



Marcelo Miterhof

Economista do BNDES.
Doutorando em economia
pela Unicamp



Thiago Rabelo Pereira

Economista do BNDES. Mestre
pela Unicamp e pela The New
School for Social Research

Correções na TLP¹

Foi aprovada no ano passado a Lei nº 14.937, de 26/7/2024, que trouxe mudanças significativas para o BNDES. A mais conhecida foi a criação das letras de crédito ao desenvolvimento (LCD), instrumento de captação incentivado, à semelhança das LCIs e das LCAs, de emissão exclusiva por bancos de desenvolvimento, cuja primeira operação foi feita em dezembro último, no valor de R\$ 9 bilhões. Porém houve outra mudança relevante e menos destacada.

O BNDES pode agora remunerar os recursos que recebe do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) pela Selic. Desde sua criação em 2018, o único custo financeiro admitido no apoio aos projetos de desenvolvimento era a taxa de longo prazo (TLP), que equivale à média móvel de três meses da taxa de retorno embutida nos títulos públicos de cinco anos (NTN-B), que pagam o IPCA mais uma taxa fixa.

A criação da TLP não apenas eliminou o subsídio implícito na diferença entre a antiga TJLP e o custo de captação do Tesouro Nacional (seu objetivo declarado) como retirou desnecessariamente a flexibilidade para

que as empresas pudessem escolher, dentre os diversos indexadores dos títulos públicos, os mais adequados às suas necessidades e às suas expectativas. Afinal, não há custo fiscal em permitir que o FAT seja remunerado pela taxa Selic. A limitação do cardápio original de indexadores da dívida pública criava custos facilmente evitáveis para as empresas.

Tal rigidez é irracional e representava uma oneração do custo dos empréstimos do BNDES. Em contextos de *stress*, o próprio Tesouro ajusta o perfil de sua captação, reduzindo as emissões de títulos mais longos em taxas prefixadas e/ou em IPCA para não sancionar nos leilões primários patamares excessivos de prêmio de risco. Mas, na regra original da TLP, as empresas não tinham flexibilidade análoga para navegar por conjunturas adversas. Eram obrigadas a travar o custo de seus financiamentos de longo prazo em patamar pouco atrativo de juros ou a pisar no freio na execução dos projetos, em razão de conjunturas temporárias de nervosismo de mercado.

Quanto vale para as empresas a maior flexibilidade na escolha dos

indexadores? A oneração pode ser estimada através de um exercício quantitativo simples, decompondo os juros reais negociados nos títulos da dívida pública de cinco anos indexados ao IPCA entre: i) o componente das expectativas sobre a trajetória do juro real – Selic e IPCA – no futuro; e ii) o prêmio de risco sobre o curso futuro esperado dos juros reais de curto prazo.

As estimativas do prêmio de risco refletem seu valor esperado no momento da negociação do ativo (*ex ante*). São construídas cotejando a taxa real prefixada efetivamente observada nos títulos indexados ao IPCA em mercado secundário com uma taxa apurada com base nas projeções do Boletim Focus (top 5 de médio prazo), combinando as trajetórias prospectivas da Selic e do IPCA. Isto é, a cada dia, compara-se a trajetória

esperada pelos participantes do mercado (Focus) para os juros reais de curto prazo (implícita nas projeções da Selic menos o IPCA) com a taxa real negociada nos instrumentos indexados ao IPCA. O horizonte é de cinco anos, como na TLP.

O prêmio de risco de mercado, embutido no componente prefixado da taxa interna de retorno de um título de certo prazo, representa o excesso de retorno até o vencimento em relação ao retorno esperado em instrumento pós-fixado de mesmo risco de crédito indexado a 100% da Selic. É o prêmio requerido pelo investidor para aceitar carregar o risco de mercado percebido de tal instrumento em carteira.

A magnitude do prêmio de risco reflete a percepção dos agentes sobre a volatilidade prospectiva dos juros de mercado, a duração dos papéis em

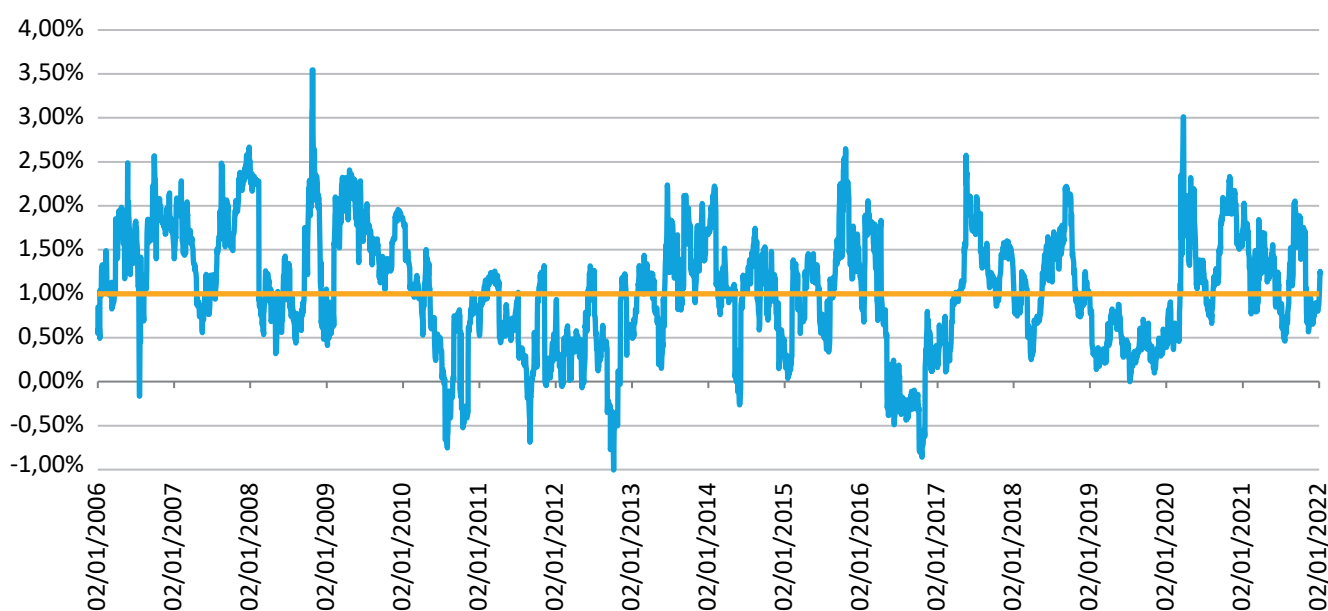
carteira e o grau de aversão ao risco dos detentores da riqueza.

O gráfico 1 mostra a evolução do prêmio de risco *ex ante* para títulos em IPCA mais uma taxa prefixada, com cinco anos de vencimento. A primeira coisa que chama a atenção é a sua elevada volatilidade.

O grau médio do prêmio *ex ante* para aplicações de cinco anos de 2006 a fevereiro de 2022 foi de 1,05% a.a. Formada com base nesses títulos, a TLP carrega tais prêmios. Em contextos de forte tensão, marcados por dinâmicas típicas de *overshooting* nos preços dos ativos, o prêmio estimado chegou a 3,5% a.a. – como em 2009 com a quebra da Lehman Brothers escalando a crise financeira do *subprime*; em 2015/16, na crise política que levou ao *impeachment* da presidenta Dilma Rousseff e na pandemia de Covid 19 (gráfico 2).

Gráfico 1: Abordagem *ex ante* – Prêmio de Risco no Juro Real de 5 anos – % a.a.

$(1 + \text{Juro real NTNBS 5Y}) / (1 + \text{Juro real projetado 5Y FOCUS Top 5 Médio Prazo})$



Fonte: Elaboração própria com base em dados de mercado (Anbima e B3) e Boletim Focus.

Em cerca de 51% dos dias nesse período, o prêmio observado foi superior ao médio. Nesses dias, o valor esperado do “excesso de prêmio” foi de 53 pontos básicos (p.b.), acima da média de 1,05% a.a. Ponderando os 53 p.b. pela participação de 51% no total de dias da amostra, o valor esperado do “excesso de prêmio” é de cerca de 27 p.b.

Este valor aproxima o ganho esperado de competitividade do crédito ofertado pelo BNDES pela maior flexibilidade do cardápio de indexadores admitidos na remuneração do FAT entre a taxa Selic e a TLP original (IPCA+). Como ambos representam o custo da dívida pública, tal flexibilização reduz o custo do crédito de longo prazo ao investimento provido pelo BNDES em valor esperado, sem custo fiscal. É um ganho “paretiano”.

Essa flexibilidade significa que, mesmo para grandes empresas ou projetos que tendam a preferir contratar com juros reais fixos em IPCA, como nas concessões de infraestrutura, há valor em poder escolher o momento de travar o custo real dos empréstimos que serão carregados por longos períodos. Em várias situações, o tomador tende a preferir contratar inicialmente em Selic e esperar que o prêmio de risco faça sua regressão à média para só então travar o custo real.

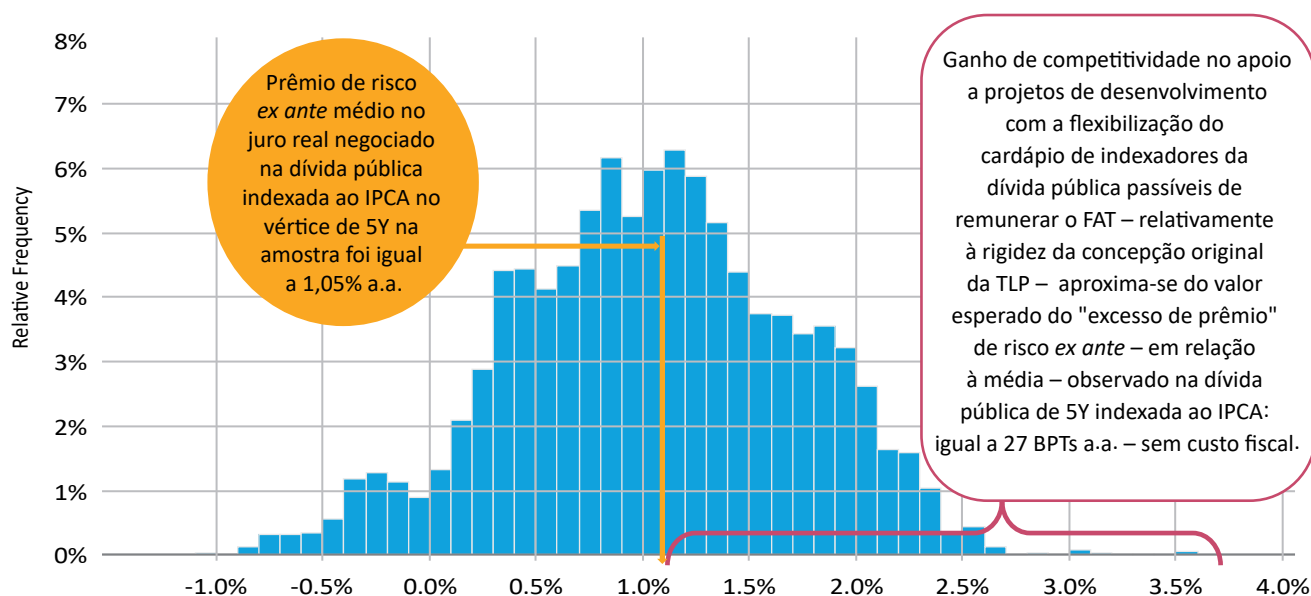
A possibilidade de mitigar os efeitos de aumentos exagerados dos prêmios de risco de mercado também amplia a capacidade de o BNDES oferecer uma resposta anticíclica em momentos de parada súbita do fluxo de novos créditos privados. Nessas ocasiões, faz sentido o BNDES prover capital de giro

para compensar a contração defensiva das fontes privadas com custo em Selic. A TLP alocaria excesso de prêmio para tal apoio.

A faculdade de contratar em Selic ou a taxas fixas é ainda mais relevante para empresas menores, que têm mais dificuldade de lidar com a variabilidade do IPCA. A Lei nº 14.937 também permitiu remunerar o FAT a juros totalmente fixos, com base em títulos públicos de cinco anos ou, no caso de micro e pequenas empresas, de três anos (aderente ao prazo médio das operações dessas empresas, as mais geradoras de emprego).

Para maximizar o valor dessa flexibilidade, o BNDES poderia complementar sua atuação oferecendo serviços de gestão das posições passivas aos tomadores de crédito, como fazem o BID e o Banco Mundial.

Gráfico 2: Distribuição de Frequência do Prêmio de Risco no Juro Real de 5Y (% a.a.)



Fonte: Elaboração própria com base em dados de mercado (Anbima e B3) e Boletim Focus.

Por exemplo, seus clientes poderiam solicitar uma cotação para converter seus passivos contratados originalmente em Selic – em contextos de turbulência – para taxa fixa (com ou sem correção do IPCA), mediante a troca dos indexadores aplicáveis doravante aos seus créditos. Essa conversão de indexadores não alteraria a remuneração do passivo do BNDES perante o FAT e seria precificada para refletir as condições pelas quais o banco pode “hedgear” o seu balanço em mercado.

Além disso, a volatilidade dos prêmios de risco de mercado observada nos títulos com juros reais prefixados em IPCA – cujo valor esperado, para o vértice referencial de cinco anos, foi estimado em 1,05% a.a. – indica que existem contextos de *stress* em que pode ser preferível contratar em Selic e aguardar eventual reversão à média dos prêmios para só então travar o custo real dos empréstimos, a serem carregados por longo prazo.

A flexibilização dos indexadores usados pelo BNDES para remunerar o FAT, trazida pela Lei nº 14.937, corrigiu um grave defeito de concepção da TLP e, sem trazer custo fiscal, amplia a competitividade e a capacidade de atuação do banco.

Por fim, cabe registrar outro erro da concepção original da TLP. Saiu-se de um extremo – no qual todos os projetos apoiados pelo FAT com custo em TJLP recebiam subsídios vultosos – para outro em que não existe espaço para o BNDES desempenhar uma das missões clássicas de um banco de desenvolvimento, o

de corrigir falhas de mercado decorrentes da existência de atividades intensivas em externalidades positivas. Inovação, infraestrutura e descarbonização da produção são os exemplos mais óbvios. Na ausência de estímulos que visem corrigir tais falhas de mercado, a economia tende a gerar subinvestimento nessas atividades, cujo retorno social é maior do que o privado, mesmo na presença de mercados de crédito e capitais maduros e profundos.

Desde 2023, esse problema tem sido corrigido pela destinação de parcela do FAT (com aprovações anuais limitadas a 1,5% do seu saldo) para inovação com custo em TR e por novas dotações do Fundo Clima. Uma forma flexível seria reservar uma parte mais substancial do FAT – digamos, 20% do seu estoque – para garantir uma base estável para a provisão de crédito de longo prazo em condições favorecidas para projetos intensivos em externalidades. Tal alocação poderia ser vinculada a um custo fiscal máximo admitido em lei, em percentual do PIB. Ao melhorar a eficiência alocativa da economia, a correção dessas falhas de mercado tende a gerar excedente econômico, justificando a concessão de subsídios com foco, critérios de destinação, transparência e avaliação de resultados. 

¹O artigo não reflete necessariamente a opinião do banco.

*Marcelo Mitterhof escreve
a cada bimestre.*

