

# Considerações sobre a proposta de aumento da TJLP

Setembro 2014

Guilherme Tinoco<sup>1</sup>

## 1. Introdução

Nos últimos dias, no rol das discussões sobre a sustentabilidade da política fiscal brasileira, se destacou a proposta feita pelo ex-secretário de Política Econômica Nelson Barbosa, em texto intitulado “Uma proposta de ajuste de médio prazo da TJLP”.

A proposta se fundamenta na ideia de que a manutenção da estabilidade fiscal nos próximos anos não depende somente das ações no orçamento primário, mas também das ações tomadas no orçamento financeiro do setor público. Hoje em dia, a diferença entre as taxas dos passivos e dos ativos do governo implica em uma taxa implícita da dívida pública elevada, que por sua vez determina um alto volume de despesas financeiras para o setor público.

O ex-secretário propõe um aumento na TJLP, o que equivale a uma diminuição dos subsídios nas operações de crédito via BNDES. Para determinar a nova TJLP, ele sugere que esta seja igual à taxa esperada de crescimento do PIB nominal da economia nos próximos quatro anos. A transição para a nova fórmula ocorreria em dois anos.

Segundo a proposta, fazendo a TJLP convergir para a taxa de crescimento do PIB, o governo estaria financiando o investimento de longo prazo a uma taxa equivalente a taxa de crescimento de sua receita.

O objetivo desta breve nota é levantar algumas questões relevantes em relação à proposta apresentada, contribuindo para o debate. Na primeira seção, situa-se o aumento da TJLP dentro do debate fiscal; na segunda seção, expõe-se os principais *tradeoffs* envolvidos na determinação da TJLP; na terceira seção é realizado um exercício empírico comparando taxas e subsídios para regras alternativas de TJLP e, por fim, na última seção, apresentam-se as considerações finais.

## 2. Origens da proposta

A proposta do ex-secretário está inserida em uma ampla discussão sobre a sustentabilidade da política fiscal brasileira. Nos últimos anos, pode-se dizer que, em relação ao orçamento primário, houve aumento de receitas e aumento ainda maior de gastos, culminando em quedas progressivas do superávit primário. Já em relação ao orçamento financeiro, a ampliação dos ativos, destacando-se as reservas internacionais e os empréstimos ao BNDES, que são remunerados a taxas menores do que os custos com os passivos, levou ao crescimento da taxa implícita da dívida pública, ou seja, do gasto com despesas financeiras do governo.

Nesse sentido, a proposta apresentada defende um aperto fiscal na margem (a sustentabilidade fiscal), a partir da diminuição dos subsídios do BNDES, por meio de aumento na TJLP.

---

<sup>1</sup> Mestre em economia pela FEA/USP.

Vale ressaltar que existiriam alternativas para alcançar a sustentabilidade fiscal por meio da **redução dos subsídios do BNDES**<sup>2</sup>, além da mudança da regra da TJLP: (i) diminuir/zerar aportes do Tesouro no Banco, (ii) acelerar amortização dos empréstimos do Tesouro (caso seja legalmente possível), (iii) encarecer empréstimos (aumento da TJLP; aumento dos spreads do BNDES), (iv) determinar um volume máximo de subsídio via orçamento, o qual seria gerido pelo banco e, por fim, (v) uma combinação entre essas diferentes opções.

Contudo, não é objetivo deste texto avaliar prós e contras de cada uma dessas alternativas. Iremos nos restringir à proposta de mudança da TJLP, comparando diferentes alternativas para uma nova regra.

### 3. A TJLP hoje e a proposta de alteração

Podemos dizer que hoje a TJLP é fixa<sup>3</sup> e baixa. Para pensar em uma alteração da taxa, é importante destacar os dois principais *tradeoffs* envolvidos nesta decisão, a saber: variação e nível.

O primeiro diz respeito a termos uma **taxa fixa ou variável**.

Uma taxa fixa reduz o risco do investidor, principalmente no caso dos empréstimos do BNDES, que financia investimentos de longa maturação. Por outro lado, ela implica em um subsídio variável: o Tesouro fica com o risco da variação, que pode ser negativa ou positiva. Com a TJLP em 5% e a Selic em 11%, o subsídio com o estoque atual é cerca de R\$ 30 bilhões por ano. Se a Selic sobe a 13%, o gasto do Tesouro aumenta em R\$ 10 bilhões, mas se ela cai a 9%, o gasto diminui em R\$ 10 bilhões.

Uma taxa variável (a depender da regra), por outro lado, torna o gasto com subsídios mais previsível pelo Tesouro. Em contrapartida, torna o fluxo de caixa dos projetos mais incerto, se configurando em um “custo” para os tomadores de empréstimo.

O segundo *tradeoff* é entre a **taxa alta ou baixa**.

Uma taxa mais alta (ou mais próxima às taxas de mercado) diminui o volume de subsídio e, portanto, os gastos do Tesouro. Por outro lado, ela pode inviabilizar certos projetos, o que pode ser ruim caso os benefícios sociais superem o custo privado (devido às externalidades).

Uma taxa mais baixa consegue incentivar um maior número de projetos, mas torna o gasto com subsídio maior.

Hoje em dia, podemos dizer que temos uma TJLP “fixa e baixa”. É importante lembrar, contudo, que no caso dos empréstimos do BNDES, o segundo *tradeoff* se manifesta através de suas condições financeiras (*spreads* maiores ou menores de acordo com o nível de subsídio pretendido na operação). Assim, embora a TJLP seja baixa, para casos em que o *spread* são maiores, o subsídio final acaba sendo menor. Esse mecanismo permite ao Banco priorizar determinados setores e projetos.

---

<sup>2</sup> Ao reduzir o subsídio do BNDES, deve-se ter em mente onde ele é mais meritório (ou justificado), tanto no campo teórico (onde existem maiores externalidades), quanto no campo prático, se possível medindo impactos e calculando os valores que alteram o incentivo dos empresários na margem, por exemplo.

<sup>3</sup> Fixa no sentido de não andar com a variação da Selic. Hoje em dia ela é fixada por longos períodos, mas pode ser revisada de tempos em tempos pelo CMN. Formalmente, é calculada a partir da meta de inflação e do prêmio de risco do país.

## Proposta de alteração

A proposta do ex-secretário Nelson Barbosa é de igualar a TJLP ao PIB nominal esperado pelo mercado para os próximos 4 anos (média). Neste caso, teríamos uma TJLP variável e, em princípio, alta. Ele não aborda nada sobre os *spreads* do BNDES, nem sobre aportes futuros ao banco<sup>4</sup>.

Como foi visto, o objetivo é diminuir os subsídios e aliviar o orçamento financeiro do governo. A partir daí, a principal justificativa para a escolha desta regra em particular é a possibilidade de tornar o instrumento anticíclico: quanto maior (menor) o PIB esperado, para uma dada inflação, maior (menor) a nova TJLP e menor (maior) o subsídio.

**Ao menos teoricamente, entretanto, existem algumas fraquezas da regra em questão:** (i) ela não resolve o problema da TJLP na eficiência da política monetária, (ii) ela é de difícil intuição, (iii) ela está baseada em expectativas formadas no mercado, sujeita portanto aos próprios erros de projeção. Por último, destaca-se ainda que (iv) em alguns períodos a nova regra poderia implicar em situações em que a TJLP fosse maior do que a Selic. Esse último ponto será verificado empiricamente na próxima seção.

### 4.. A nova TJLP: simulação de regras alternativas

Para analisar algumas questões elencadas acima, como trajetória da taxa, volatilidade, gasto com subsídios e possibilidade de termos uma TJLP maior que a Selic, simula-se o cenário econômico para diferentes regras de TJLP.

Inicialmente, em vista de dificuldades de modelagem para frente, vamos comparar o desempenho dessas variáveis olhando o período para trás (2007 a 2014). Futuramente, buscaremos utilizar um modelo de pequeno porte (endogeneizando a expectativa do PIB 4 anos à frente) para comparar as mesmas regras olhando para frente<sup>5</sup>.

Foram utilizadas 5 regras para a TJLP. A Tabela 1, abaixo, sintetiza todas elas, apresentando características adicionais.

1. Fixa e Baixa: trajetória da própria TJLP.
2. Fixa e Alta: TJLP + 2%
3. Variável e Alta: TLJP da proposta do Nelson.

---

<sup>4</sup> A transição para a nova fórmula ocorreria em dois anos, a partir de outra regra, que atribuiria pesos crescentes à nova TJLP e pesos decrescente à velha TJLP, zerando este último no final da transição. Na proposta do Nelson Barbosa, contudo, a nova TJLP ficou fixada em 8,3% até dez/16 (Tabela 2 de Barbosa [2014]). Ou seja, em sua estimacão futura ele esqueceu de atualizar o valor da nova TJLP, a partir da regra que ele mesmo criou.

<sup>5</sup> Entre 2015 e 2020, foram utilizadas as nossas projeções de PIB, IPCA, Selic, conforme explicitadas no Anexo 1. Para o cálculo do subsídio, considerou-se o estoque de crédito que mantivesse a relação crédito BNDES sobre o PIB. A regra do Nelson Barbosa não foi simulada para frente, pois ela depende da evolução das expectativas para o PIB, que não puderam ser estimadas. Vale ressaltar que os valores 2015 a 2010 valem apenas como ilustração, sendo que o importante deste exercício é considerar o período passado, que possui informações completas.

4. Variável e Alta (2): Selic menos 200 bps<sup>6</sup>.

5. Variável e Baixa: Selic menos 400 bps.

**Tabela 1: Regras alternativas de TJLP**

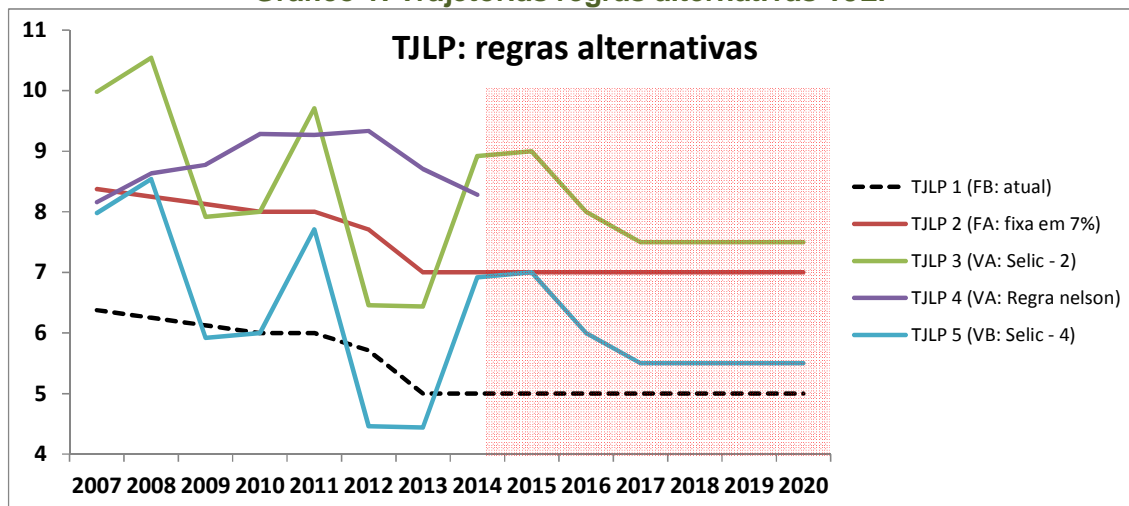
	Prejudica Política Monetária?	Fácil intuição?	Regra baseada em expectativas de mercado?
<b>TJLP 1 (FB: atual)</b>	sim	sim	não
<b>TJLP 2 (FA: fixa em 7%)</b>	sim	sim	não
<b>TJLP 3 (VA: Selic - 2)</b>	não	sim	não
<b>TJLP 4 (VA: Regra nelson)</b>	sim	não	sim
<b>TJLP 5 (VB: Selic - 4)</b>	não	sim	não

F: fixa, V: variável; B: baixa, A: alta

Para fins de simplificação, foram utilizadas as taxas médias no ano, com base nos valores mensais (TJLP e Selic). Em relação à expectativa de PIB Nominal, foi considerada a expectativa de inflação mais a expectativa de PIB, assim como na proposta do NB, também calculadas pelas taxas médias do ano.

O **Gráfico 1 apresenta a trajetória para a TJLP, consideradas as 5 regras alternativas**. No que tange à volatilidade, pode ser verificado que, ao menos para trás (2007 – 2014), as regras baseadas na Selic (3 e 5) resultaram em taxas mais voláteis do que a TJLP com a regra do Nelson.

**Gráfico 1: Trajetórias regras alternativas TJLP**

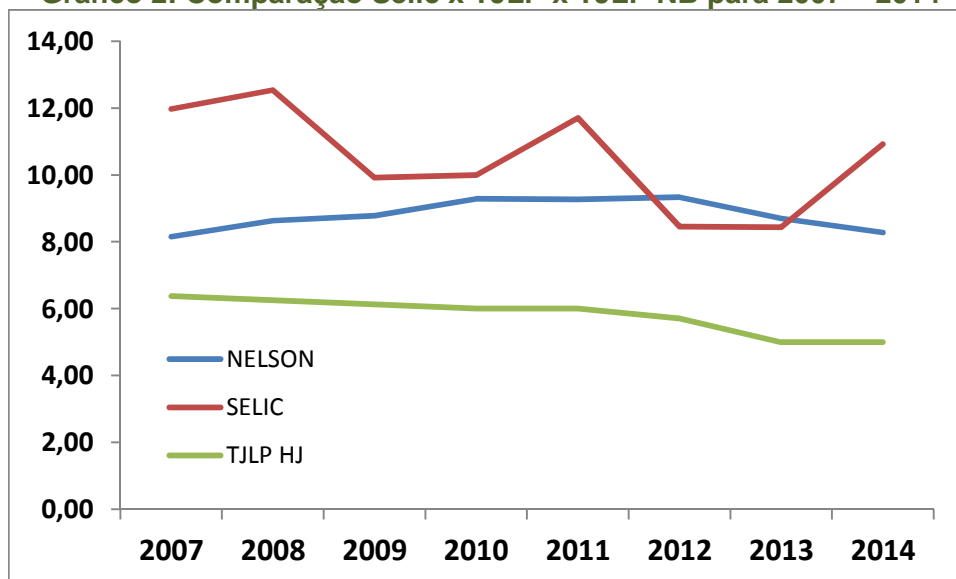


Já no que se refere à comparação entre TJLP e Selic, os resultados mostram que, considerado o período 2007 a 2014, a **TJLP segundo a regra proposta pelo Nelson Barbosa teria sido maior do que a própria Selic em 2012 e em 2013**, anos em que a Selic ficou abaixo de sua média histórica. Tal fato permite concluir que essa

<sup>6</sup> Para estabelecer uma taxa variável, é necessário explicitar qual a âncora para variação. A proposta do Nelson sugere variação em relação ao PIB nominal, como já foi visto. Outra âncora possível é a própria taxa básica de juros.

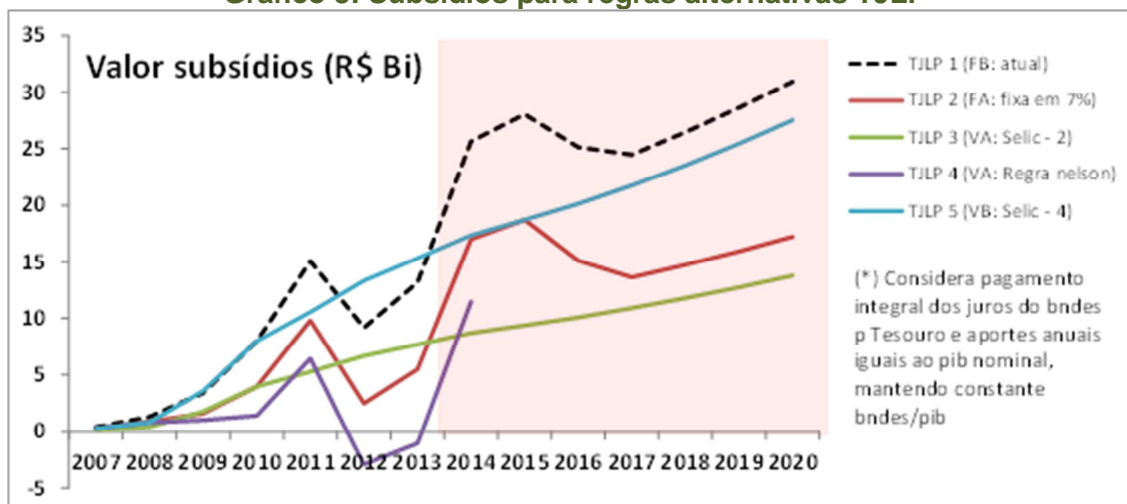
possibilidade teórica realmente pode acontecer na prática<sup>7</sup>. O Gráfico 2 ilustra essa fato.

**Gráfico 2: Comparação Selic x TJLP x TJLP NB para 2007 – 2014**



Por fim, em relação aos subsídios (Gráfico 3), os resultados são consequência do nível (alta ou baixa) e da volatilidade de cada regra da TJLP. Destaca-se o subsídio negativo para os anos 2012 e 2013 a partir da regra de NB, explicada pela TJLP NB ter sido maior do que a taxa básica.

**Gráfico 3: Subsídios para regras alternativas TJLP**



<sup>7</sup> Uma implicação lógica é que, caso a regra venha a ser implementada, seja avaliada a possibilidade de estabelecer um teto para a TJLP (não pode ser maior do que a Selic, por exemplo).

## 5. Considerações finais

Se o objetivo é melhorar a situação fiscal do governo, reduzir o subsídio nas operações de crédito do BNDES e aumentar a TJLP devemos, portanto, direcionar esforços em escolher a melhor regra para determinar a trajetória desta taxa.

Existem vários *tradeoffs* envolvidos nessa escolha. A proposta do ex-secretário Nelson Barbosa iguala a TJLP ao crescimento esperado do PIB nominal. A principal vantagem desta é tornar a taxa anticíclica, ao mesmo tempo em que a coloca em patamar mais alto, diminuindo os subsídios. Com base nos dados entre 2007 e 2014, tal regra também apresentou menor volatilidade, o que é uma vantagem para o tomador do empréstimo.

Contudo, essa regra apresenta algumas fraquezas, sendo as principais (i) ela não resolve o problema da TJLP na eficiência da política monetária, (ii) ela é de difícil intuição, (iii) ela está baseada em expectativas formadas no mercado e (iv) não pode ser descartada a hipótese de que ela possa se situar em patamar superior à própria Selic.

Outra regra mais simples e intuitiva como  $TJLP = Selic - 200 \text{ bps}$  também se destaca dentre várias alternativas possíveis. Ela tem como vantagem escapar das fraquezas listadas acima, mas, por outro lado, pode apresentar maior volatilidade do que a regra do Nelson (este pelo menos foi o caso para o período 2007 – 2014). Até o momento, contudo, ela parece ser superior à regra proposta pelo NB.

O debate está apenas no início e o objetivo desta breve nota foi dar as primeiras contribuições nesse sentido. Acreditamos que mais esforços são necessários, principalmente (i) na modelagem à frente de cenários alternativos, (ii) no estudo dos principais determinantes do investimento por parte dos empresários (qual a sensibilidade do investimento ao nível e à previsibilidade da TJLP?) (iii) e nos impactos da TJLP na taxa básica de juros. Só assim poderemos nos mover a uma nova regra para a TJLP, com mais segurança e sem riscos aos investimentos e ao crescimento do país.

Anexo 1 – Tabela Premissas e Resultados

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB real	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	1,0	2,5	0,7	1,5	2,0	3,0	3,0	3,0	3,0
IPCA	4,46	5,90	4,31	5,91	6,50	5,84	5,91	6,30	6,20	5,50	5,00	5,00	5,00	5,00
PIB Nominal (%) - c/ IPCA	10,82	11,38	3,97	13,89	9,41	6,93	8,55	7,04	7,79	7,61	8,15	8,15	8,15	8,15
PIB Nominal (%) - c/ deflator (oficial)	12,32	13,94	6,83	16,38	9,89	6,01	10,31	7,04	7,79	7,61	8,15	8,15	8,15	8,15
PIB Nominal	2.661	3.032	3.239	3.770	4.143	4.392	4.845	5.186	5.590	6.016	6.506	7.036	7.610	8.230
Selic (Média)	11,98	12,54	9,92	10,00	11,71	8,46	8,44	10,92	11,00	10,00	9,50	9,50	9,50	9,50
Estoque BNDES (Médio)	7	21	90	199	263	333	382	433	467	503	544	588	636	688
TJLP (Média)	6,4	6,3	6,1	6,0	6,0	5,7	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
BNDES/PIB	0,28%	0,69%	2,77%	5,27%	6,36%	7,58%	7,89%	8,36%	8,36%	8,36%	8,36%	8,36%	8,36%	8,36%
Expectativa % PIB Nom (média de 4 anos à frente)	8,16	8,63	8,78	9,28	9,27	9,34	8,71	8,28						
<b>TJLP para as 5 regras</b>														
TJLP 1 (FB: atual)	6,4	6,3	6,1	6,0	6,0	5,7	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
TJLP 2 (FA: fixa em 7%)	8,4	8,3	8,1	8,0	8,0	7,7	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
TJLP 3 (VA: Selic - 2)	9,98	10,54	7,92	8,00	9,71	6,46	6,44	8,92	9,00	8,00	7,50	7,50	7,50	7,50
TJLP 4 (VA: Regra nelson)	8,16	8,63	8,78	9,28	9,27	9,34	8,71	8,28	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
TJLP 5 (VB: Selic - 4)	7,98	8,54	5,92	6,00	7,71	4,46	4,44	6,92	7,00	6,00	5,50	5,50	5,50	5,50
<b>Subsídios para as 5 regras de TJLP (R\$ Bi)</b>														
TJLP 1 (FB: atual)	0,42	1,31	3,40	7,95	15,04	9,14	13,14	25,66	28,04	25,14	24,47	26,47	28,62	30,95
TJLP 2 (FA: fixa em 7%)	0,27	0,89	1,61	3,98	9,77	2,49	5,49	16,99	18,69	15,08	13,59	14,70	15,90	17,20
TJLP 3 (VA: Selic - 2)	0,15	0,42	1,79	3,98	5,27	6,65	7,64	8,67	9,35	10,06	10,88	11,76	12,72	13,76
TJLP 4 (VA: Regra nelson)	0,28	0,81	1,02	1,42	6,42	-2,92	-1,03	11,44						
TJLP 5 (VB: Selic - 4)	0,30	0,83	3,59	7,95	10,54	13,31	15,29	17,34	18,69	20,11	21,75	23,52	25,44	27,52