



## Mudança em taxa de financiamento do BNDES é bem-vinda



**Júlio Marcelo de Oliveira**  
procurador junto ao TCU

O governo vem de conseguir aprovar uma importante mudança na forma de

atuar do BNDES, especificamente no modo de conceder subsídios por meio dos empréstimos dessa importante instituição financeira. Trata-se da substituição da TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) pela TLP (Taxa de Longo Prazo), introduzida pela Medida Provisória 777, recém convertida na Lei 13.483, de 21 de setembro de 2017.

O que isso significa na prática? Por que o governo se empenhou tanto para aprovar essa medida? Por que houve tanta resistência do BNDES e de certos setores do empresariado a essa mudança? A questão diz com os efeitos do crédito direcionado sobre a potência da política monetária e sobre os custos e inconveniências de subsídios implícitos.

Quanto à política monetária, o que se argumenta é que a existência de linhas de crédito direcionadas, com taxas inferiores à Selic, reduzem os efeitos que as alterações da Selic conseguem produzir na economia. De fato, os setores que se financiam a taxas diferenciadas, restam imunes ou menos sensíveis às variações da Selic e, portanto, ela não surte o efeito esperado sobre esses setores, o que faz com que precise extrair esse efeito dos demais setores da economia.

Vale dizer, se o governo pretende adotar uma política de aperto monetário, com elevação de taxas de juros, ele terá de elevar os juros mais do que seria necessário se não houvesse crédito direcionado, se certos setores da economia não estivessem imunizados contra as variações da Selic.

Em outras palavras, os setores impactados pela Selic acabam pagando de forma indireta pelas taxas subsidiadas a que não têm acesso. É o que economistas como Marcos Lisboa apontam como o efeito deletério da meia-entrada. Quando alguns pagam meia-entrada, seu custo é diluído entre os que pagam entrada cheia. Assim, se não houvesse crédito direcionado, os juros da economia seriam menores para todos.



A TJLP é uma taxa de juros de longo prazo fixada pelo Conselho Monetário Nacional com base em parâmetros e diretrizes estabelecidas em lei, nomeadamente a meta de inflação calculada pro rata para os doze meses seguintes ao primeiro mês de vigência da taxa, inclusive, baseada nas metas anuais fixadas pelo Conselho Monetário Nacional, acrescida de um prêmio de risco.

Seu valor hoje é de 7% ao ano. Esteve entre 5 e 6 % a.a. na maior parte do período entre 2009 e 2015. É a principal taxa de referência das operações realizadas pelo BNDES. A concessão de empréstimos com essa taxa tem gerado elevados custos para o Tesouro com subsídios, com forte impacto na dívida pública. Além de serem elevados, grande parte dos subsídios são implícitos, isto é, não são conhecidos e debatidos pela sociedade e explicitados no Orçamento Geral da União. Vale dizer, ficam camuflados em meio às despesas financeiras da União, sem dar à sociedade a exata medida do quanto custa o “bolsa-empresário” para o país.

O Tesouro emprestou mais de R\$ 500 bilhões de reais ao BNDES em seis anos. Todo esse valor virou dívida pública. A diferença entre a taxa de captação do Tesouro no mercado e a taxa de remuneração que o BNDES pagará ao Tesouro constitui subsídio implícito, gasto que toda a sociedade assume para custear os empréstimos do BNDES, sem falar dos subsídios explícitos, que são a diferença entre o que o BNDES paga para o Tesouro e o valor efetivamente pago pelo beneficiário de seus empréstimos, acrescida das taxas que remuneram o banco público. Grande parte de nossa elevada dívida pública atual tem origem nesses empréstimos do Tesouro ao BNDES, valor que, imenso por si só, ainda continua gerando vultosas despesas de juros que só fazem aumentar essa dívida. Difícil identificar uma política pública que tenha sido mais ruínosa para o país nesses últimos dez anos.

A TLP passa a ser referida à inflação medida pelo IPCA, acrescida da taxa de juro real das NTN-B (títulos emitidos pelo governo no mercado) de cinco anos. Haverá um período de transição de cinco anos em que a TLP iniciará em valor idêntico à TJLP em janeiro de 2018 e convergirá gradativamente para a regra acima. Logo, apenas os contratos celebrados pelo BNDES a partir de 2023 estarão regidos pela TLP plena.

O governo anunciou essa mudança como uma medida estrutural, considerando seus efeitos paradigmáticos sobre nossa tradição de créditos subsidiados, a que nosso capitalismo cartorial parece tão adicto.

Isso não quer dizer que subsídios creditícios tenham se tornado impossíveis, mas serão debatidos com maior clareza e transparência e estarão sujeitos ao controle e debate pelo Poder Legislativo, uma vez que os subsídios terão de constar do Orçamento Geral da União. Será possível comparar com facilidade quanto custam subsídios pretendidos para uma determinada linha de crédito com as dotações destinadas a vários órgãos, programas e atividades do governo.

O governo sustenta ainda que a mudança provocará aumento das fontes de investimento, por meio da reciclagem do crédito do BNDES no mercado. Como o crédito do BNDES estará referido ao rendimento de títulos públicos, ele terá fácil aceitação pelo mercado, o que quer dizer que o BNDES poderá se valer do mercado com facilidade como fonte de recursos para novos financiamentos.



A mudança pretende retirar o que se consideram subsídios excessivos na economia, que devem estar limitados a projetos de elevado retorno social, o que justificaria a sociedade arcar com parte de seus custos. A expansão de fábricas, de frigoríficos e de redes de varejo devem ser financiadas a taxas de mercado. Não há porque transferir para a sociedade o custo de expansão de negócios rentáveis e autossustentáveis.

As principais críticas e resistências às mudanças partiram de entidades empresariais, da própria corporação do BNDES e de economistas de alguma forma vinculados a linhas de pensamento desenvolvimentistas, que enxergam no BNDES um papel central no desenvolvimento nacional.

Afirmam que essa mudança implica redução do papel do BNDES e traz riscos à geração e manutenção de empregos no país.

A redução do papel do BNDES não parece ser o principal objetivo da medida, mas pode ser muito salutar para a economia brasileira. O BNDES se agigantou com sua anabolização via R\$ 500 bilhões do tesouro. Se isso fosse bom para o país, estaríamos crescendo de forma sustentada a ritmo chinês. Em verdade, foi muito bom apenas para os empresários escolhidos para a política de campeões nacionais e para os funcionários do banco público, cuja renda mensal, turbinada por participações em lucros e resultados polpudas e garantidas por pagamentos de juros do tesouro para as disponibilidades de caixa do banco, são de “fazer corar qualquer pessoa de bom senso”, nas palavras do Ministro Walton Alencar Rodrigues do TCU, apontando rendimento médio da ordem de R\$ 80 mil mensais para os empregados do banco, o que parece mesmo um exagero.

O BNDES deveria atuar de forma complementar ao mercado, não substituindo o mercado. O gigantismo do BNDES funciona como inibidor do mercado de capitais de longo prazo no país. Quanto maior o BNDES, mais refém da instituição ficam os setores que dependem desse tipo de financiamento, o que acaba por transformá-la numa instância de interferência e deformação no livre funcionamento do mercado.

Se esse modelo fosse bom, repita-se, estaríamos crescendo em ritmo chinês. Claro que os empresários sempre desejarão linhas de crédito subsidiadas em seu próprio benefício e para isso bradarão a geração de emprego e renda para os menos favorecidos. Como disse Mário Henrique Simonsen em texto memorável, “tocam xaxado para continuar tomando champagne”.

A simples existência de linhas de crédito subsidiadas não faz surgir emprego e renda. O que gera emprego e renda são bons projetos que parem em pé. Se o negócio for ruim, mesmo uma taxa de juros real negativa não será estímulo suficiente para tirar um projeto do papel. Apenas uma pequena parcela dos projetos de negócio se tornam viáveis apenas se uma taxa de juros subsidiada for oferecida. Para a grande maioria, a taxa subsidiada é apenas uma oportunidade de aumentar a lucratividade do negócio.

Afora as críticas mais fundadas em interesses próprios, houve também questionamentos qualificados, de ordem técnica, que merecem ser conhecidos e ponderados. Um deles apontou que a TLP, por sua própria fundamentação, deveria ser aplicada apenas em casos em que há empréstimos com recursos do tesouro. Empréstimos com recursos do FAT não deveriam ser afetados, já que os recursos do FAT rendem



---

apenas TJLP e retornam para o próprio FAT, não havendo descasamento, portanto, entre o custo de captação e de remuneração dos recursos.

O contra-argumento apresentado pelo governo foi o do custo de oportunidade dos recursos do FAT, que leva em consideração a diferença entre as taxas TJLP e a Selic. O Ministério da Fazenda assinala que o FAT, ao emprestar pela TJLP, está deixando de ganhar a remuneração paga pela Selic e, de todo modo, reduzindo a potência da política monetária. Empréstando pela TLP, o FAT terá mais recursos para emprestar e cumprir sua função constitucional.

Aponta-se ainda que a TLP terá volatilidade elevada e poderá ficar, em dadas ocasiões, superior à própria Selic. A conferir. A experiência vai mostrar. De todo modo, a concessão de subsídios não está proibida. O que se requer é que sejam autorizados via orçamento, de forma transparente.

Sobre a questão da potência da política monetária, registram os críticos à mudança que a ideia, embora conceitualmente válida, teria de incidir sobre todo tipo de crédito direcionado para ser coerente e eficaz, atingindo também o crédito rural e o crédito para a habitação. O argumento é razoável, mas esconde uma armadilha.

De fato, melhor será se essa mesma ideia puder ser aplicada em algum momento a todo tipo de crédito direcionado. Assim ela terá o máximo de efeito possível. Isso não quer dizer que um problema não possa ser resolvido por partes e que não se possa começar por algum lugar.

Um erro não justifica o outro. Uma falha não legitima a outra. Não podemos ficar presos na armadilha de que um problema só pode ou só deve ser resolvido quando puder ser resolvido por inteiro, como se fosse uma questão de isonomia e justiça. Isso em geral inviabiliza a solução e agrava o problema. É como o argumento que diz que só se deve mudar a idade mínima da aposentadoria depois de se eliminar todas as renúncias fiscais e de se cobrar toda a dívida ativa da previdência. Enquanto isso, o problema da previdência só se agrava.

Precisamos criar as condições macroeconômicas para que o país possa ter taxas de juros realmente baixas, em que ninguém precisará de crédito direcionado e todos sairão mais beneficiados. Para isso, cada passo que puder ser dado, conta e conta muito.

O papel do BNDES nesse novo cenário não será de menor importância. Atuando em parceria com o mercado, compartilhando e mitigando riscos, será vital para o financiamento de projetos de longo prazo, como os vinculados à infraestrutura e projetos de retorno social, como os de saneamento básico, duas áreas em que o país está extremamente atrasado e tem grande carência de investimentos. Seja bem-vinda a TLP.

#### **Date Created**

26/09/2017