

- A substituição da TJLP pela TLP vai na direção correta? Por quê?

Sem dúvida que vai na direção correta. A substituição da TJLP pela TLP enquadra-se num programa muito mais amplo que vem sendo desenvolvido pela equipe econômica para tentar evitar a explosão do endividamento público, consequência de anos de política fiscal irresponsável, sobretudo no governo Dilma. Ainda que a TJLP tivesse originalmente uma metodologia formal, ela vinha sendo há muitos anos fixada de forma ad hoc pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), em patamares muito baixos. Como boa parte dos empréstimos do BNDES está a ela vinculada, ao se decidir por uma TJLP muito abaixo da Selic, como vinha ocorrendo, implicitamente se estava dando um subsídio sem a devida avaliação e transparência. Além disso, os fundos que abastecem o BNDES (bem como os empréstimos de longo prazo do Tesouro, após 2008), cujos rendimentos estão vinculados à TJLP, e, portanto, provêm em última instância o subsídio, sofrem financeiramente e se veem em dificuldades para cumprir suas funções, como no caso do pagamento do seguro-desemprego pelo FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador).

- O diretor-executivo da IFI, Felipe Salto, fez um cálculo retroativo e estimou que, se valesse desde 2003, a TLP teria ficado dois terços do tempo acima da Selic. O cálculo faz sentido?

Acredito que o cálculo esteja, sim, correto, pois Felipe é economista competente e não costuma errar em conta. O problema, contudo, é que tal cálculo foi feito para um período problemático, com mix errado de política econômica. O problema central da política macroeconômica pós plano Real, exceto em períodos curtos, é que foi sistematicamente adotado o mix errado de política econômica, com o pé no acelerador fiscal e para-fiscal (empréstimos de BNDES e outros bancos públicos na esteira da crise de 2008), obrigando o Banco Central a pisar muito mais fundo do que deveria no freio monetário, mesmo assim raramente atingindo a meta para a inflação. Quando o BC acreditou que poderia fazer de forma diferente, após o famoso cavalo de pau do Tombini (agosto de 2011), a inflação saiu totalmente de controle. O que o cálculo dele mostrou é que a TLP (e a Selic) deverão seguir anormalmente elevadas se o mix de política econômica não for modificado. Mas isso, sabemos bem. O que se quer é justamente modificar tal status quo.

O cenário contrafactual relevante seria o seguinte: o que teria ocorrido com a taxa de juros no Brasil caso as medidas de retomada do controle da política fiscal, como a PEC do teto, a reforma da Previdência, a TLP e outras, estivessem em vigor. Tal contrafactual exige um modelo sofisticado, não uma mera conta. Teria que considerar que uma política fiscal responsável teria aberto caminho para uma política monetária menos restritiva do que a que vigorou na maior parte do período analisado. Deveria também considerar que a potência da política monetária para derrubar a inflação teria sido aumentada. Tudo isso provavelmente levaria a uma taxa Selic menor, e, consequentemente, a uma TLP (que, por construção, deve variar de forma semelhante à Selic) também menor. Outro aspecto é que a Selic (e a TLP) deixariam de ter o comportamento nocivo de subir durante as crises.

Aqueles que se opõem à substituição da TJLP pela TLP devem explicar como a concessão de um volume expressivo de subsídios implícitos, pouco transparentes, é compatível com uma política fiscal responsável. Isso é ainda mais importante no caso de uma instituição como a IFI, que visa a garantir uma boa política fiscal.

- Qual deverá ser o impacto da adoção da TLP sobre a política monetária?

Como acabei de afirmar, a TLP, como peça de um programa fiscal muito mais amplo, ajudará a reequilibrar o mix de política econômica, permitindo juros mais baixos. Adicionalmente, o já referido aumento da potência da política monetária no controle da inflação permitirá que os juros tenham que subir menos para cumprir sua função de manter a inflação na meta.

- Em suas críticas à TLP, o presidente do BNDES, Paulo Rabello de Castro, disse o atrelamento da taxa à NTN-B faria a taxa ser muito mais nervosa do que a TJLP, além de ter dito que, num momento muito agudo de alta de juros, “um projeto de longo prazo poderia não resistir financeiramente à TLP”. Como o sr. avalia essas críticas?

Como já afirmei, a TJLP vem sendo fixada arbitrariamente há muitos anos. Manter a TJLP constante ou pouco variável tem sido a regra seguida pelo CMN. Assim, não surpreende que a TLP, que é uma taxa que seguirá a taxa do mercado de títulos públicos de cinco anos indexados à inflação (NTN-B), venha ser mais “nervosa” do que uma taxa que é fixada de forma discricionária pelo CMN. Mas isso não é ruim. É normal e salutar que juros variem. A taxa de juros é um preço, e preços devem variar para sinalizar menor ou maior escassez. Isso é essencial para o bom funcionamento da economia.

Por outro lado, pelas regras atuais, cada vez que a TJLP varia, altera o custo de todo o estoque dos contratos, inclusive dos empréstimos já concedidos. Com a TLP será diferente: a taxa de juros real ficará travada por todo o período do financiamento. O que poderá variar será a taxa nominal com a variação da inflação. Vale a mesma lógica da NTN-B: o investidor que carrega o título até o vencimento sabe no dia da compra qual será a taxa real, mas a nominal poderá variar por causa da inflação. Como o que importa, tanto para o investidor em NTN-B, quanto para o tomador do empréstimo do BNDES, é a taxa real de juros, o eventual maior “nervosismo” da TLP não afetará o tomador após ter contraído o empréstimo.

Um aspecto que é frequentemente levantado é que, durante crises, o BC costumava elevar juros, para evitar elevadas depreciações cambiais, com suas consequências deletérias, não só sobre a inflação, mas também sobre a estabilidade financeira e a saúde de empresas não financeiras endividadas em dólar. A crise de 2002, quando a taxa de câmbio atingiu patamares equivalentes a mais de R\$ 7 por dólar a preços de hoje, é o maior exemplo disso. Novamente, é importante assinalar que a raiz de tais crises estava na explosão da dívida pública. Com as novas medidas fiscais, dentre as quais a TLP, a economia brasileira poderá fazer o que fazem economias desenvolvidas, que é baixar a taxa de juros durante crises recessivas. Ou seja, a TLP, ao contrário de aumentar durante crises, como o comportamento passado da nossa economia (exceto em 2008) sugeriria, tenderá a cair. Mas tudo isso depende das reformas fiscais, da qual a TLP é parte essencial.

- A substituição da TJLP pela TLP pode dificultar o financiamento de projetos de longo prazo? Por quê.

Como a transição da TJLP para a TLP demorará cinco anos, não haverá efeito imediato no financiamento pelo BNDES de novos projetos. Por outro lado, a realização do programa de reformas fiscais, em cujo bojo está a TLP, permitirá afastar a grande ameaça que hoje pesa sobre nossa economia: a insolvência fiscal. Tal melhora de perspectivas econômicas certamente trará muito mais financiamento do que o BNDES jamais poderia prover. Por outro lado, se as reformas fiscais não forem viabilizadas, e o temor de insolvência fiscal crescer, não haverá investimento, com ou sem financiamento subsidiado.

A TLP provê ainda uma vantagem adicional. Como corresponde a uma taxa com negociação em mercado, via o mercado dos títulos do Tesouro Nacional (NTN-B), os créditos em TLP terão liquidez, viabilizando sua negociação entre instituições financeiras. Isso abre a possibilidade de que o BNDES tenha sua ação potencializada, pois os créditos não necessariamente precisam ficar em seu ativo até o vencimento. Instituições financeiras poderão negociar derivativos com base na TLP, o que aumentará potencialmente o volume de financiamentos lastreados em TLP. Ou seja, a TLP permitirá maior sinergia entre o BNDES e o mercado financeiro e de capitais privados.

- O projeto da TLP prevê a eliminação dos subsídios nos empréstimos do BNDES em cinco anos, com a nova taxa convergindo para a NTN-B nesse prazo. Um banco de desenvolvimento não deve emprestar a taxas subsidiadas em alguns casos?

Subsídios são recomendáveis quando os benefícios sociais dos projetos superam seus benefícios privados. Nesses casos, deixar o mercado resolver sozinho levaria a subinvestimento. Vários projetos de infraestrutura têm tal característica, notadamente os de saneamento e mobilidade urbana. Isso não é incompatível com a TLP, muito pelo contrário. A TLP permitirá que tais subsídios sejam devidamente explicitados no orçamento, sendo discutidos e avaliados, ao contrário do que hoje ocorre. Ou seja, a TLP não representa o fim dos subsídios, mas tão somente a diminuição significativa dos subsídios implícitos, que não têm transparência nem a devida avaliação de seus efeitos. Os subsídios meritórios, devidamente aprovados no Congresso e seguidos da devida avaliação de seus efeitos, continuarão a existir.