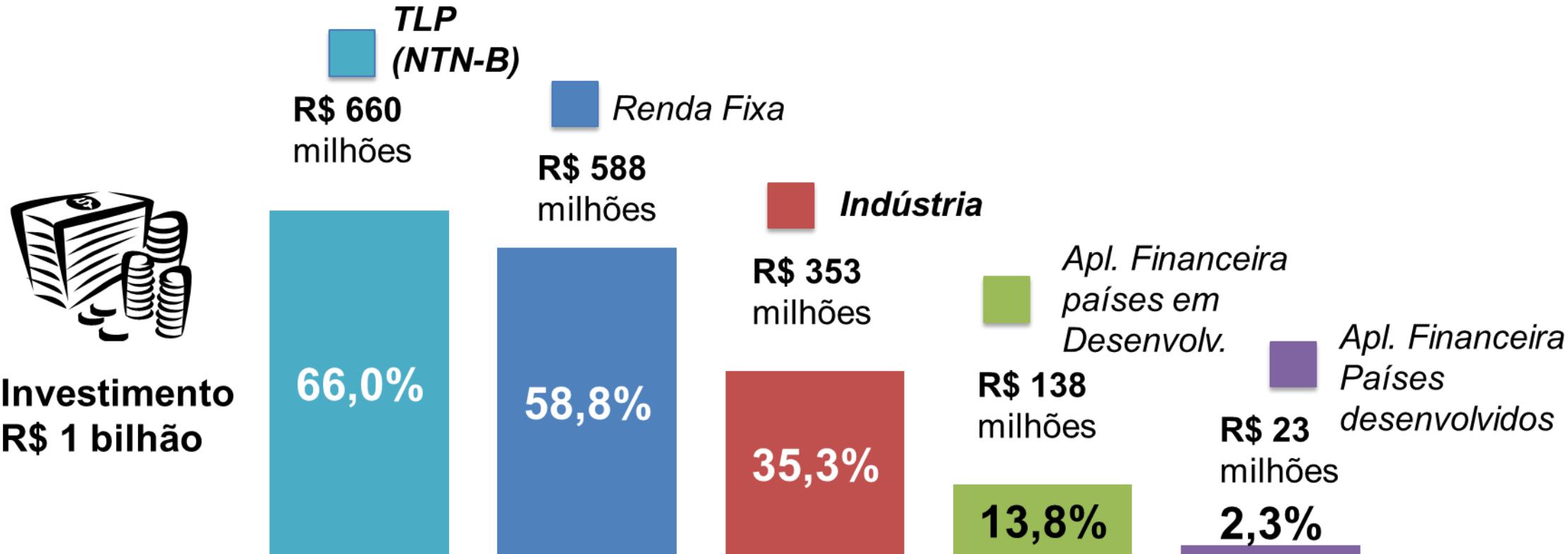
Aumento da produtividade

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?

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



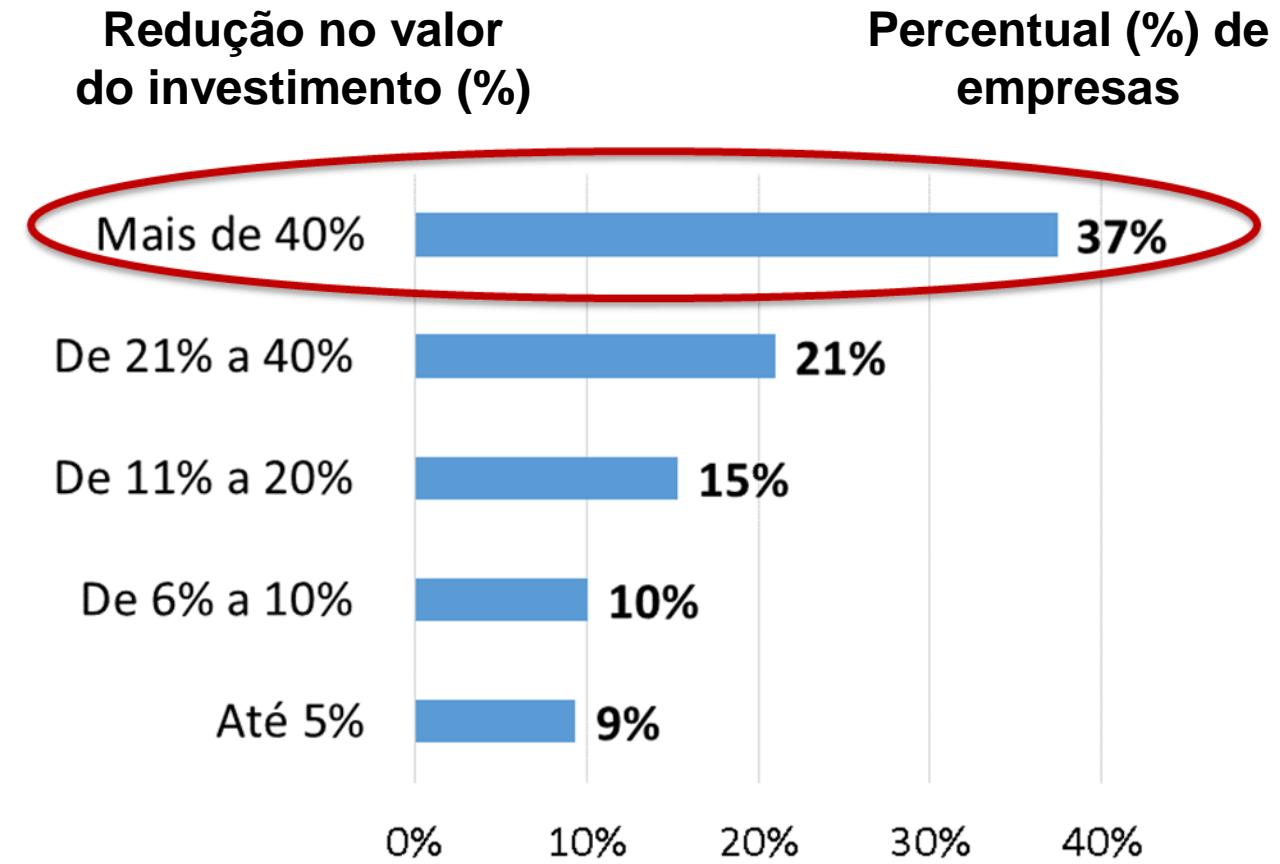
Não é a indústria que tem baixa rentabilidade e projetos de “baixa qualidade”.
É a taxa de juros que é muito elevada, e a TLP agrava esse problema.

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

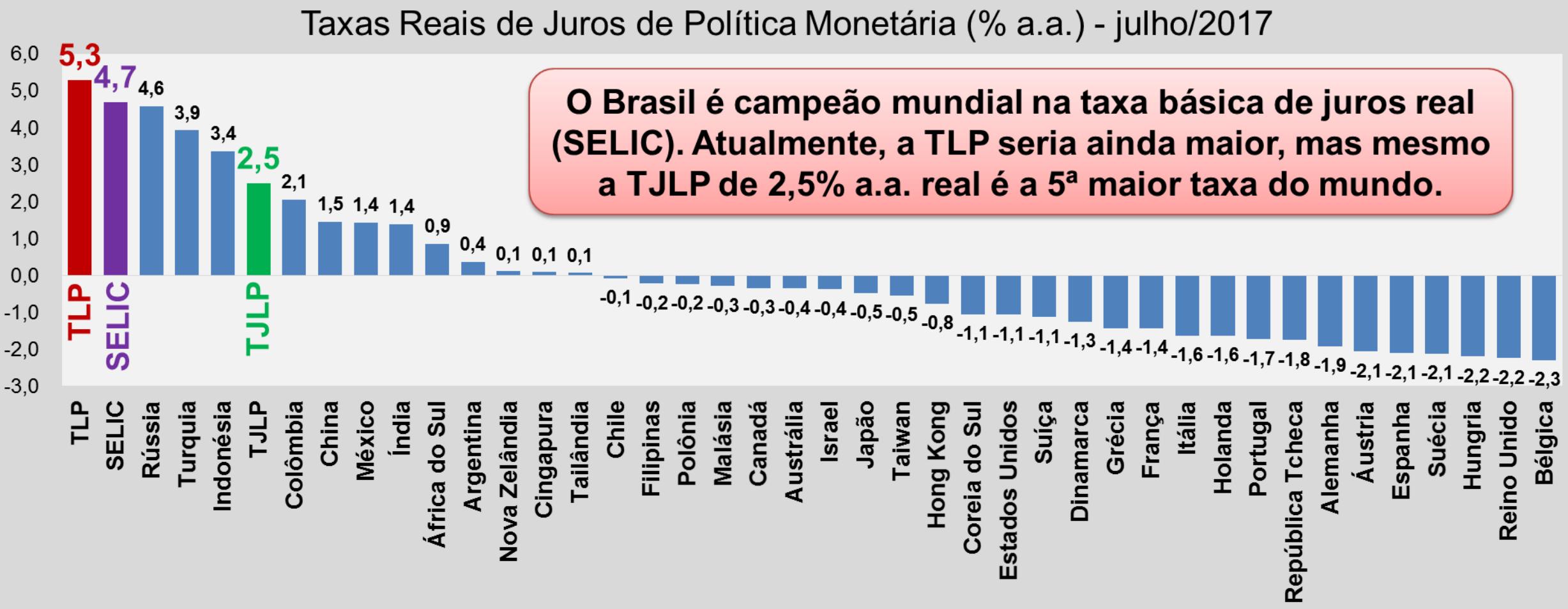
- **66% das empresas entrevistadas reduziriam os investimentos** previstos para os próximos 2 anos caso a TJLP fosse alterada para TLP*.
- **37% dessas empresas, reduziriam o investimento em mais de 40%.**



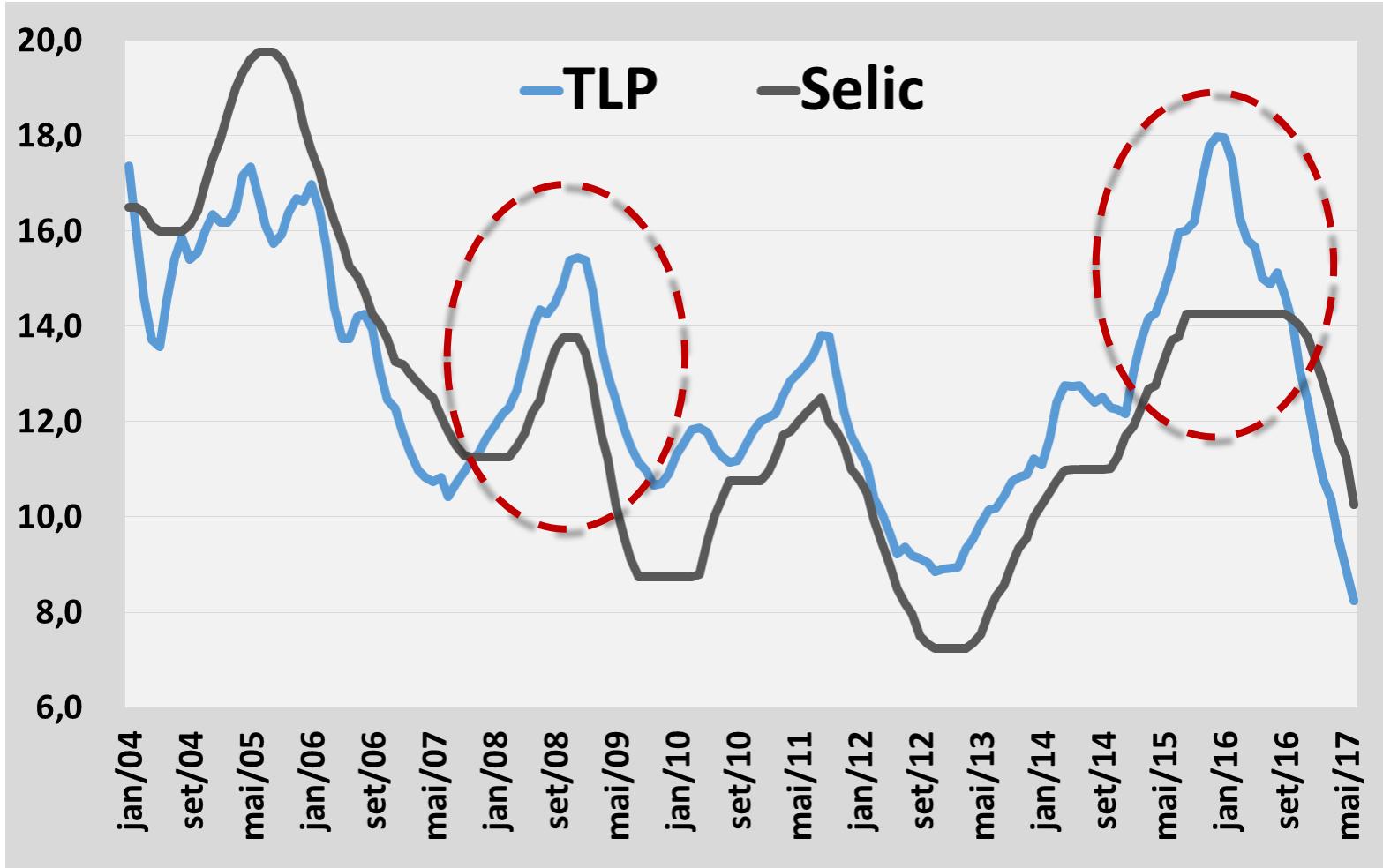
Fonte: Pesquisa Decomtec/FIESP - Ideia Inteligencia. Elaboração: Decomtec/FIESP.

*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.

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.



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

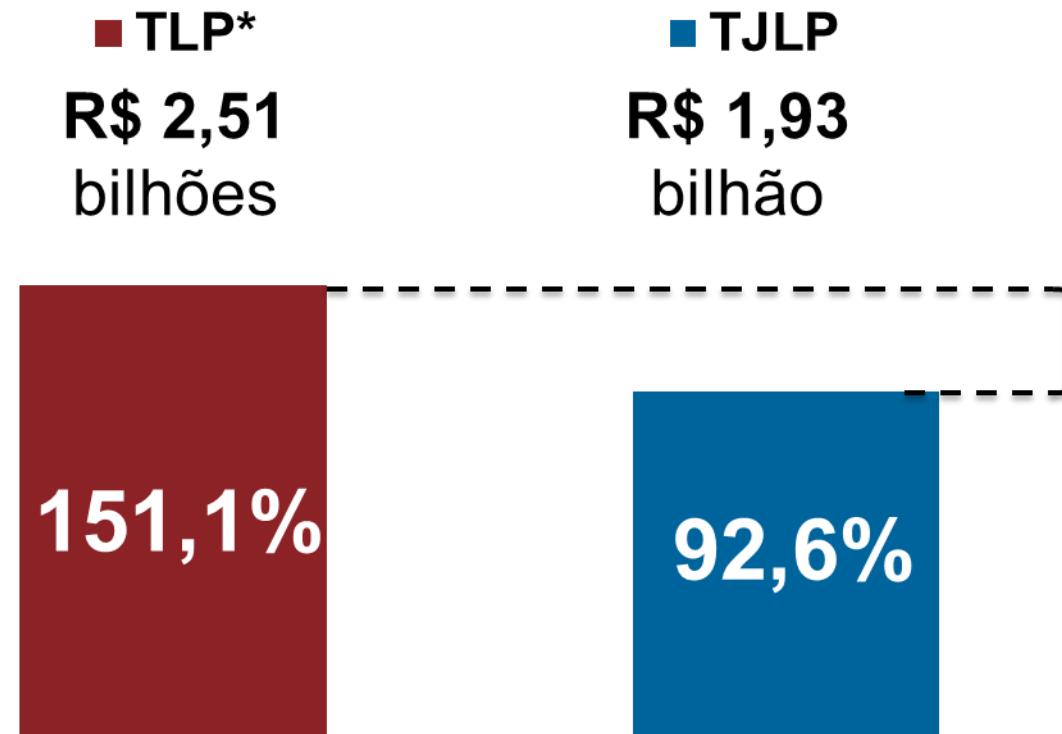
- Valor do Financiamento: R\$ 1 bilhão
- Contrato em dezembro de 2006
- Prazo de 10 anos – 120 prestações - Parcelas: 1^a Jan/2007. Última: Dez/2016

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

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



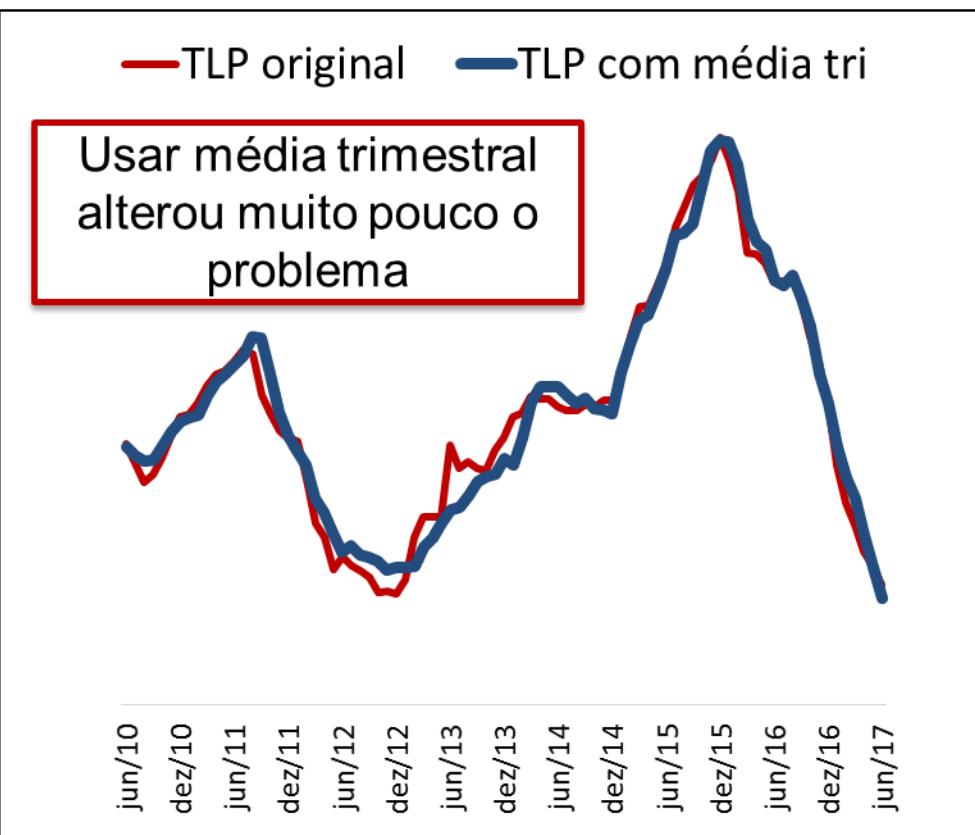
Financiamento
R\$ 1 bilhão



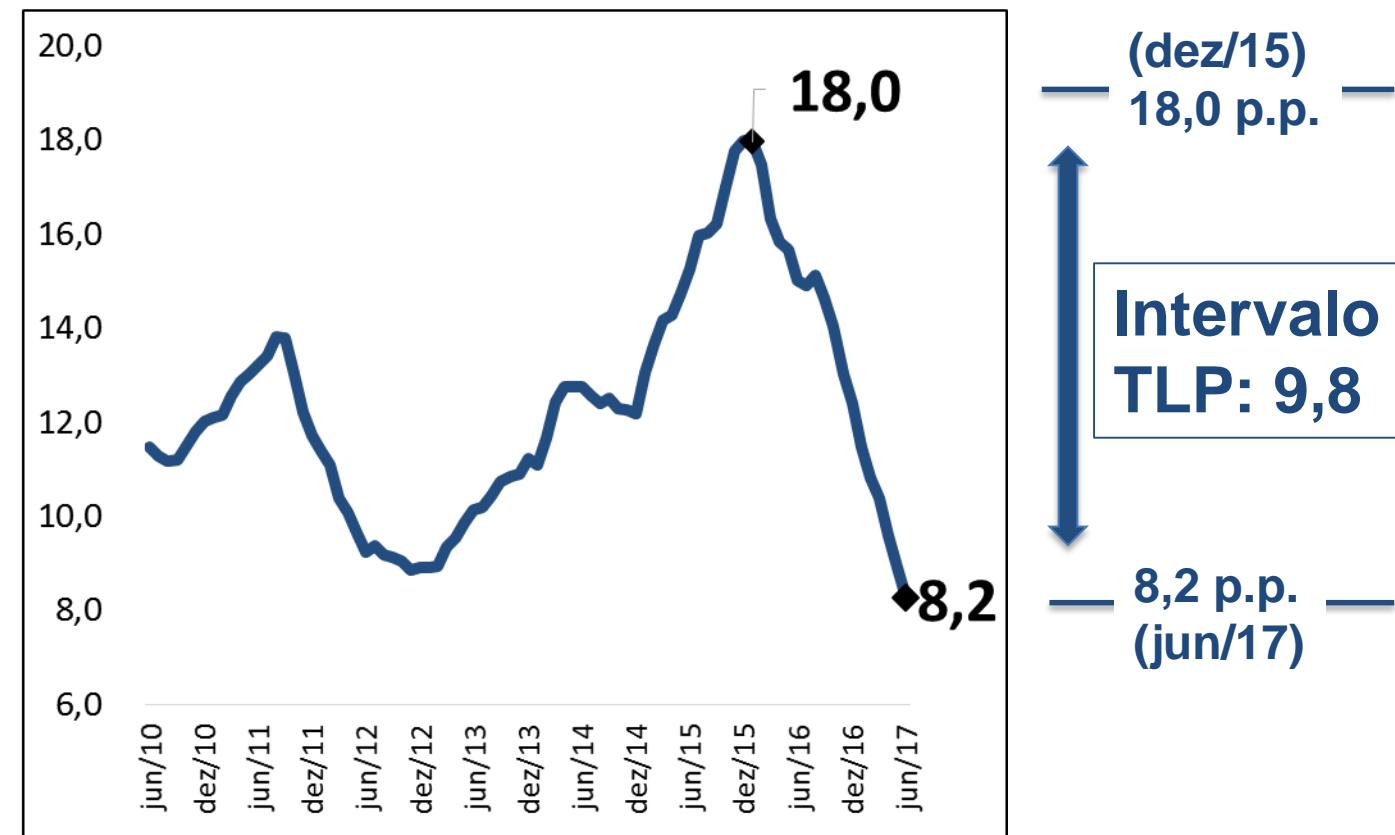
- R\$ 585,4 milhões de adicional de custo de um financiamento indexado à TLP em relação à TJLP.
- Logo, de um financiamento de R\$ 1 bilhão, se paga 58,5% a mais se a taxa for a TLP.

A TLP é 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.

+ 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 (...)”

- 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.