



**Nota Técnica**  
Número 182 – junho 2017

## **Análise das mudanças na Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP**

## Introdução

Em 26 de abril, o governo federal instituiu, por meio da Medida Provisória 777, a nova taxa de juros de longo prazo (TLP), que passará a vigorar a partir de janeiro de 2018. O encargo substituirá a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), que, atualmente, corrige os empréstimos realizados pelo BNDES.

A mudança altera o critério de cálculo da taxa de longo prazo, que será baseado na variação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) mais uma taxa de juros pré-fixada de acordo com o rendimento real estimado das Notas do Tesouro Nacional Série B (NTN-B), títulos da dívida pública de mais longo prazo, com vencimento em cinco anos. A TJLP continuará a corrigir os contratos já estabelecidos com o BNDES e os novos se basearão na nova taxa a partir de janeiro de 2018.

Uma das justificativas apresentadas pelo Banco Central para mudar o critério de cálculo da taxa de longo prazo é que a atual TJLP é fixada pelo Conselho Monetário Nacional a partir de parâmetros e metodologias questionáveis e pouco transparentes, gerando imprevisibilidade e insegurança para os tomadores e enfraquecendo a potência da política monetária, na medida em que parte importante do estoque de crédito do país não é afetado pelas variações na taxa básica de juros da economia.

Ainda segundo o Banco Central, a mudança está em linha com as reformas macroeconômicas promovidas pelo atual governo, entre elas, a fixação do teto de gastos e a reforma da previdência. Na visão do presidente do BC, Ilan Goldfajn, as medidas permitiriam o equilíbrio fiscal de longo prazo e, com isso, o controle da inflação e a retomada sustentável do crescimento econômico<sup>1</sup>.

Para Goldfajn, os principais benefícios proporcionados pela nova taxa pré-fixada de longo prazo são:

- Aumento do alcance da política monetária e, com isso, permitir a queda na taxa de juros de curto prazo (Selic);
- Estímulo a novas formas privadas de financiamento de longo prazo;
- Redução da diferença entre o custo de captação do Tesouro e o dos empréstimos do BNDES, possibilitando redução da dívida pública;
- Ampliação da previsibilidade e segurança dos contratos de financiamento realizados pelo BNDES, ao corrigi-los por uma taxa pré-fixada;
- Viabilização da atuação do BNDES junto ao mercado de capitais, proporcionando a securitização de empréstimos por meio da conversão em títulos a serem negociados no mercado de capitais. Com isso, o BNDES dependerá menos de recursos parafiscais, como os do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT).

---

<sup>1</sup> Entrevista coletiva para explicar as mudanças na TJLP concedida em 31/03/2017  
<https://www.youtube.com/watch?v=Tu0wyJR8lj4>

Esta Nota Técnica discute a importância do crédito direcionado para o financiamento de projetos de longo prazo na economia brasileira e comenta os argumentos a favor e contra as alterações na TJLP.

## A evolução do crédito direcionado na economia brasileira

O mercado de crédito brasileiro é constituído por dois grandes segmentos (MORAIS, 2008):

- **Recursos livres:** as instituições financeiras aplicam os recursos onde e como quiserem. Assim, as taxas de juros, prazos e demais condições desses empréstimos são determinados pelo banco credor ou estabelecidas por meio de negociações entre a instituição financeira e o tomador de crédito, com base em recursos supridos pelo mercado;
- **Recursos direcionados:** provêm de fontes institucionais ou regulamentações que determinam percentuais mínimos dos depósitos nos bancos a serem aplicados em áreas específicas. As condições para a concessão dos empréstimos (como taxas de juros, segmentos econômicos atendidos e porte dos beneficiários) são previamente definidas nas normas dos respectivos fundos e programas de crédito. São créditos subsidiados e de longo prazo nos setores de habitação, agricultura, microcrédito e de créditos concedidos pelo BNDES.

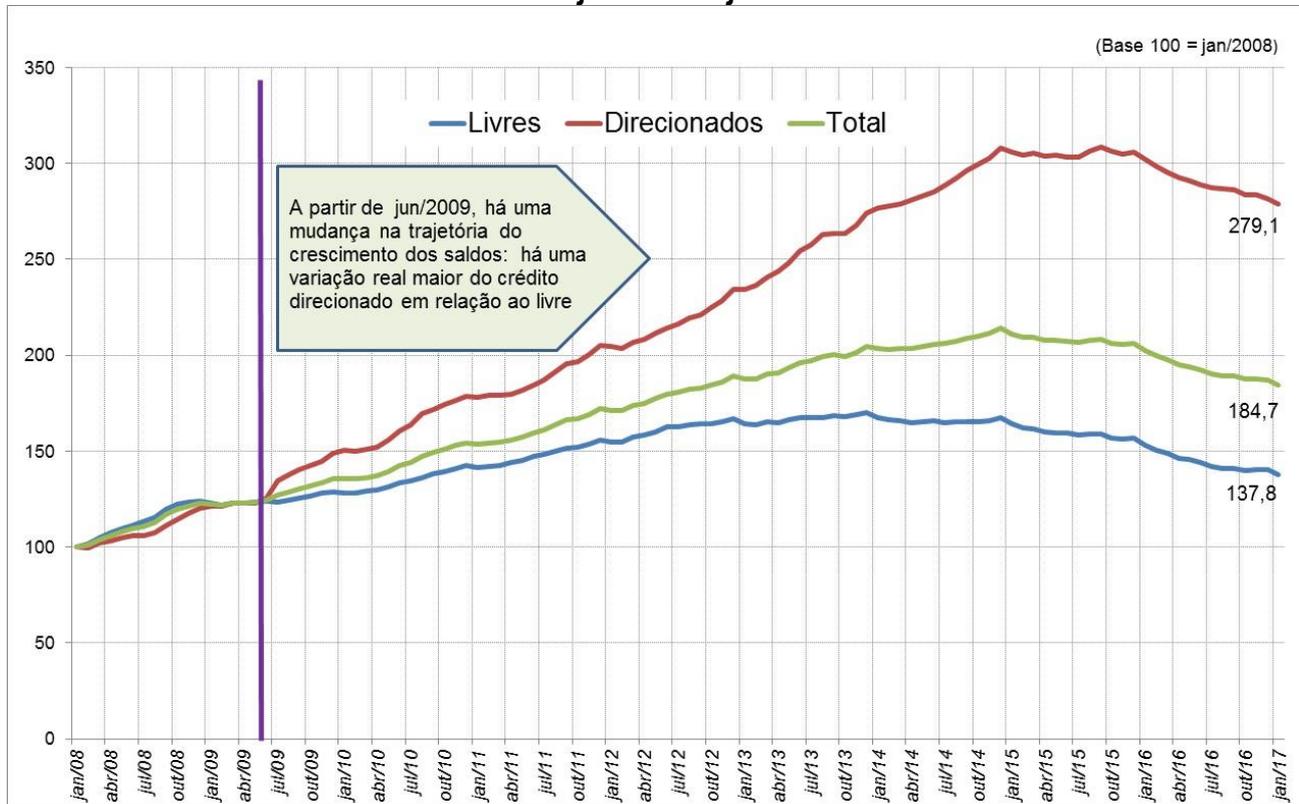
A fonte primária do crédito direcionado aos setores indústria, comércio e serviços, além de parte dos recursos destinados à agropecuária, encontram-se nos seguintes dispositivos da Constituição Federal:

- a) Artigo 159, I, C, que determina a destinação de 3% dos Impostos sobre a Renda (IR) e do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) para aplicação nas regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste, e
- b) Artigo 239, que dispõe sobre os recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) destinados ao BNDES e a Programas de Geração de Emprego e Renda (Proger).

Parte do crédito agrícola, habitacional e microcrédito é proveniente dos percentuais obrigatórios dos depósitos que os bancos devem aplicar nessas áreas. (Tabela 1).



**GRÁFICO 1**  
**Evolução real do saldo dos recursos livres e direcionados**  
**Brasil - jan/2008 a jan/2017**



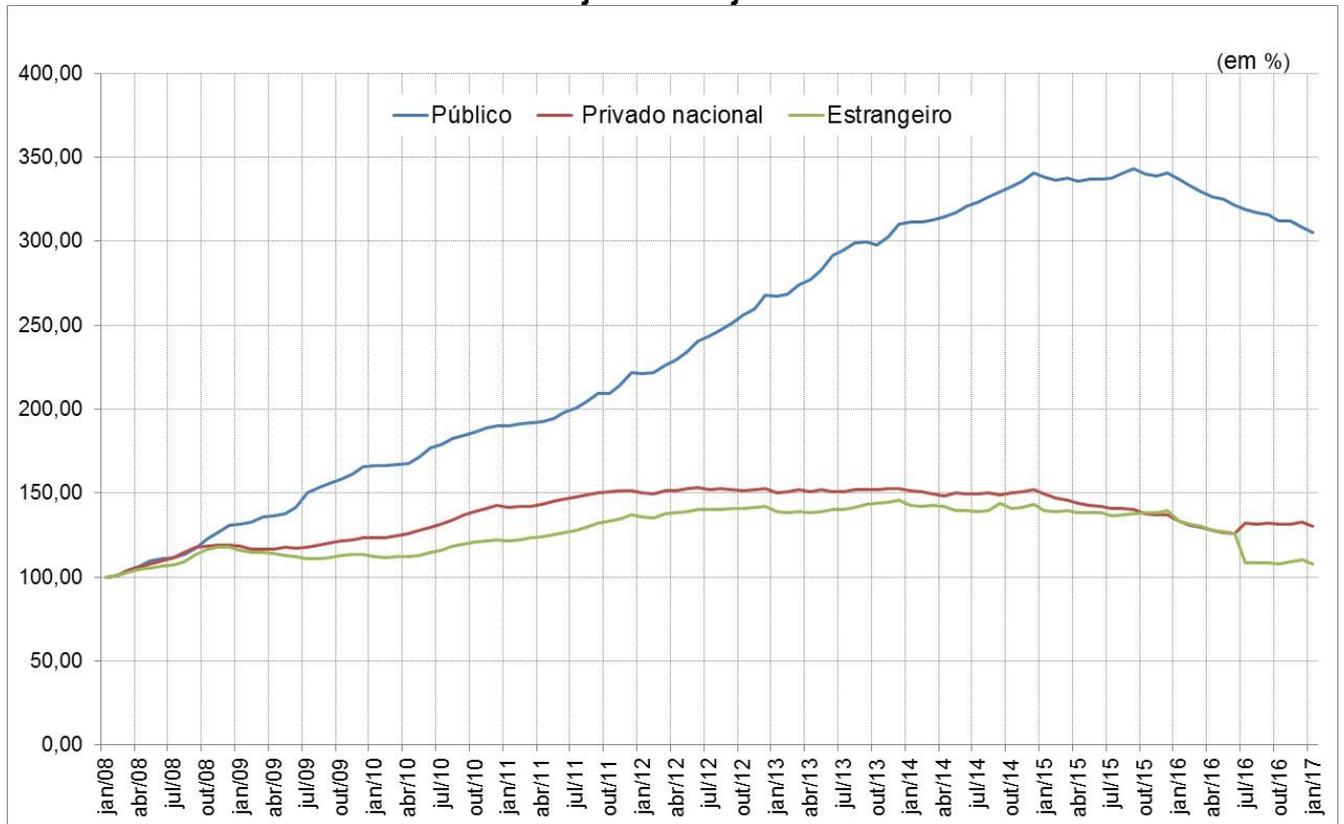
Fonte: Banco Central do Brasil  
 Elaboração: DIEESE– Rede Bancários  
 Obs.: Deflacionado pelo IPCA/IBGE

Além disso, como principais agentes dos recursos direcionados, os bancos públicos tiveram crescimento mais elevado do que os bancos privados e estrangeiros nos saldos das carteiras de crédito, no período considerado. Como mostra o Gráfico 2, enquanto as carteiras de crédito dos bancos estrangeiros e privados nacionais variaram, respectivamente, 8,0% e 30,7% acima da inflação, as dos bancos públicos mais que dobraram e tiveram variação real de 105,2%, entre 2008 e início de 2017.

A atuação da política anticíclica dos bancos públicos diante da crise financeira internacional ocorreu em setores específicos, basicamente indústria (principalmente via BNDES), agricultura (principalmente por meio do Banco do Brasil), habitação (principalmente via Caixa Econômica Federal) e microcrédito (principalmente por intermédio dos bancos públicos regionais), segmentos que envolvem operações de prazo mais longo, com uso de recursos direcionados, em que o setor bancário privado brasileiro, historicamente, tem pouca participação<sup>2</sup>.

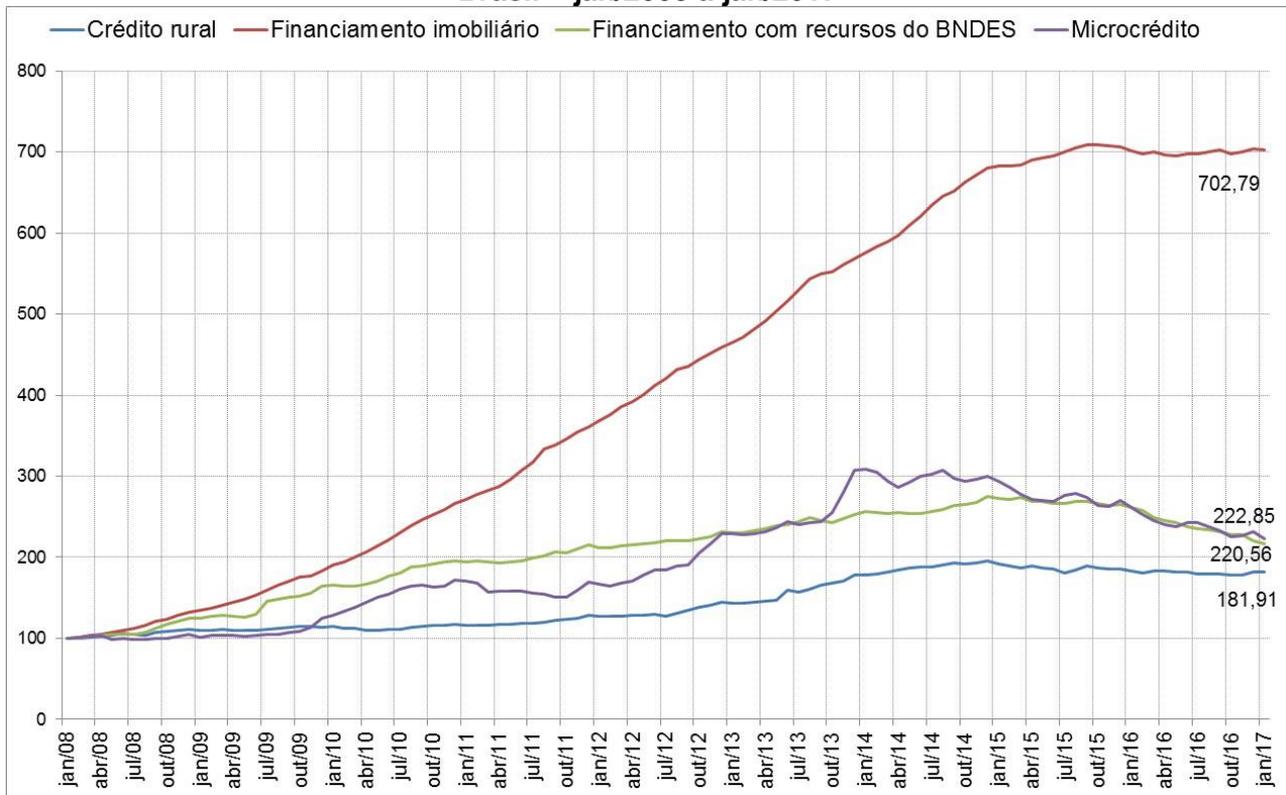
<sup>2</sup>Isso se explica pelo fato de que as fontes de captação de recursos são de curto prazo ou devido à existência de alternativas de aplicação de recursos que garantam alta rentabilidade e baixo risco, em prazos curtos (DIEESE, 2014).

**GRÁFICO 2**  
**Evolução real do saldo de crédito por controle de capital**  
**Brasil - jan/2008 a jan/2017**



Fonte: Banco Central do Brasil  
 Elaboração: DIEESE- Rede Bancários  
 Obs.: Déflacionado pelo IPCA/IBGE

**GRÁFICO 3**  
**Evolução real do crédito direcionado por tipo**  
**Brasil – jan/2008 a jan/2017**



Fonte: Banco Central do Brasil  
 Elaboração: DIEESE– Rede Bancários  
 Obs.: Deflacionado pelo IPCA/IBGE

O financiamento imobiliário foi o principal destaque, como mostra a evolução dessa carteira nos últimos nove anos (Gráfico 3). O volume do saldo da carteira de crédito direcionado para aquisição e financiamento imobiliário cresceu sete vezes (602,8%), em termos reais, entre janeiro de 2008 e janeiro de 2017, segundo dados do Banco Central, perfazendo R\$ 607,2 bilhões e representando 39,4% do total do crédito direcionado.

Diversos fatores influenciaram o crescimento substancial dessa carteira, como o aumento da renda das famílias, a estabilidade econômica e a forte atuação da Caixa Econômica Federal, que detém, atualmente, 67% da participação do mercado de crédito imobiliário, além do incentivo do governo aos programas de aquisição da casa própria, como o “Minha Casa, Minha Vida”.

Outro importante destaque do crédito direcionado foi o microcrédito. Nesse período, essa carteira cresceu 2,2 vezes acima da inflação e atingiu R\$ 4,9 bilhões em janeiro de 2017. O maior montante foi alcançado em janeiro de 2014, de R\$ 6,8 bilhões. Dados do Ministério do Trabalho mostram que mais de 28 milhões de microempreendedores individuais, por meio do Programa Nacional de Microcrédito Produtivo Orientado (PNMPO), receberam esse financiamento entre 2008 e 2015 (MINISTÉRIO DO TABALHO, 2016). O Programa é destinado a microempreendedores populares, formais e informais, com atividades produtivas de pequeno porte e faturamento anual de até R\$ 120 mil e tem como objetivo incentivar a geração de trabalho e renda entre os pequenos

empreendedores, além de oferecer apoio técnico às instituições parceiras. Conforme o relatório do programa referente a 2015, grande parte do volume de microcrédito foi destinado aos estados do Nordeste (78%) e realizado, principalmente, por meio do BNB.

Assim como as demais linhas do direcionado, o crédito com recursos do BNDES também evoluiu de forma substancial nesses últimos nove anos. A carteira aumentou, em termos reais, 2,2 vezes, entre 2008 e início de 2017, totalizando R\$ 592 bilhões e representando 38,4% do total do direcionado. O maior desembolso foi registrado em dezembro de 2014, de R\$ 753,8 bilhões. Durante esse período, ficou muito evidente a importância da atuação do BNDES como instrumento de política anticíclica e de concessão de financiamentos de longo prazo para a indústria e infraestrutura do país. Se no passado o Banco teve papel central na industrialização do país, no período recente, foi fundamental para minimizar os efeitos da crise, agilizar a retomada do crescimento da economia brasileira e favorecer a internacionalização de setores econômicos responsáveis pela acumulação de divisas.

Entre as modalidades de crédito do BNDES, os principais destaques foram as linhas capital de giro e financiamento de investimentos, tanto para pessoa física quanto jurídica. Na modalidade capital de giro para pessoa jurídica, o saldo apresentou crescimento real acumulado de 110,9% até janeiro de 2013. A partir de então, houve desaceleração. O crescimento entre 2008 e 2015 foi reduzido para 63% e, entre 2008 e 2017, foi de apenas 8%, perda de força ainda maior. (Tabela 2). A linha de financiamento de investimentos às empresas cresceu mais no período e chegou a variar até 193,7%, em termos reais, entre janeiro de 2008 e janeiro de 2015, desacelerando também nos últimos anos.

**TABELA 2**  
**Saldo das operações de crédito com recursos do BNDES**  
**para pessoa jurídica**  
**Brasil – jan/2008 a jan/2017**

(em R\$ milhões de jan/2017)

Meses	Capital de Giro	Financiamento de Investimentos
Jan/2008	14.538,56	223.526,29
Jan/2009	17.401,08	289.336,80
Jan/2010	20.104,48	389.760,43
Jan/2011	29.626,83	452.993,64
Jan/2012	27.123,58	506.548,12
Jan/2013	30.666,31	551.620,23
Jan/2014	29.079,10	612.470,52
Jan/2015	23.704,58	656.436,43
Jan/2016	15.076,15	637.853,93
Jan/2017	15.760,00	512.667,00
<b>Varição Real Acumulada</b>		
Jan/2008 a Jan/2013	110,9%	146,8%
Jan/2008 a Jan/2015	63,0%	193,7%
Jan/2008 a Jan/2017	8,4%	129,4%

Fonte: Banco Central do Brasil

Elaboração: DIEESE – Rede Bancários

Nota: Deflacionado pelo IPCA/IBGE

Apesar de ter tido menor variação em termos reais em relação às demais linhas, o crédito rural também obteve elevação importante no período analisado (81,91%). Esses recursos são destinados aos produtores, cooperativas e associações, com o objetivo de estimular a produção agrícola, os investimentos e a comercialização de produtos agropecuários. O produtor rural pode solicitar o empréstimo junto aos bancos e cooperativas de crédito ou por meio dos programas de concessão de crédito do governo, como o Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar (Pronaf), o Programa Nacional de Apoio ao Médio Produtor Rural (Pronamp) e as linhas específicas do BNDES, por exemplo. O principal agente operador deste financiamento é o Banco do Brasil, que detém 60% de participação nos financiamentos destinados ao setor agrícola<sup>3</sup>. Em janeiro de 2017, essa carteira totalizou R\$ 241,7 bilhões.

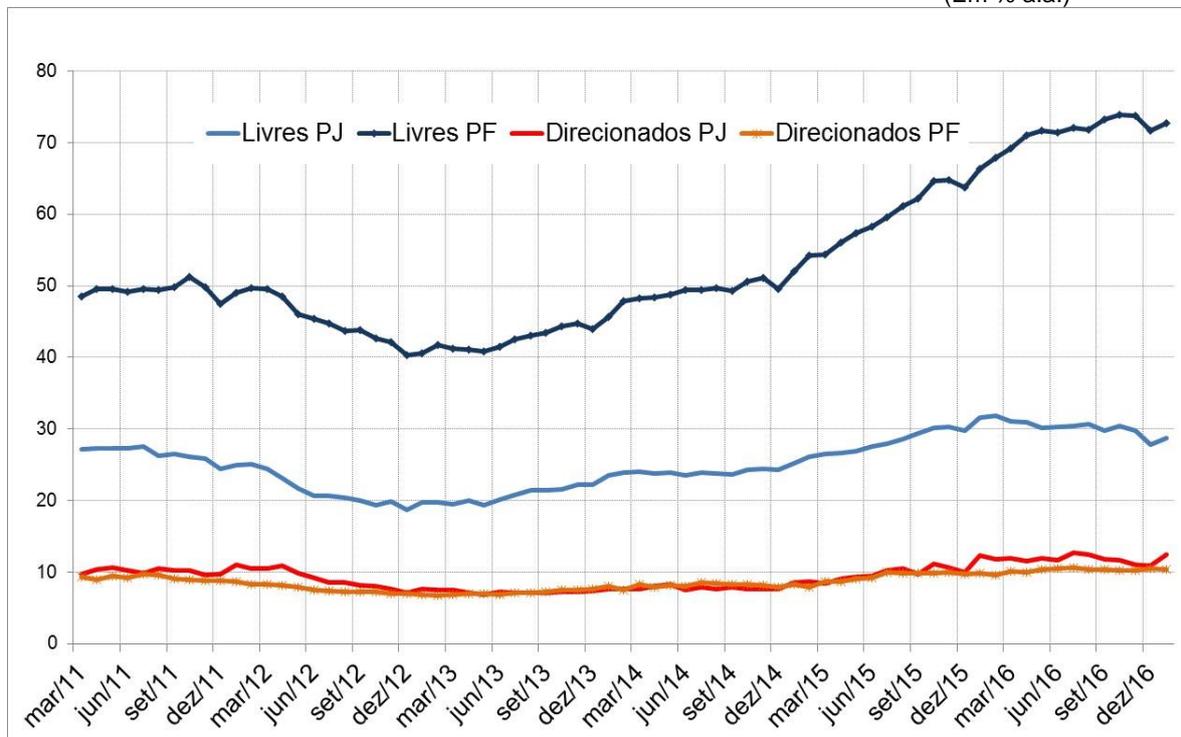
Um dos fatores que impulsionou o crescimento do crédito direcionado, no período analisado, foram as taxas de juros menores que as praticadas na concessão dos recursos livres. O Gráfico 4 mostra essa diferença. Enquanto a taxa média de juros cobrada nos recursos livres para Pessoa Física (PF) situou-se em 72,7% a.a., a taxa de juros dos recursos direcionados para essa modalidade foi de 10,41% a.a. A diferença entre as taxas chegou a sete vezes.

---

<sup>3</sup> Conforme Demonstrações Financeiras do Banco do Brasil, em dezembro de 2016.

**GRÁFICO 4**  
**Evolução da Taxa Média de Juros PJ e PF por tipo de recursos**  
**Brasil - mar/2011 a jan/2017**

(Em % a.a.)



Fonte: Banco Central do Brasil  
 Elaboração: DIEESE – Rede Bancários

No caso das taxas de juros para Pessoa Jurídica (PJ), a diferença é menor, contudo, não menos significativa. A taxa para recursos livres foi de 28,75% a.a. e para recursos direcionados de 12,46% a.a., uma diferença de 2,3 vezes. A diferença principal entre as taxas de juros é que as do direcionado são fixadas em regulamentação própria e variam conforme a fonte de recursos, sem estar sujeitas a flutuações do mercado como as dos recursos livres.

Grande parte dos recursos do financiamento habitacional, por exemplo, é regulamentada pelo Sistema Financeiro da Habitação - SFH (BRASIL, 1964), que utiliza duas fontes de recursos e é remunerada pela Taxa Referencial - TR (BRASIL, 1991), a saber:

- Recursos captados pelas cadernetas de poupança, que fazem parte do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE), remunerada pela TR + 0,5% a.m. (caso a meta da Selic seja superior a 8,5% a.a.) ou TR + 70% da meta da taxa Selic ao ano, tornada mensal, vigente na data de início do período de rendimento (quando a meta da taxa Selic ao ano for igual ou inferior a 8,5%);
- Recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), remunerados pela TR + 3% a.a.

Além disso, o SFH estabelece que os custos dos financiamentos habitacionais adquiridos por estas fontes estejam limitados a 12% a.a.

O Sistema Nacional de Crédito Rural, por meio da Lei 4.829, de novembro de 1965, instituiu o crédito rural no país e estabeleceu taxas de juros conforme as próprias fontes de recursos e programas (BANCO CENTRAL). As principais origens são os “recursos controlados”, que derivam, basicamente, dos depósitos obrigatórios dos bancos comerciais, calculados com base na alíquota dos depósitos à vista, e os da caderneta de poupança rural. As taxas de juros desses recursos são fixadas em 8,75% a.a.

No caso dos recursos do BNDES, o custo financeiro básico de grande parte dos créditos concedidos pelo banco tem como referência a TJLP (7% a.a.), objeto deste estudo, que tem se mantido abaixo da taxa de juros básica da economia (Selic) nos últimos anos.

## **O debate sobre o crédito direcionado e a TJLP**

Linhas de crédito subsidiadas pelos tesouros nacionais, associadas ou não a fundos públicos parafiscais e garantias do Estado, não são exclusividade do Brasil. Países como Alemanha, Suíça, Japão, França, China, Índia, Canadá, Japão, Singapura e México também adotam este modelo, com diferentes formatos institucionais (TORRES FILHO, 2017).

No Brasil, parte do crédito direcionado é do BNDES, com recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT. Os empréstimos feitos com esses recursos são corrigidos pela Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP. A existência da TJLP justifica-se pelas seguintes razões:

- Evitar que investimentos produtivos sejam penalizados pela elevada taxa básica de juros (Selic);
- Aumentar a competitividade da indústria de bens de capital com elevado conteúdo nacional;
- Evitar excessiva dolarização do balanço das empresas brasileiras.

No início desse ano, intensificou-se o debate sobre os problemas e funcionalidades do crédito direcionado e a existência de uma taxa de juros diferenciada para empréstimos de longo prazo realizados pelo BNDES, em meio às polêmicas sobre as razões para haver no país uma taxa de juros de curto prazo tão elevada.

Um dos argumentos veiculados na mídia, nos meios acadêmicos e empresariais, em particular ligados ao setor financeiro, se baseia na ideia de que a taxa de juros de curto prazo se mantém em patamares historicamente elevados em virtude de distorções na política fiscal e monetária do país, entre as quais, o crédito direcionado.

De acordo com esse argumento, no Brasil, o efeito da elevação das taxas de juros sobre a queda da inflação é limitado porque existe uma fonte de crédito de longo prazo originária de mecanismos

compulsórios de poupança social como o FGTS, o FAT e os fundos constitucionais de desenvolvimento.

Essa fonte de crédito, bastante concentrada nos bancos estatais, esteriliza parte dos esforços da política monetária para manter a inflação sob controle na medida em que o custo deste crédito não responde a variações na taxa básica de juros da economia. Por isso, o aperto monetário requerido para baixar a inflação no Brasil - em termos do nível da taxa de juros e do tempo em que é mantida elevada - seria proporcionalmente muito maior que em outros países. Uma das consequências dessa suposta distorção é que a retomada do crescimento econômico após períodos de recessão demoraria muito mais para ocorrer.

Esse argumento está bem detalhado em estudo recente elaborado por Daniela C. de Lima e Fernando H. Barbosa e divulgado pelo Departamento de Estudos Econômicos do Banco Bradesco - Depec. De acordo com o trabalho, o canal do crédito é um dos principais veículos de transmissão da política monetária, junto com a taxa de câmbio e as expectativas. Em relação ao canal do crédito,

Para um desejado efeito sobre a atividade, o BC (Banco Central) tem de levar em conta o fato de que a metade do crédito no país é pouco sensível ao juro básico da economia e, então, calibrar o juro em uma magnitude maior para que a metade sensível à taxa Selic cumpra o objetivo desejado. (LIMA, BARBOSA, 2017)

Além de reduzir a eficácia da política monetária em momentos de alta da inflação, segundo o estudo, “o crédito direcionado [...] cria potenciais distorções no mercado”, pois enseja uma “seleção adversa” dos potenciais tomadores. Nos termos do estudo,

Por ser um crédito mais barato e mais restrito é possível que alguns credores escolham os melhores pagadores e projetos, deixando no mercado de recursos livres os piores pagadores. Com maior risco de inadimplência no mercado, há elevação nos preços do crédito livre para todos os demais tomadores de crédito. (LIMA, BARBOSA, 2017)

Ademais, a existência do crédito direcionado constrange o desenvolvimento de outros mercados de crédito, entre eles, o mercado de capitais e privado – leia-se, bancos não estatais, bolsa de valores etc. Ou seja, o crédito direcionado cria condições privilegiadas de atuação para os bancos estatais, em particular, Caixa, BNDES e Banco do Brasil, onde se concentra a maior parte dos recursos direcionados.

Finalmente, o estudo menciona que o crédito direcionado tem custos fiscais, em virtude da diferença entre a taxa de juros de mercado baseada na Selic e a TJLP, que corrige os financiamentos realizados pelo BNDES. Essa diferença é coberta pelo Tesouro Nacional e repercute no déficit público. Segundo o estudo

[...] devemos destacar o custo fiscal do subsídio de algumas linhas do crédito direcionado, uma vez que o governo empresta recursos a uma taxa de juros mais baixa do que seu custo de captação, contribuindo para a elevação da dívida pública, o risco de solvência do país e, por conseguinte, a taxa de juros de equilíbrio da economia. (LIMA, BARBOSA, 2017)

Em conclusão, Lima e Barbosa afirmam que a existência de taxas de juros diferenciadas, “que não reflitam o verdadeiro preço do dinheiro, o risco da operação ou o momento de mercado induzem a investimentos de baixa eficiência e pioram a alocação de mercado” e sugerem alterações na atual política de crédito direcionado.

Em estudo publicado em 2005, o economista Pérsio Arida discutiu a necessidade de mudanças no crédito direcionado e na TJLP (ARIDA, 2005). Para o economista, a existência do crédito direcionado não é um problema em si mesmo, pois trata-se de uma fonte de recursos necessária e importante para o financiamento de longo prazo de investimentos estratégicos da economia. Mas a chamada “precificação” dos empréstimos realizados com base na TJLP contém uma distorção que deveria ser corrigida.

Para ele, a solução dessa distorção não passava pelo fim da TJLP ou sua equiparação à Selic, pois a primeira baliza o custo de investimentos de longo prazo e a segunda, de curto prazo. A solução correta seria atrelar a TJLP à rentabilidade dos títulos de longo prazo do Tesouro Nacional (NTN-B), ou seja, “determinar a TJLP de acordo com o sinal enviado pelo mercado sobre a taxa de juros de longo prazo, em reais, vigente em títulos do Tesouro Nacional” (ARIDA, 2005).

Tal proposta, além de reduzir os custos fiscais decorrentes da diferença entre Selic e TJLP, “eliminaría, ainda, a fixação da TJLP do rol das decisões suscetíveis à pressão dos grupos de interesse” (ARIDA, 2005), posto que isso ocorreria por meio de decisões técnicas do Banco Central e do Tesouro Nacional baseadas em “sinalizações do mercado” para as taxas de juros de longo prazo.

Por fim, afirma que a trajetória da “nova TJLP” dependeria da consolidação da estabilidade macroeconômica, isto é, da trajetória da inflação e da relação dívida pública/PIB. Dessa forma, conclui, o risco do tomador de crédito de longo prazo seria igual ao risco do Tesouro.

A transição para essa nova forma de precificação dos investimentos realizados pelo BNDES teria que ser muito cuidadosa, separando fluxos de estoques para evitar desequilíbrios patrimoniais. A

sugestão do autor é que a nova forma de precificação incidisse somente sobre os empréstimos feitos pelo BNDES após a regulamentação oficial.

No curto prazo, as alterações na TJLP sugeridas por Pêrsio Arida resultariam no encarecimento dos novos empréstimos feitos pelo Banco. Mas, segundo ele, no longo prazo, isso seria amplamente compensado com os efeitos positivos daquelas alterações, entre os quais se destacam a redução das taxas de juros de curto prazo, o aumento da eficiência da economia, a diminuição das pressões fiscais e o crescimento da formação de capital com base em mecanismos voluntários de poupança.

As análises desenvolvidas nos estudos até aqui comentados se baseiam no argumento de que a elevada taxa de juros de curto prazo (Selic) é consequência e não causa das distorções macroeconômicas do país (como o crédito direcionado e a TJLP). Entretanto, essa premissa não é consensual entre os economistas. Oreiro (2014), por exemplo, afirma que se existe uma diferença acentuada entre a TJLP e a Selic, a distorção decorre do elevado patamar da taxa de juros de curto prazo (Selic) e não do nível da taxa de longo prazo que, na visão do economista, ainda é muito alto diante do que se pratica em outros países.

Para Oreiro, em vez de propor a elevação da TJLP, o governo e o Banco Central deveriam agir para baixar a Selic com medidas como a gradual desindexação da parcela da dívida pública atrelada à essa taxa (atualmente, cerca de 29%) e dos demais preços da economia à inflação passada. Para ele, “é a Selic que está fora do lugar e não a TJLP” (OREIRO, 2014).

Oreiro defende a existência de uma taxa de juros subsidiada para financiar o investimento de longo prazo “desde que este dinheiro seja canalizado para projetos que criem externalidades positivas para a economia brasileira”, ou seja, “efeitos que se propaguem além dos interesses da empresa”. Para ele, o ideal é que os empréstimos do BNDES sejam voltados ao financiamento de obras de infraestrutura e ao financiamento de projetos de investimento às exportações. Com isso, não só se estaria dando um alívio ao setor manufatureiro, que sofre com a apreciação do câmbio, como também seria possível estimular o aumento da eficiência e da produtividade do setor, caso o BNDES exigisse como contrapartida dos empréstimos a obtenção de metas claras de aumento da exportação e da participação nos mercados internacionais.

Para o economista, não se trata de fazer a TJLP convergir para a Selic, pois isso “significaria eliminar o subsídio, o que tiraria todo o sentido do instrumento”, nem de restringir o crédito direcionado, mas de redefinir os critérios de concessão de empréstimos pelo BNDES, de modo a potencializar seus efeitos multiplicadores na economia e mitigar os possíveis impactos fiscais decorrentes desse subsídio e dos aportes do Tesouro ao BNDES.

Para o economista Ernani Torres Filho (2017), o alinhamento automático da TJLP às taxas de mercado comprometeria sobremaneira o papel do BNDES para o fomento de longo prazo da economia brasileira, pois atrelaria os investimentos a taxas “elevadas, voláteis e pró-cíclicas”. Com isso, o BNDES “não seria mais capaz de promover a competitividade de segmentos de alto valor agregado e com alto valor agregado nacional, como os bens de capital” . Mais grave ainda, comenta o autor, o BNDES “não poderia mais servir como instrumento de atuação anticíclica, como ocorreu em 2008 e 2009”, pois, o comportamento do banco “será ditado [...] pelo ciclo da política monetária e pelo risco que o mercado financeiro impuser ao Tesouro Nacional” .

Em artigo recentemente publicado na revista Carta Capital, o economista Pedro Paulo Zahluth Bastos também critica fortemente a ideia de equalização entre a TJLP e a Selic ou mesmo sua indexação às NTN-B (títulos de longo prazo do Tesouro).

Para Bastos,

A justificativa para fixar uma TJLP abaixo da meta da Selic (12,25% ao ano) é alinhar o custo do crédito de longo prazo às condições externas, de modo a não reduzir a competitividade das empresas locais por causa da anomalia internacional que é a Selic, campeã disparada entre os trinta países com maiores mercados de capitais.

Segundo ele, a proposta de indexar a TJLP às NTN-B, que remuneram os aplicadores com a inflação mais 5%, apesar de ser mais “branda” que o atrelamento à Selic e ainda garantir aos empresários juros menores que os praticados pelos bancos privados, também encarecerá o crédito de longo prazo no Brasil muito além das taxas internacionais e com isso afetará a competitividade das empresas já fortemente abalada pela apreciação cambial. Além disso, a correção da TJLP pela NTN-B fragilizará os balanços patrimoniais das empresas ao sujeitá-los ao comportamento de variáveis cíclicas como inflação e déficit público. Segundo Bastos, o resultado final recairá inevitavelmente sobre a inflação, por meio do repasse aos preços da elevação do custo do dinheiro.

O economista prossegue argumentando que o chamado “custo fiscal” dos empréstimos do BNDES deve ser comparado aos efeitos positivos que geram para a arrecadação de impostos. De acordo com cálculos do próprio BNDES, até 2060, os empréstimos realizados resultarão em ganho fiscal líquido da ordem de 0,01% do PIB, além de estimular a inovação, a criação de nova capacidade produtiva e a geração de empregos.

Para Bastos, o aspecto mais intrigante das propostas que recomendam a revisão das regras para o cálculo da TJLP é que elas não tratam, em nenhum momento, do elevado custo fiscal e dos efeitos

sobre a inflação decorrentes da manutenção da Selic em patamares elevadíssimos nem das razões para a existência de um *spread* bancário<sup>4</sup> sem paralelo na economia mundial.

Em suma, as propostas de mudanças na TJLP ensejarão o encarecimento da única fonte de crédito de longo prazo da economia brasileira e podem redirecionar os recursos do FAT para o circuito rentista. Além disso, nada assegura que tais mudanças estimularão o crescimento de fontes privadas e voluntárias de poupança e do mercado de capitais.

Ademais, o argumento base dessas propostas é questionável do ponto de vista teórico, como afirmam Oreiro e Zahluth Bastos, para quem a distorção macroeconômica não é a TJLP, mas, a Selic e os efeitos devastadores da taxa sobre as contas públicas e o lado real da economia.

Em análise recente, o Instituto de Estudos do Desenvolvimento Industrial – Iedi – reafirma que a escolha da NTN-B para determinar a nova taxa de juros de longo prazo encarecerá substancialmente o crédito (IEDI, 2017). Observando o comportamento desse título entre janeiro de 2004 e dezembro de 2016, nota-se uma taxa média nominal de 13% ao ano, enquanto a da TJLP foi de 7% ao ano.

Outros riscos apontados pelo IEDI em relação ao atrelamento da TLP à NTN-B são a grande instabilidade das variações das taxas desse título e, principalmente, sua natureza pró-cíclica – aumenta quando a inflação ou o risco do Tesouro se eleva -, enquanto a TJLP funcionou em certos momentos para amortecer os ciclos. Ou seja, o BNDES passará a ter uma atuação “inteiramente ditada pelo ciclo da política monetária e pelo risco que o mercado financeiro definir para o Tesouro Nacional” e assim “não será mais capaz de promover a competitividade de segmentos de elevado valor agregado nacional, como a indústria de bens de capital” e deixará de servir como instrumento de ação anticíclica, como ocorreu em 2008 e 2009.

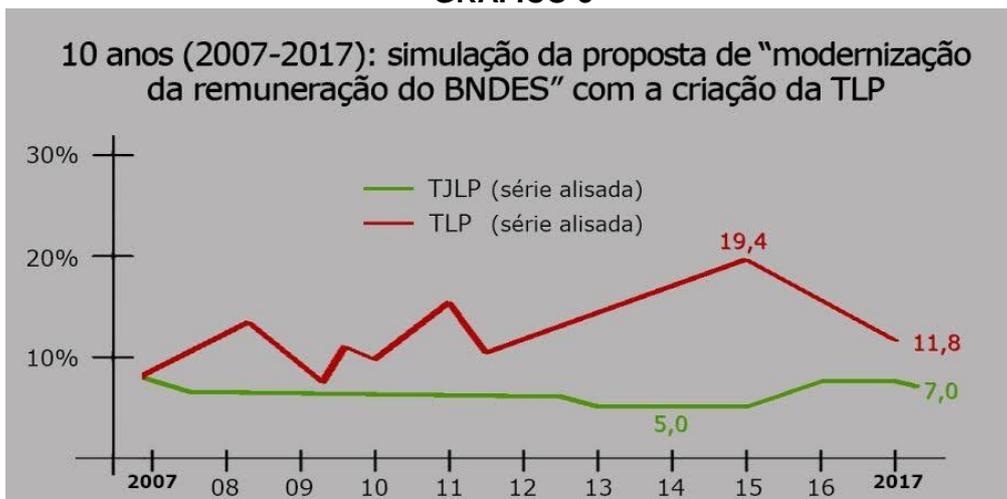
Outro risco apontado na análise do Iedi é o de dolarização dos passivos, pois diante do encarecimento do crédito direcionado, as empresas voltarão a buscar recursos externos mais baratos, mas sujeitos à volatilidade cambial. Em decorrência, aumentará a instabilidade macroeconômica que vigorou até 2004, dados os efeitos da dolarização dos passivos das empresas nas contas externas do país.

Nessa mesma linha, em recente artigo publicado na revista Carta Capital, Sicsú (2017) simula a evolução da nova taxa de juros de longo prazo proposta pelo Banco Central, como se ela estivesse em vigor nos últimos 10 anos, e mostra que o patamar seria bastante superior e bem mais volátil do que o apresentado pela TJLP.

---

<sup>4</sup> Diferença entre a taxa que os bancos cobram ao emprestar para empresas e consumidores e a taxa a que captam recursos no mercado.

GRÁFICO 5



Fonte: Banco Central, BNDES e Tesouro Nacional  
Elaboração: João Sicsú

O autor aponta como grande o risco que isso traria para as políticas anticíclicas praticadas pelo Estado:

Cabe observar que políticas anticíclicas, por definição, não podem ser decididas pelo mercado. O mercado é sempre pró-cíclico. E, portanto, a TLP nunca será uma taxa anticíclica porque será uma taxa definida sob a pressão do mercado financeiro em leilões de títulos do tipo NTN-B (de cinco anos). Em sentido oposto, políticas anticíclicas são, de forma obrigatória, resultantes de movimentos discricionários, autônomos (SICSÚ, 2017).

Por fim, diz análise do Iedi, dificilmente se atingirá um dos objetivos almejados pelo Banco Central com a criação da TLP, que é a ampliação e diversificação de fundos para o financiamento do investimento de longo prazo. Em 2016, os bancos privados foram responsáveis por apenas 14% dos empréstimos com mais de cinco anos de vencimento concedidos às empresas e o mercado de debêntures, atualmente, não consegue realizar operações de financiamento de porte com mais de cinco anos (IEDI, 2017).

Além disso, segundo estudo recente da Fiesp, não existe nenhuma quantificação a respeito de possíveis impactos negativos do crédito direcionado sobre o *spread* bancário – e, portanto, sobre os juros. Ao contrário, de acordo com dados do Banco Central, em 2016 o *spread* do crédito livre respondeu por 82% do *spread* total e o crédito direcionado por apenas 18%. Ainda de acordo com o estudo da Fiesp, “mesmo se 100% do crédito no Brasil fosse concedido com o *spread* do crédito direcionado, ainda assim teríamos praticamente o mesmo *spread* do Chile e maior do que todos os outros países comparáveis” (FIESP/DECOMTEC, 2017).

## Considerações Finais

A mudança na metodologia de cálculo da taxa de juros de longo prazo da economia deve ser entendida no contexto de uma profunda revisão, pelo atual governo, do papel do Estado e dos bancos públicos na economia. Está em curso um processo de esvaziamento das instituições financeiras públicas, que se manifesta na redução e/ou no encarecimento dos recursos parafiscais controlados por elas, no forte ajuste de estruturas operacionais e de pessoal e na omissão do Tesouro em realizar aportes de capital para a Caixa e o BNDES.

Ademais, tais mudanças expressam as demandas do setor financeiro privado pelo controle de maiores parcelas de recursos públicos e parafiscais, explicitadas na aprovação da Emenda Constitucional 95 e na proposta de reforma da previdência defendida pelo governo. Inclusive, não estão fora de cogitação mudanças na forma de gestão do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço – FGTS – de maneira a incorporar seus recursos ao circuito rentista. O controle desse patrimônio é estratégico para os bancos privados manterem intacto o seu *modus operandi*, que mantém elevados os lucros e a rentabilidade das instituições financeiras, independentemente das adversidades da conjuntura econômica.

## Referências bibliográficas

ARIDA, Pécio. **Mecanismos compulsórios e mercados de capitais: propostas de política econômica**. Rio de Janeiro: Instituto de Estudos de Política Econômica; Casa das Garças, 08 maio 2005. (Texto para Discussão, 8). Disponível em: [http://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2016/03/arida\\_mecanismos\\_compulsorios\\_e\\_mercado\\_de\\_capitais.pdf](http://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2016/03/arida_mecanismos_compulsorios_e_mercado_de_capitais.pdf).

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Nota de política monetária e operações de crédito**. Brasília, DF, diversos números.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. FAQ: crédito rural, Brasília, DF, 2015. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/bc\\_atende/port/rural.asp#13](https://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/rural.asp#13).

BANCO DO BRASIL. **Análise do desempenho**: 4º trimestre de 2016. Brasília, DF, 2017.

BASTOS, Pedro Paulo Zahluth. A bolsa-rentista e o ataque ao BNDES. Carta Capital: Economia; setor financeiro, São Paulo, 23 mar. 2017. Disponível em: <http://www.cartacapital.com.br/a-bolsa-rentista-e-o-ataque-ao-bndes>.

BRASIL. Leis e Decretos. **Lei n. 4.380**, de 21 de agosto de 1964. Institui a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria.... Brasília, DF, 1964. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4380.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4380.htm).

BRASIL. Leis e Decretos. **Lei n. 8.177**, de 1º de março de 1991: estabelece regras para a desindexação da economia e dá outras providências.

DECOMTEC. **Spread bancário**: evolução de seus componentes e agenda do Banco Central. São Paulo: FIESP; DECOMTEC, fev. 2017. Disponível em: <http://www.fiesp.com.br/arquivo-download/?id=228197>.

DIEESE. **A evolução do crédito na economia brasileira 2008-2013**. São Paulo, maio 2014. (Nota Técnica, 135). Disponível em: <https://www.dieese.org.br/notatecnica/2014/notaTec135Credito.pdf>.

TORRES FILHO, Ernani. Fim da TJPL: um salto no escuro. **Valor Econômico**: opinião, São Paulo, 06 abr. 2017. Disponível em: <http://www.valor.com.br/opiniao/4928882/fim-da-tjlp-e-salto-no-escuro>.

IEDI. Os riscos da substituição da TJLP. 2017. **GGN**, [Rio de Janeiro], 06 abr. 2017. Disponível em: <http://jornalggm.com.br/noticia/os-riscos-da-substituicao-da-tjlp-nos-creditos-do-bndes>.

LIMA, Daniela Cunha de; BARBOSA, Fernando Honorato. Direcionamento de crédito e eficiência da política monetária no Brasil. **Destaque Depec** – Bradesco, ano 14, n. 170, 08 fev. 2017.

MINISTÉRIO DO TRABALHO E EMPREGO. **Informações gerenciais do Programa Nacional de Microcrédito Produtivo Orientado**: 4º trimestre de 2015. Brasília, DF, fev. 2016. Disponível em: <http://acesso.mte.gov.br/data/files/8A7C816A55985238015675D445974431/RELAT%C3%93RIO%20PNMP%204%C2%BA%20TRI%202015.pdf>.

MORAIS, J. M de. Programas especiais de crédito para micro, pequenas e médias: BNDES, PROGER e fundos constitucionais de financiamento. In: IPEA. **Políticas de incentivo à inovação tecnológica no Brasil**. Brasília, DF: IPEA, 2008.

OREIRO, José Luís. TJLP é boa, mas tem que ser bem usada. **Jornal O Estado de S. Paulo**, 24 set. 2014. Disponível em: <http://jloreiro.wordpress.com/2014/09/25/tjlp-e-boa-mas-tem-de-ser-bem-usada-o-estado-de-sao-paulo-24-09-2014/>.

SAFATLE, Cláudia. Governo define proposta para nova TJLP. **Jornal Valor Econômico**, São Paulo, 15 mar. 2017. Disponível em: <http://www.valor.com.br/brasil/4899904/governo-define-proposta-para-nova-tjlp>.

SICSÚ, João. Adeus ao BNDES. **Revista Carta Capital**, São Paulo, 03 abr. 2017. Disponível em: <https://www.cartacapital.com.br/economia/adeus-ao-bndes>.

Rua Aurora, 957 – 1º andar  
CEP 05001-900 São Paulo, SP  
Telefone (11) 3874-5366 / fax (11) 3874-5394  
E-mail: [en@dieese.org.br](mailto:en@dieese.org.br)  
[www.dieese.org.br](http://www.dieese.org.br)

**Presidente: Luís Carlos de Oliveira**

Sindicato dos Trabalhadores nas Indústrias Metalúrgicas Mecânicas e de Material Elétrico de São Paulo Mogi das Cruzes e Região - SP

**Vice-presidente: Raquel Kacelnikas**

Sindicato dos Empregados em Estabelecimentos Bancários de São Paulo Osasco e Região - SP

**Secretário Nacional: Nelsi Rodrigues da Silva**

Sindicato dos Metalúrgicos do ABC - SP

**Diretor Executivo: Alex Sandro Ferreira da Silva**

Sindicato dos Trabalhadores nas Indústrias Metalúrgicas Mecânicas e de Material Elétrico de Osasco e Região - SP

**Diretor Executivo: Bernardino Jesus de Brito**

Sindicato dos Trabalhadores nas Indústrias de Energia Elétrica de São Paulo - SP

**Diretor Executivo: Carlos Donizeti França de Oliveira**

Federação dos Trabalhadores em Serviços de Asseio e Conservação Ambiental Urbana e Áreas Verdes do Estado de São Paulo - SP

**Diretora Executiva: Cibele Granito Santana**

Sindicato dos Trabalhadores nas Indústrias de Energia Elétrica de Campinas - SP

**Diretor Executivo: Josinaldo José de Barros**

Sindicato dos Trabalhadores nas Indústrias Metalúrgicas Mecânicas e de Materiais Elétricos de Guarulhos Arujá Mairiporã e Santa Isabel - SP

**Diretora Executiva: Mara Luzia Feltes**

Sindicato dos Empregados em Empresas de Assessoramentos Perícias Informações Pesquisas e de Fundações Estaduais do Rio Grande do Sul - RS

**Diretora Executiva: Maria das Graças de Oliveira**

Sindicato dos Servidores Públicos Federais do Estado de Pernambuco - PE

**Diretor Executivo: Paulo Roberto dos Santos Pissinini Junior**

Sindicato dos Trabalhadores nas Indústrias Metalúrgicas de Máquinas Mecânicas de Material Elétrico de Veículos e Peças Automotivas da Grande Curitiba - PR

**Diretor Executivo: Paulo de Tarso Guedes de Brito Costa**

Sindicato dos Eletricitários da Bahia - BA

**Diretora Executiva: Zenaide Honório**

Sindicato dos Professores do Ensino Oficial do Estado de São Paulo - SP

**Direção Técnica**

Diretor técnico: Clemente Ganz Lúcio

Coordenadora de pesquisas e tecnologia: Patrícia Pelatieri

Coordenador de educação e comunicação: Fausto Augusto Júnior

Coordenador de relações sindicais: José Silvestre Prado de Oliveira

Coordenadora de estudos em políticas públicas: Angela Maria Schwengber

Coordenadora administrativa e financeira: Rosana de Freitas

**Equipe Técnica**

Cátia Uehara (Subseção Seeb-SP)

Gustavo Cavarzan (Subseção Seeb-SP)

Regina Camargos (Subseção Contraf-CUT)