



**MPV 777
00015**

SENADO FEDERAL
Gabinete Senador ACIR GURGACZ

Emenda nº ----- MPV Nº 777, DE 26 DE ABRIL DE 2017

Institui a Taxa de Longo Prazo - TLP, dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-Pasep, do Fundo de Amparo ao Trabalhador e do Fundo da Marinha Mercante e dá outras providências.

EMENDA MODIFICATIVA

Art. 1º O caput e o §1º do artigo 1º da Medida Provisória nº 777, de 26 de abril de 2017, passam a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 1º Os recursos do Fundo de Participação PIS-Pasep, do Fundo de Amparo ao Trabalhador - FAT e do Fundo da Marinha Mercante - FMM, quando aplicados pelas instituições financeiras oficiais federais em operações de financiamento contratadas a partir de 1º de janeiro de 2018, serão remunerados, pro rata die, pela Taxa de Longo Prazo - TLP, apurada mensalmente, composta pela meta de inflação fixada pelo Conselho Monetário Nacional para os doze meses subsequentes ao mês de vigência da taxa e pelo prêmio de risco EMBI+, apurado e divulgado pelo J.P. Morgan.

§ 1º A taxa de juros a que se refere o caput será aplicada de acordo com o valor mensal vigente durante a operação de financiamento.

.....
.....
.....”



SF/17426.63467-63



SENADO FEDERAL
Gabinete Senador ACIR GURGACZ

Art. 2º O artigo 3º da Medida Provisória nº 777, de 26 de abril de 2017, passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 3º A TLP será calculada de acordo com metodologia definida pelo Conselho Monetário Nacional.

§ 1º A taxa de juros a que se refere o art. 1º será apurada pelo Conselho Monetário Nacional e divulgada pelo Banco Central do Brasil até o último dia útil do mês imediatamente anterior ao de sua vigência.

§ 2º No caso de extinção do índice EMBI+, será utilizado outro índice que legalmente venha a substituí-lo.”

Art. 2º Suprimam-se os artigos 2º e 10 da Medida Provisória nº 777, de 26 de abril de 2017.

JUSTIFICAÇÃO

A emenda estabelece uma nova fórmula de cálculo da TLP. Em vez de ser determinada pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA acrescido da taxa de juros prefixada da NTN-B de 5 anos, a TLP será determinada pela meta de inflação dos próximos 12 meses mais o risco-país representado no índice EMBI+ ou outro que o venha a substituir.

O objetivo das alterações propostas é que a TLP seja uma taxa de juros mais próxima do nível competitivo internacionalmente e tenha menor volatilidade do que a taxa estabelecida na presente medida provisória, se tornando, dessa maneira, compatível com o financiamento de investimentos produtivos e em infraestrutura no Brasil.

A MP 777/2017 determinou que as taxas de financiamento do BNDES se aproximem ou mesmo ultrapassem o nível da taxa real de juros básica (Selic), sem que se tenha de fato convergência entre a taxa básica brasileira e a taxa praticada em outros países. Por isso, a TLP, como prevista na MP, torna o custo de financiamento pelo BNDES não competitivo ante o custo vigente em grande parte dos países em desenvolvimento e desenvolvidos.

Segundo levantamento do portal Moneyou, o Brasil possui a maior taxa real de juros básica entre 40 países analisados. Em abril de 2017, a taxa básica real do país era de 6,39% ao ano, considerando a inflação passada, muito maior do que o observado



SF/17426.63467-63



SENADO FEDERAL
Gabinete Senador ACIR GURGACZ

em outros países em desenvolvimento e industrializados. Na China, por exemplo, o juro real é de 3,5% ao ano; na Índia, é 2,5%, e no México, é 1,1%.

A recuperação da atividade está sendo bastante lenta porque o país passa por uma das maiores crises de sua história. A queda acumulada do PIB desde o início da recessão passa de 7,5%, há mais de 14 milhões de desempregados e a taxa de investimento foi de apenas 16,4% do PIB em 2016, nível mais baixo em 20 anos.

Para que o país volte a crescer, é fundamental que o investimento produtivo se recupere. Ocorre que a difícil situação fiscal em que se encontram os governos de todas as esferas vai limitar gravemente sua capacidade de promover investimentos. Isso implica que a recuperação do investimento nos próximos anos dependerá do setor privado.

Diante disso, o BNDES tem papel importante na economia brasileira. O Banco respondeu, nos últimos quatro anos, por 13,9% do investimento total da economia e 22,8% dos investimentos das empresas, nos mais diversos setores de atividade e foi fundamental para a viabilização de investimento em infraestrutura.

A emenda proposta não altera a premissa de que o BNDES deverá fazer as operações de financiamento em investimento produtivo e infraestrutura sem depender de recursos do Tesouro Nacional. O Banco deve operar na proporção de suas fontes tradicionais de recursos, como o FAT e o retorno de operações anteriores do próprio banco.

A Medida Provisória 777/2017 vai em sentido completamente oposto ao que necessita a economia brasileira. Ao invés de facilitar e incentivar o investimento, fundamental para a recuperação, provocará um aumento do custo e da instabilidade nos financiamentos realizados pelo BNDES.

Cinco serão os principais efeitos da aprovação dessa medida provisória e cujo impacto final será reduzir o nível de investimento da economia: (1) Desestabilização do ambiente para investimento no curto prazo; (2) Elevação dos custos de financiamento das linhas do BNDES; (3) Aumento da incerteza para as decisões de investimento devido à elevada volatilidade da TLP (como prevista na MP 777, atrelada a NTN-B) e incerteza sobre a inflação futura; (4) Perda da capacidade do BNDES fomentar o investimento em contextos de crise; (5) fragilização financeira do BNDES e, conseqüentemente, a redução de sua capacidade de financiamento da economia.



SF/17426.63467-63



Efeitos da introdução da TLP (como prevista na MP 777, atrelada a NTN-B):

(1) Desestabilização imediata do ambiente para investimento

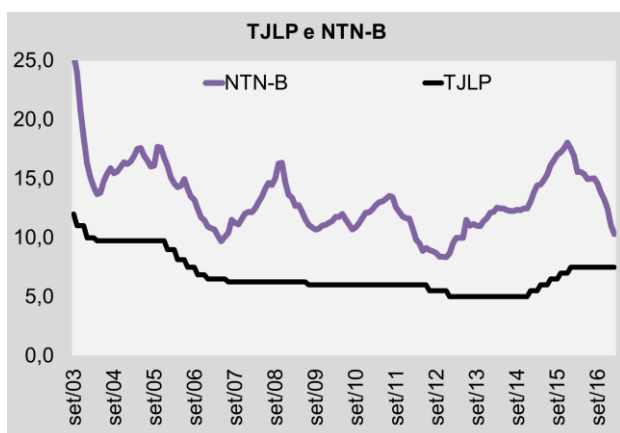
O ambiente para investimento no Brasil é tradicionalmente muito ruim (Custo Brasil e sobrevalorização do câmbio). Na conjuntura atual existe um desestímulo ainda maior ao investimento. A recuperação da atividade está sendo mais lenta do que o mercado esperava: o crescimento do PIB (relatório Focus/Banco Central) de 2017 deve ser de 0,43% e o de 2018 de 2,5%. Tanto é assim que em 2016 o investimento representou 16,4% do PIB, menor nível desde 1996.

Diante de um cenário tão adverso para a retomada do investimento, o anúncio da introdução de uma nova regra que irá aumentar o nível e a volatilidade da taxa de juros do BNDES desestabiliza o ambiente e aumenta a incerteza para as empresas tomarem decisões de investimento. Por isso, a criação da TLP (como prevista na MP 777, atrelada a NTN-B) em 2018 será desde já um obstáculo para a recuperação da atividade econômica, que ainda não está assegurada.

(2) Elevação dos custos de financiamento das linhas do BNDES

A regra proposta na MP em tela atrela a TLP à NTN-B, cujo nível de juros é muito mais elevado que a TJLP. Na média dos últimos 10 anos, a NTN-B foi de 12,4% a.a. vs. 6,0% a.a. da TJLP. Na média dos últimos 12 meses, a NTN-B foi de 13,9% a.a. vs. 7,5% a.a. da TJLP. Com esses níveis de juros, os financiamentos do BNDES teriam sido inviáveis para muitos projetos de investimentos, que, conseqüentemente, não teriam sido realizados.

A figura abaixo mostra o nível da TJLP e da NTN-B (nível em que a TLP - como prevista na MP 777, atrelada a NTN-B, estaria se já estivesse valendo).



Se fosse implementada de uma só vez, a TLP (como prevista na MP 777, atrelada a NTN-B) elevaria os atuais custos de financiamento das linhas do BNDES em





SENADO FEDERAL
Gabinete Senador ACIR GURGACZ

3 p.p. de 7,0% a.a. para em torno de 10% a.a. nominais. Como a expectativa de inflação de 2017 é de 4%, em termos reais o juro das linhas do BNDES dobraria de 3% a.a. para 6% a.a.. Os impactos estimados dessa mudança na economia seriam, no período de 2017 a 2021:

- Diminuição do investimento, em média, de 0,5 p.p. do PIB
- Redução média anual de crescimento do PIB de 0,4 p.p.
- Acréscimo de 500 mil pessoas na quantidade média de desempregados

Para ilustrar os efeitos da criação da TLP (como prevista na MP 777, atrelada a NTN-B) em comparação com a TJLP na realidade das empresas, tome-se um projeto de investimento de R\$ 1 milhão com financiamento em dez anos pelo BNDES. O custo extra com juros da operação seria de R\$ 167 mil ou 16,7% caso a TLP já estivesse sendo aplicada.

Deve ser ressaltado que até mesmo a TJLP atual é muito elevada: excluindo a Selic, a TJLP é a terceira maior taxa de juros do mundo em termos reais. Se fosse implementada de imediato, a TLP seria hoje a maior taxa de juro real do mundo, excluída a Selic.

(3) Aumento da incerteza para as decisões de investimento devido à elevada volatilidade da TLP (como prevista na MP 777, atrelada a NTN-B) e incerteza sobre a inflação futura

A NTN-B, no qual se baseia a TLP (como prevista na MP 777), é extremamente volátil. Por exemplo, apenas nos últimos 12 meses, a NTN-B variou 5,3 p.p., entre o mínimo de 10,3% a.a. e 15,6% a.a.

Suponha, por exemplo, que duas empresas equivalentes, empresa A e empresa B, tenham buscado o BNDES para o financiamento da compra de uma mesma máquina. A empresa A que contratou o financiamento junto ao BNDES em maio de 2013 pagaria uma taxa de 10,0% a.a. e a empresa B que contratou o financiamento em junho de 2013 pagaria uma taxa de 11,5% a.a. Ambas empresas compraram a mesma máquina para fabricar os mesmos produtos. A competitividade da empresa B será muito prejudicada por ter contratado um financiamento ao seu investimento apenas um mês depois da empresa A e tamanha variação da taxa de juros de empréstimo seria decorrente do componente pré-fixado da TLP.

Além disso, estima-se que o prazo médio entre consulta ao BNDES e aprovação demora cerca de 600 dias, mas a diferença de taxa de juros da TLP entre o momento da consulta e a aprovação pode ser muito alta, podendo ultrapassar 7 p.p. como mostra a série histórica da NTN-B. Mesmo que os processos do banco sejam racionalizados e esse intervalo diminua para por exemplo, 180 dias, a diferença de taxa



SF/17426.63467-63



SENADO FEDERAL
Gabinete Senador ACIR GURGACZ

de juros da TLP (como prevista na MP 777) entre o momento da consulta e a aprovação também pode ser muito elevada dada a volatilidade da NTN-B.

Importante destacar também que há um intervalo de tempo entre a elaboração do plano de negócios da empresa e a consulta ao BNDES, o que pode determinar uma diferença de taxa de juros maior ainda entre o momento da avaliação do empresário para tomada da decisão do investimento e o momento da contratação efetiva do crédito.

Essa volatilidade produzirá aumento da incerteza no processo de decisão, provocando comportamento mais conservador nas decisões de investimentos das empresas, e afetando negativamente o nível de investimento da economia e seu crescimento de longo prazo. Enquanto a TLP (como prevista na MP 777) for considerada elevada, as empresas tenderão a conter investimentos, aguardando a redução da taxa. E quando a TLP (como prevista na MP 777) for considerada baixa, não necessariamente os investimentos ocorrerão pois permanecerá a incerteza quanto ao nível futuro dessa taxa de juros antes da contratação dos financiamentos com o BNDES.

(4) Perda da capacidade do BNDES fomentar o investimento em contextos de crise.

A TLP (como prevista na MP 777) acompanhará automaticamente as taxas de juros praticadas no mercado financeiro (NTN-B). Isso significa que nas crises, em que seria importante a atuação anticíclica do BNDES, as taxas de juros de suas linhas financiamento irão aumentar, afetando sua atuação como indutor do investimento de forma anticíclica na economia.

Esse efeito é grave pois nas crises todas as outras fontes de recursos das companhias são afetadas: os lucros diminuem, os juros no mercado de capitais aumentam, a captação de recursos no exterior é afetada pela volatilidade do câmbio e risco-país.

(5) Fragilização financeira do BNDES levando à sua perda de capacidade de financiamento da economia

O Artigo 10 da MP em tela determina que a taxa de juros paga pelo BNDES na sua dívida com o Tesouro será a TLP (como prevista na MP 777) e não mais a TJLP. Entretanto, esses recursos emprestados pelo Tesouro foram usados pelo BNDES para financiar empresas em operações cuja taxa de juros é a TJLP. Ou seja, o BNDES terá um passivo pagando juros iguais a TLP (como prevista na MP 777, atrelada a NTN-B), mas seu ativo antigo (operações contratadas até o final de 2017) continuará sendo remunerado pela TJLP, pois o BNDES será remunerado pela TLP (como prevista na MP 777, atrelada a NTN-B) somente nos financiamentos contratados a partir de 2018.



SF/17426.63467-63



SENADO FEDERAL
Gabinete Senador ACIR GURGACZ

Como a TLP (como prevista na MP 777, atrelada a NTN-B) é significativamente mais alta que a TJLP, esse diferencial de juros causará progressiva fragilização financeira do BNDES, reduzindo sua disponibilidade de recursos para novas operações. Em suma, a criação da TLP (como prevista na MP 777, atrelada a NTN-B) reduzirá progressivamente a capacidade do BNDES realizar financiamentos.

Ausência de comprovação de efeitos positivos da TLP (como prevista na MP 777, atrelada a NTN-B)

A justificativa do governo para elevar a TJLP é que os financiamentos do BNDES afetam a política monetária. Afirma-se que o aumento da TJLP é primordial para viabilizar uma redução permanente da Selic.

Ocorre que o efeito esperado da política monetária não se dá sobre os empréstimos já realizados (estoque) e sim sobre o fluxo futuro (novas concessões). Ou seja, o relevante é o fluxo de concessão de crédito (e não o estoque), do qual, em 2016, o BNDES respondeu por 2,9% do total. Portanto, é de difícil aceitação que uma parte tão pequena da oferta do crédito total da economia tenha efeito significativo na política monetária.

Mesmo quando desembolsou muito mais recursos do que em 2016, por exemplo, em 2013 (desembolsos de R\$ 190 bilhões, contra R\$ 88 bilhões em 2016), a participação do BNDES na concessão de crédito foi pequena (5,3% do total em 2013). Deve-se destacar que não foram apresentados estudos oficiais que comprovem os efeitos da introdução da TLP (como prevista na MP 777, atrelada a NTN-B) alegados pelo governo, na redução da Selic.

A criação da TLP (como prevista na MP 777, atrelada a NTN-B) não apresenta uma alternativa ao BNDES para o financiamento de longo prazo

A criação da TLP, como prevista na MP 777/2017 atrelada a NTN-B, e redução do papel do BNDES não removerão os entraves estruturais que há décadas limitam o desenvolvimento das demais modalidades de financiamento:

- Mercado de capitais

Mesmo quando os desembolsos do BNDES representavam somente 1,5% do PIB (média 1995 a 1999), o mercado de capitais não era expressivo no Brasil. Ou seja, a restrita participação do mercado de capitais no financiamento das empresas vem de longa data, e não pode ser atribuída ao incremento da atuação do BNDES a partir da segunda metade da década de 2000. Na verdade, o principal entrave ao financiamento das empresas no mercado de capitais é o alto nível da taxa Selic, tanto no lançamento de ações quanto no de debentures.



SF/17426.63467-63



SENADO FEDERAL
Gabinete Senador ACIR GURGACZ

Para a emissão de ações, por exemplo, o parâmetro relevante é o custo de capital próprio que em junho de 2016 era de 20% a.a., sendo mais de 70% dele causado pela Selic segundo estudo do IBMEC. Ou seja, captações de recursos bem-sucedidas tendem a ser as de empresas com retorno esperado maior ou igual que 20% a.a.

O alto nível da Selic também determina um patamar mínimo muito elevado de remuneração de debêntures, o que torna cara a captação no mercado brasileiro.

- Crédito bancário

Outra alternativa para o investimento produtivo no Brasil poderia ser o crédito bancário. Contudo, essa fonte de recursos (excetuando o BNDES) também possui custos altos provenientes de duas variáveis historicamente elevadas: Selic e spread bancário. Por exemplo, em 2015, o spread bancário total no Brasil foi 16 vezes maior que o de países com metodologia comparável. A Selic real está acima de 6,0% a.a. e continua a maior taxa do mundo.

Portanto, a principal forma de desenvolver fontes de financiamento de longo prazo é com a redução estrutural da Selic, acompanhada de perspectiva de crescimento econômico. Mas, mesmo com a redução em curso e projetada da Selic, a taxa de juros real da economia brasileira tende a continuar muito elevada na comparação internacional o que se traduz em um entrave estrutural para o financiamento do investimento.

Sala das comissões em 03 de maio de 2017

**Senador Acir Gurgacz
PDT/RO**



SF/17426.63467-63