

Assunto: Medida Provisória nº 777, de 26/04/2017

Por que a MP 777 é danosa para o país?

1. Inviabiliza o BNDES como Banco de Desenvolvimento;
2. Inviabiliza os investimentos de longo prazo na economia brasileira;
3. Elimina instrumento de competitividade da indústria;
4. Impacta negativamente a geração de empregos e a retomada do crescimento;
5. Concede ao “mercado” poder absoluto sobre o controle do crédito de longo prazo no Brasil;
6. Perda de autonomia do país sobre decisões de investimento de interesse estratégico.

Problemas da MP 777 para o financiamento do investimento de longo prazo no Brasil

O investimento de longo prazo (formação de capital produtivo) é a variável macroeconômica mais importante para o desenvolvimento da economia. O investimento no Brasil vem caindo acentuadamente com a crise e segundo último dado divulgado pelo IBGE encontra-se abaixo de 15% do PIB. E o desemprego já afeta 14 milhões de trabalhadores brasileiros.

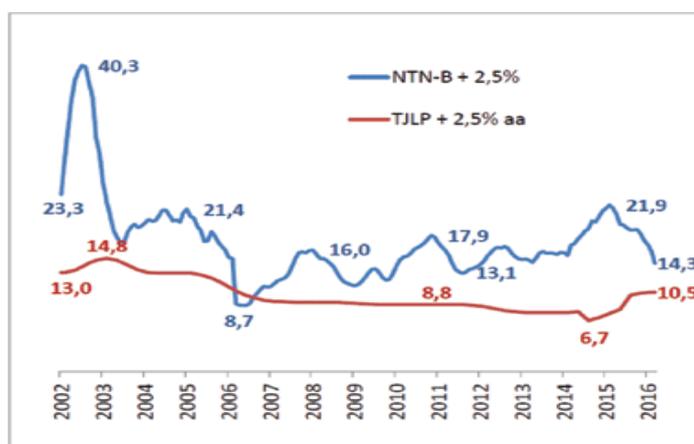
Bancos de Desenvolvimento (BD) são instituições financeiras especializadas no financiamento do investimento de longo prazo – no desenvolvimento de projetos em setores com fortes externalidades positivas, como infraestrutura, indústria, inovação, MPMEs, exportação etc. **Os BD em todo o mundo operam com condições diferenciadas em relação ao mercado** que os permitem incentivar e induzir a realização de investimentos que não seriam possíveis apenas com as condições de mercado.

Na Alemanha, por exemplo, o KfW, maior BD do país, dispõe de diversos instrumentos que o permite operar com condições diferenciadas. O KfW capta em mercados maduros (com taxas de juros historicamente baixas e estáveis), **com aval do Tesouro alemão**. Além disso, **possui imunidade tributária total e não está obrigado a seguir o Acordo de Basiléia** (o que lhe confere flexibilidade adicional).

A. A MP 777 não contribui para a retomada dos investimentos; ao contrário, cria mais barreiras.

É condição necessária para viabilizar o investimento de longo prazo a existência de taxa de juros baixa, estável e previsível. A nova Taxa de Longo Prazo (TLP) apresenta características diametralmente opostas. A TLP, por ser atrelada a NTN-B de 5 anos, **encarece o custo do financiamento (cara), é muito instável (alta volatilidade) e, portanto, muito mais imprevisível.** A figura abaixo apresenta série histórica comparativa da TJLP e da NTN-B nos últimos 15 anos:

Figura 3
Evolução do Custo Final da Dívida do BNDES
para as Empresas com Indexação Alternativa à
TJLP e à NTN-B de 5 anos, entre 2002 e 2016



Fonte: Bloomberg

O setor produtivo, indústria e infraestrutura, será o mais prejudicado com a MP 777. Segundo a Associação Brasileira de Infraestrutura e Indústrias de Base (ABDIB) o déficit em infraestrutura no Brasil é de R\$ 3 trilhões. Seriam necessários investimentos de cerca de 5% do PIB ao ano por 10 anos para recuperar o atraso.

Como se observa a MP 777 é uma iniciativa despropositada e contraditória com políticas de estímulo ao investimento de longo prazo no país, com as características de funcionamento dos BD e com os fundamentos econômicos que justificam o uso de condições diferenciadas por parte destas instituições.

Num momento em que a economia se encontra em sua pior crise da história, ao invés de se buscar fortalecer o BNDES para que ele seja capaz de contribuir para a retomada do crescimento econômico está se propondo medidas que inviabilizam o seu funcionamento, dificultando ainda mais a saída da crise.

A. Premissa da MP 777: cenário de convergência da SELIC para taxas internacionais

A TJLP foi criada, em 1994, no contexto da implantação do Plano Real, com a SELIC em nível elevado para garantir o sucesso da âncora cambial, um dos principais pilares de sustentação do Real. A SELIC elevada para controlar a inflação aniquila o investimento de longo prazo. **A solução encontrada foi a criação da TJLP como forma de compensar o alto patamar da SELIC e preservar o investimento de longo prazo no país.**

Dessa perspectiva, o argumento de que a SELIC é alta porque a TJLP é muito baixa é inconsistente. Além disso, afirmar que a TJLP é baixa, quando corresponde a quarta taxa de juros mais alta do mundo é um contrassenso. A TJLP só pode ser considerada baixa relativamente à SELIC que, historicamente, é a mais alta taxa básica de juros do mundo.

A premissa fundamental da MP 777 é a de que a SELIC convergirá para níveis de taxas de juros internacionais. Uma vez que a convergência é condição *sine qua non* para a TLP funcionar, o mais prudente seria aguardar que esse cenário se materialize primeiro, para depois se pensar em uma mudança.

Dessa forma, **não se justifica o caráter de urgência da MP 777** uma vez que as condições de convergência da SELIC para níveis internacionais não estão asseguradas. Além disso, não se tem conhecimento de estudos e análises de impacto sobre as consequências da MP 777 para o BNDES, para a taxa de investimento de longo prazo no Brasil e para a competitividade da indústria brasileira.

B. Alegação de que o BNDES prejudica a eficácia da política monetária.

A MP 777 assume que o BNDES, e a TJLP, prejudicam a eficácia da política monetária. Segundo essa tese a SELIC precisa ser alta porque a TJLP é muito baixa. Essa tese possui duas inconsistências: a primeira já foi apresentada na seção acima e está relacionada à ordem lógica de criação das duas taxas e pelo fato de ser falacioso considerar a TJLP uma taxa muito baixa, uma vez que ela é a quarta taxa de juros mais alta do mundo.

A segunda inconsistência está relacionada ao fato de que a política monetária possui diversos canais de transmissão, como o canal de câmbio, de expectativas, e, dentre eles o canal de crédito, que efetivamente é por meio do qual o BNDES, em tese, poderia afetar a eficácia da política monetária.

Quando se observa o fluxo de novos créditos criados na economia brasileira verifica-se que os créditos do BNDES representaram, em média, no período de 2011 a 2016, 3,8% do total de novos créditos gerados. Sabe-se que é o fluxo de crédito, e não o estoque, a variável relevante para se mensurar a eficácia da política monetária via canal de crédito.

O estoque de crédito do BNDES em relação ao estoque de crédito total da economia brasileira correspondeu a cerca de 20% no ano de 2016. Os créditos concedidos pelo BNDES, por serem majoritariamente de longo prazo, possuem maior duração e por isso a sua parcela no estoque total de crédito é mais significativa.

Portanto, **carece de demonstração que o BNDES efetivamente reduz a eficácia da política monetária.** Tanto pela diversidade dos canais de transmissão da política monetária, sendo o canal de crédito apenas um deles, e não necessariamente o mais relevante, quanto pela pequena participação do BNDES no fluxo de novos créditos gerados na economia, **não há justificativas plausíveis que comprovem que o BNDES seja o vilão da política monetária brasileira.**

Colateralmente, há dois efeitos indesejáveis decorrentes da MP 777 que afetam negativamente a eficácia da política monetária, na contramão do pretendido. O primeiro está relacionado ao fato de que a NTN-B é um título indexado à inflação passada (IPCA). Dessa forma, os créditos atrelados a NTN-B teriam como efeito a indexação dos passivos das empresas à inflação contribuindo para o aumento da inércia inflacionária e, conseqüentemente, reduzindo a eficácia da política monetária.

O outro efeito negativo da MP 777 sobre a eficácia da política monetária ocorre pelo prejuízo ao investimento de longo prazo. Supõe-se que o aumento da capacidade produtiva e a ampliação da oferta agregada resultante do investimento são fatores estruturais que favorecem a eficácia da política monetária no longo prazo.

C. Alegação de que a TJLP não reflete o custo de oportunidade efetivo dos recursos públicos.

Segundo a MP 777 a ausência de um mercado de títulos públicos de longo prazo à época da criação da TJLP fez com que a mesma fosse definida a partir de uma regra de formação teórica (meta de inflação + prêmio de risco). Como o país atualmente possui um mercado de títulos de longo prazo não há mais justificativa para utilização da TJLP, uma vez que o custo de captação daqueles títulos reflete melhor o custo de oportunidade dos recursos públicos e que, além disso, elimina-se o subsídio implícito da TJLP e o custo fiscal dos créditos do BNDES.

A questão fundamental não é se existe ou não um mercado de títulos públicos de longo prazo no país. E sim como financiar o investimento de longo prazo no Brasil, dadas as condições macroeconômicas concretas.

A existência de títulos públicos de longo prazo não justifica, por essa única razão, a utilização do custo de captação destes títulos como base para os créditos de longo prazo do BNDES. O mercado de títulos de longo prazo no Brasil ainda não oferece as condições necessárias e suficientes para o financiamento do investimento de longo prazo. As características da NTN-B – especulativa, cara, volátil e pró-cíclica – são incompatíveis com os princípios e

fundamentos econômicos que estruturam a atuação dos Bancos de Desenvolvimento e com as condições requeridas para o financiamento do investimento de longo prazo.

A existência de externalidades positivas nas atividades apoiadas pelos BD justifica o uso de subsídio. As condições diferenciadas são necessárias para gerar incentivos para o desenvolvimento de empreendimentos de interesse do país, que somente com condições de mercado não se viabilizariam.

O uso do subsídio não pode ser medido apenas pelo seu custo. E sim pela relação custo-benefício. A comparação do custo com o benefício é que determinará se o subsídio se justifica economicamente ou não. Olhar apenas para o custo seria, analogamente, analisar uma empresa apenas pelo passivo, ignorando os ativos geradores de caixa das empresas.

D. O impacto da MP 777 nos empréstimos do Tesouro Nacional para o BNDES

Além de eliminar completamente o subsídio implícito na TJLP a MP 777 permite a liquidação antecipada dos empréstimos do Tesouro ao BNDES. Em contradição com a Lei de Responsabilidade Fiscal (Art. 37, Inciso II).

As projeções sobre a disponibilidade de recursos do FAT para o BNDES, mesmo antes da crise de 2008, já sinalizavam que seriam insuficientes face a perspectiva de novos investimentos de longo prazo. Com a crise de 2008 e a retração de liquidez do setor financeiro privado, os empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES permitiram a atuação anticíclica do Banco, reconhecida internacionalmente, inclusive pelo FMI e Banco Mundial.

Os empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES foram a primeira vez nos últimos 40 anos que o Tesouro emitiu dívida para financiar o investimento na economia real. Enquanto nos EUA a política de *Quantitative Easing* não se traduziu em investimentos na economia real americana, no Brasil, os empréstimos do Tesouro ao BNDES foram cruciais para a manutenção do crédito, a sustentação do investimento de longo prazo e do crescimento.

Pelo fato do BNDES ser 100% da União, os empréstimos do Tesouro ao Banco não produzem impactos na dívida líquida. Uma vez que a criação de passivo no Tesouro corresponde a geração de ativos no BNDES o resultado líquido é neutro. Enquanto os recursos não estão aplicados rendem SELIC que retornam ao Tesouro em forma de tributos e dividendos. Quando aplicados em sua atividade fim, o Tesouro recebe TJLP mais a arrecadação tributária adicional proporcionada pelo impacto dos investimentos apoiados pelo BNDES na economia real, que geram emprego e renda (com efeitos multiplicadores).

E. Objetivos das emendas propostas pela AFBNDES (Associação de Funcionários do BNDES).

Em que pese que o melhor para o país fosse a anulação da MP 777 porque ela pune o investimento de longo prazo no Brasil, a AFBNDES apresentou emendas à MP 777, no sentido de **minimizar o prejuízo causado ao setor produtivo brasileiro.** O objetivo primordial das emendas é preservar os instrumentos e condições para que o BNDES continue atuando como um Banco de Desenvolvimento e promovendo o investimento de longo prazo no Brasil. **As emendas enviadas pela AFBNDES são as de nº 2 a 11.**

Elas visam reduzir os efeitos do encarecimento do custo do financiamento e da alta volatilidade da TLP; conservar um diferencial mínimo entre a nova taxa de longo prazo, a TLP, e a taxa de mercado de referência – NTN-B; estender o período de transição de 5 para 10 anos dando mais tempo para que o cenário de convergência da SELIC com as taxas de juros internacionais se concretize; prever que a autoridade monetária determine redutores sobre a TLP para incentivar atividades, empreendimentos e setores priorizados pelo governo por serem considerados meritórios ou estratégicos; e criar instrumento de captação com isenção fiscal que permita ao BNDES captar recursos em condições compatíveis com a viabilidade econômico-financeira de investimentos de longo prazo em projetos de desenvolvimento.