

TEXTOS PARA DISCUSSÃO #3

28.07.22

A TAXA DE JUROS NOMINAL DE LONGO PRAZO (TNLP)

Fabio Giambiagi

Pesquisador Associado FGV IBRE

SUMÁRIO

1	Introdução	5
2	A criação da TLP	8
3	O que aconteceu em 2018/2022?	11
4	Os desafios	16
5	A proposta de criação da TNLP e da TNLP5	23
6	Uma simulação	29
7	Conclusão	35
	Referências bibliográficas	38

A TAXA DE JUROS NOMINAL DE LONGO PRAZO (TNLP)

Fabio Giambiagi

Pesquisador associado do FGV IBRE

RESUMO:

Este texto discute a trajetória e os efeitos observados da Taxa de Longo Prazo (TLP) sobre a economia brasileira e sugere a criação de uma nova taxa – em caráter complementar à TLP – incorporando a expectativa de inflação futura. Essa nova taxa, denominada Taxa de Juros Nominal de Longo Prazo (TNLP), teria como principal vantagem a de evitar o represamento ou postergação de parte das decisões de investimento pelos agentes de mercado, o que poderá ocorrer na ausência de mudanças, mantido o *status quo* atual. Pela lei vigente, a partir de janeiro de 2023, a TLP será igual à média dos três meses anteriores das taxas reais de mercado de 5 anos, indexada à inflação dada pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). A proposta aqui defendida é que, paralelamente à continuidade da TLP nos moldes atuais, seja criada por Lei uma nova taxa (a TNLP), combinando o mesmo componente real da TLP com a inflação esperada doze meses à frente. A taxa, em termos nominais, seria definida pelas autoridades no último dia útil de cada trimestre, obedecendo a parâmetros definidos na Lei, como ocorre hoje com o componente real da TLP e valeria por um período de três meses. A grande vantagem da sistemática proposta é que, na expectativa das atuais taxas de juros reais declinarem no futuro, o tomador de crédito carregaria as taxas reais elevadas atuais por um período relativamente curto e não por toda a vigência do contrato, geralmente de prazo longo. O tomador de recursos poderia, no momento do pleito de financiamento, optar por solicitar receber os recursos em TLP ou em TNLP. Esse instrumento seria complementado pela criação de um instrumento adicional (a TNLP5), com taxas nominais fixas por períodos de 5 anos e por instrumentos complementares, variando desde empréstimos a SELIC a outros a taxas fixas por 10 anos. Nas circunstâncias prevaletes por ocasião do encerramento deste texto, com uma taxa real no mercado no vértice de 5 anos de 6,2 % e uma expectativa de inflação para os próximos 12 meses, capturada pelas taxas implícitas de inflação, em torno de 6,0 %, a proposta feita implicaria ter uma TNLP nominal ligeiramente superior a 12,5 %, se fosse lançada no momento atual. Trata-se de uma discussão relevante, em função do fato de que em 2023

se completará o ciclo de implementação da TLP, com o fim do fator de desconto em relação à taxa de mercado que vem vigorando desde 2018.

A TAXA DE JUROS NOMINAL DE LONGO PRAZO (TNLP)¹

1 Introdução²

Desde meados dos anos 90, a maior parte do financiamento das instituições de desenvolvimento do Brasil esteve atrelado à denominada Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP). Essa taxa era definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), tendo como lógica conceitual subjacente a incorporação do risco envolvido em empréstimos para o país – ou seja, guiada por parâmetros de mercado. Na prática, porém, havia um elevado grau de discricionariedade na definição da TJLP, estabelecida institucionalmente – sem mecanismos rígidos. Assim, embora acompanhasse as flutuações da SELIC – taxa básica da economia – a TJLP o fazia com elevada defasagem e forte suavização. Dessa forma, nos períodos de taxas de juros reais muito elevadas definidas pelas autoridades monetárias, a TJLP “descolava-se” substancialmente da SELIC, com diferenciais que, por vezes, chegaram a se situar na faixa de 6% a 7%, o que ocasionou um grande debate acerca do custo fiscal dessas operações.

Foi nesse contexto que, em 2017, tendo essa realidade como pano de fundo, ainda durante o Governo de Michel Temer, este enviou ao Congresso a proposta de Medida Provisória (MP) que criou a Taxa de Longo Prazo (TLP), MP essa posteriormente transformada na Lei 13.483/2017. Cabe salientar que, diferentemente da TJLP, os parâmetros de operacionalização da TLP foram estabelecidos na própria Lei, que tinha como principal objetivo acabar com o

¹ O conteúdo deste artigo reflete a opinião pessoal do autor e não representa necessariamente a visão corporativa da instituição à qual ele está vinculado.

² O autor agradece os comentários e contribuições de Carla Primavera, Felipe Canedo, Fernando Honorato Barbosa, Gaspar Giacomini, Gilberto Borça Jr., Helena Tenório, Henri Koga, Lavínia Barros de Castro, Leonardo Pereira, Letícia Magalhães, Mário Mesquita, Maurício Busnello e Selmo Aronovich a versões preliminares do artigo, isentando-os, como de praxe, de qualquer responsabilidade pelo conteúdo da versão final do presente texto. O autor também a valiosa contribuição de Carlos Viana na fase inicial de elaboração do artigo, ocasião na qual ele apontou corretamente a necessidade de aprimorar alguns argumentos, então em estágio embrionário de elaboração.

diferencial entre as taxas cobradas pelos financiamentos concedidos por instituições financeiras oficiais – baseados na TJLP – e as taxas de juros de mercado. A realidade de mercado seria introduzida de modo gradual, com um fator de desconto que declinaria até se tornar nulo em 2023.

Desde então, observou-se uma retração dos desembolsos das instituições financeiras oficiais, concomitantemente a uma expansão do mercado de capitais, fenômeno esse, porém, decorrente de outros fatores e não apenas da introdução da TLP. Quando se analisa detalhadamente a composição das operações de mercado de capitais, nota-se que o financiamento da expansão da infraestrutura continua sendo um desafio não resolvido da economia brasileira, que requer medidas adicionais. Nesse sentido, a proposição de uma nova taxa para compor um leque de alternativas de financiamento busca contribuir para a criação de condições para uma retomada do crescimento liderada pelo investimento e neste, com destaque, pelos setores de infraestrutura.

Nos termos da legislação vigente, a TLP, a partir de janeiro de 2023, será igual à média dos três meses anteriores das taxas reais de mercado de 5 anos, indexada à inflação dada pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). A proposta apresentada neste texto é que, paralelamente à continuidade da TLP nos moldes atuais, seja criada, por Lei, uma nova taxa, denominada Taxa de Juros Nominal de Longo Prazo (TNLP), combinando o mesmo componente real da TLP, com a expectativa de inflação doze meses à frente. A TNLP, em termos nominais, seria definida sempre pelo Banco Central no último dia útil de cada trimestre, em linha com parâmetros definidos na Lei, analogamente ao que ocorre hoje com o componente real da TLP. A taxa teria vigência por períodos trimestrais, ou seja, com periodicidade de ajustes similares aos da TJLP até 2017, porém com um mecanismo operacional explícito e definido em Lei.

A maior vantagem da proposta é ter um mecanismo capaz de contemplar o comportamento esperado dos agentes de mercado quando houver a expectativa das taxas de juros reais declinarem no futuro, aumentando a propensão do empresariado a tomar decisões de crédito voltadas à realização de investimento.

Isso porque, se os juros caírem, o tomador de crédito carregaria as taxas reais elevadas atuais por um período relativamente curto e não por toda a vigência do contrato, geralmente de prazo longo. O tomador de recursos poderia então, no momento do pleito de financiamento, optar por solicitar receber os recursos em TLP ou em TNLP. Dessa forma, evitar-se-ia a postergação de investimentos que tenderia a se verificar se fossem mantidas as condições atuais.

Adicionalmente, a TNLP seria complementada pela criação de um instrumento adicional - a TNLP5 - com taxas nominais fixas por períodos de 5 anos. Com isso as instituições financeiras oficiais que atualmente operam a TLP poderiam oferecer aos tomadores de empréstimos um *menu* de possibilidades, ficando a cargo do tomador a decisão de escolha do instrumento: i) a TLP, tal como é hoje; ii) a TNLP, taxa nominal que mudaria trimestralmente; ou iii) a TNLP5, taxa nominal que mudaria a cada 5 anos para o tomador. Tais instituições repassariam ao Tesouro Nacional, por sua vez, exatamente a mesma taxa pela qual são remunerados – excluído o *spread*, naturalmente – sem incorrer em qualquer descasamento. Dessa forma, o Tesouro Nacional, enquanto credor, teria então uma situação mais diversificada, assim como ocorre operando como devedor, na medida em que paga taxas diferentes pelos diversos papéis – LFT, LTN, NTN-B e NTN-F – que emite como parte da dívida pública. De maneira análoga, o Tesouro, em alguns casos, seria remunerado em TLP, sem subsídios *a priori*. Tal lógica poderia ser até mesmo estendida com a inclusão de mais alternativas ao *menu*, mediante a adição futura de outros instrumentos, desde empréstimos à taxa SELIC, até outros a uma taxa pré-fixada por 10 anos.

O texto a seguir está dividido em sete seções, incluindo esta breve introdução. Na segunda, recuperam-se detalhes sobre o contexto da criação da TLP, seção que é seguida pela exposição dos dados e análises referentes ao período 2018/2022. Na quarta seção, discorre-se acerca dos possíveis efeitos de uma eventual queda das taxas de juros reais nos próximos anos. Na quinta, faz-se a proposta de criação da TNLP e da TNLP5. Na sexta, são mostrados os resultados referentes à introdução da TNLP, com hipóteses sobre o que poderia

ter ocorrido caso a taxa proposta já tivesse vigorado. Por último, a sétima seção apresenta as conclusões do artigo.

2 A criação da TLP

Na composição da dívida líquida do setor público, os recursos emprestados com base no Fundo do Amparo ao Trabalhador (FAT) figuram como um ativo do setor público. Mesmo antes dos substanciais empréstimos realizados pelo Tesouro Nacional às instituições públicas de financiamento a partir da crise de 2008, aquele estoque de recursos, indexado à TJLP, gerava um ônus fiscal para as contas públicas que, em muitos anos, foi bastante expressivo. Por exemplo, no período de 5 anos entre 2011 e 2015, enquanto a média anual nominal da TJLP foi de 5,6%, a SELIC nominal média alcançou 10,5 %, ou seja, praticamente o dobro. A isso se somou o fato de que muitas vezes o custo do endividamento público podia se revelar superior à SELIC, dependendo da composição e da maturidade dos papéis que compunham a dívida pública.

Cabe lembrar que, no auge da política de empréstimos do Tesouro às instituições financeiras oficiais, em meados da década passada, a soma do estoque desses financiamentos com o do FAT alcançou 14% do PIB. Aplicando a esse estoque um diferencial de juros de 5 pontos chega-se a um *plus* de 0,7% do PIB do fluxo anual da despesa líquida de juros, naquela época. Não por acaso, houve uma grande controvérsia sobre o tema entre o público especializado e na opinião pública em geral, o que culminou, em última instância, na decisão de substituir a TJLP pela TLP, o que ocorreu mediante a Lei 13.483, de setembro de 2017.

A respeito dessa Lei, o seu Artigo 2º. determina que a taxa de juros (a TLP) “*será a vigente na data de contratação da operação e será estabelecida no Artigo 3º desta Lei, aplicada de forma uniforme por todo o prazo da operação de financiamento*”.

Por sua vez, no referido Artigo 3º., define-se que a nova taxa “*terá vigência mensal ... e corresponderá à média aritmética simples das taxas para o prazo de cinco anos da estrutura a termo da taxa de juros das Notas do Tesouro Nacional Série B – NTN-B, apuradas diariamente, dos três meses que antecedem a sua definição*”. Um item desse mesmo artigo estabeleceu que a essa taxa de juros “*será aplicado um fator de ajuste que convergirá linearmente para um, em ajustes anuais, no prazo de cinco anos, contado a partir de 1º. de janeiro de 2018*”, o que significa que esse processo de convergência se encerrará no dia 1º de janeiro de 2023.

O Artigo 4º., por sua vez, diz que a “*TLP será calculada de acordo com metodologia definida pelo Conselho Monetário Nacional, observado o disposto nesta Lei*”, com a divulgação normatizada pelo parágrafo único do artigo, conforme o qual a taxa será divulgada mensalmente “*pelo Banco Central do Brasil até o último dia útil do mês imediatamente anterior ao de sua vigência*”.

Dessa forma, é importante destacar que:

- i) a TLP, nos termos atualmente vigentes, vale por todo o período de vigência do contrato assinado entre o órgão financiador e a empresa contratante;
- ii) sendo ela estabelecida por meio de Lei, qualquer mudança eventual exigirá uma alteração também por meio de nova Lei; e
- iii) o Conselho Monetário Nacional (CMN), em caso de mudança da legislação, está naturalmente credenciado para ser o órgão técnico que normatize os procedimentos operacionais associados a qualquer outra alternativa que vier a ser definida.

É relevante observar ainda que, nos termos do citado Artigo 3º., o fator de ajuste “f”, que multiplica a taxa de juros de mercado (no jargão técnico, definida como “Jm” na fórmula paramétrica correspondente) na determinação da TLP (no jargão da normativa, “Ji”) na equação

$$J_i = f \times J_m \quad (1)$$

foi definido, na regulamentação, de acordo com a seguinte trajetória:

2018: 0,57

2019: 0,66

2020: 0,74

2021: 0,83

2022: 0,91

e

2023: 1,00

Na prática, pode haver pequenas diferenças entre as taxas de juros associadas à lógica da normativa do CMN e as que efetivamente vigoraram, por duas razões: a) diferentes formas de apuração da taxa de referência; e b) contingência de que o Banco Central precisa anunciar a taxa no último dia útil de cada mês, quando as taxas do dia ainda não estão plenamente apuradas. Assim, por exemplo, o primeiro componente “Jm” anunciado pelo Banco Central para janeiro de 2018 – primeiro mês de vigência da TLP – foi de 4,74%, embora a média dos 3 meses das taxas da NTN-B de 5 anos do dado conforme a fonte da ANBIMA tenha sido de 4,78%. São, naturalmente, diferenças de relevância secundária, escassamente significativas em termos gerais.

Como com a elevação do fator “f”, a tendência é que o valor de “Ji” (TLP), com o passar do tempo, se aproxime de “Jm” (taxa de mercado de 5 anos), a trajetória efetiva da TLP no período de convergência das taxas de juros 2018/2022 dependeria fundamentalmente do que acontecesse com as taxas de mercado: se estas caíssem muito, tal efeito prevaleceria sobre o incremento do fator de

ajuste “f” nos meses de janeiro entre 2019 e 2023; já se as taxas de mercado caíssem pouco, permanecessem estáveis ou aumentassem, o efeito combinado disso com a elevação de “f” resultaria no incremento do componente da taxa real da TLP.

Vale lembrar que na média mensal do último mês de 2017, imediatamente anterior à entrada em vigência da TLP, a taxa real do vértice de 5 anos da NTN-B (fonte ANBIMA) foi de 5,0%. Como o que se levava em conta na definição da fórmula paramétrica era a média dos três meses anteriores e o fator de ajuste inicial foi de 0,57, a aplicação deste coeficiente à média de 4,74% do período outubro/dezembro de 2017 gerou como resultante uma TLP inicial, para janeiro de 2018, de 2,70% como componente real da fórmula, indexada complementarmente ao IPCA para determinar a taxa nominal.

3 O que aconteceu em 2018/2022?

Sabe-se que o resultado concreto da implementação da TLP na fase de transição - entre o início da mesma em janeiro de 2018 e a plena convergência com a taxa de mercado do vértice de 5 anos, em 2023 - dependeria, naturalmente, de dois fatores:

- a evolução da SELIC, taxa que, a curto prazo, baliza toda a estrutura das taxas de juros no Brasil, tradicionalmente; e
- a trajetória do juro longo, parâmetro de referência de risco de longo prazo, aqui associado à taxa real da NTN-B de 30 anos.

Como a TLP é referenciada pelo prazo de 5 anos, é esperado que sua trajetória esteja dominada pela dinâmica dos juros curtos de até 1 ano, mais que pelos longos de 30 anos. No período entre o início da vigência da TLP, em janeiro de 2018 e o momento atual, tais parâmetros tiveram a trajetória exposta a seguir.

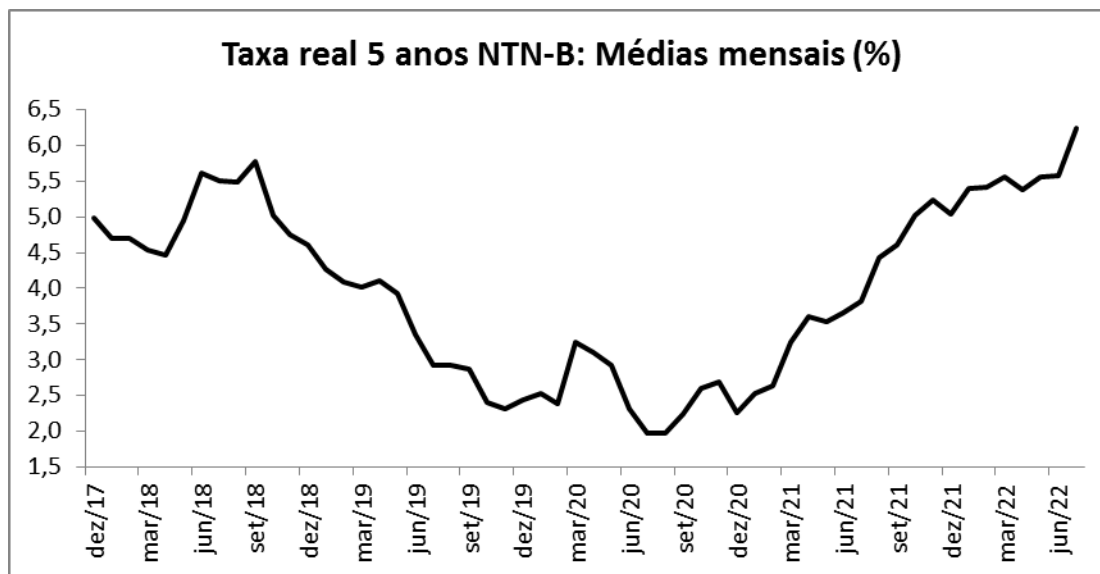
A SELIC nominal começou em janeiro de 2018 sendo de 7%, caindo na fase de redução das taxas de juros – inicialmente pelo momento virtuoso da economia brasileira, influenciado também pelos baixos juros internacionais, até o começo

de 2020 e depois pelos efeitos iniciais da recessão causada pela pandemia do COVID-19 – até 2% em agosto de 2020, quando ainda se temia muito o risco da pandemia ser de longa duração, antes da aplicação da vacinação em massa. Depois iniciou um ciclo de alta em março de 2021, que se estende até agora com a perspectiva da taxa se elevar até aproximadamente 14%.

Já no caso do juro real de 30 anos, a sua taxa média mensal estava em 5,4% em janeiro de 2018, caindo como parte do mesmo movimento de redução geral de toda a estrutura da curva de juros antes comentado, a ponto de em fevereiro de 2020, antes da pandemia, chegar a 3,6%. Com os problemas fiscais observados em 2020 e as incertezas posteriores, houve uma tendência clara de alta que, ainda que com algumas oscilações, levou à atual taxa real de 6,0% a 6,5%.

No caso do juro real de 5 anos observado no mercado, tomando como referência as taxas médias mensais da NTN-B (fonte ANBIMA em todos os casos) houve oscilações em diferentes sentidos. No início da pandemia, a elevada incerteza levou a uma alta temporária das taxas, que, porém, logo depois retomaram a trajetória de queda observada em relação ao final de 2017 – base para a primeira TLP de janeiro de 2018 – da ordem de 5,0%. Com efeito, em fevereiro de 2020, antes da pandemia, a taxa real de 5 anos estava em 2,4% e, após uma curta alta inicial de quase 100 pontos básicos em março daquele ano, a variável retomou a trajetória de queda já em abril, até um mínimo da ordem de 2,0% no terceiro trimestre do ano, quando iniciou uma trajetória de alta até o nível atual superior a 6,0% (Gráfico 1).

Gráfico 1



Fonte: ANBIMA. Para julho, 22/7.

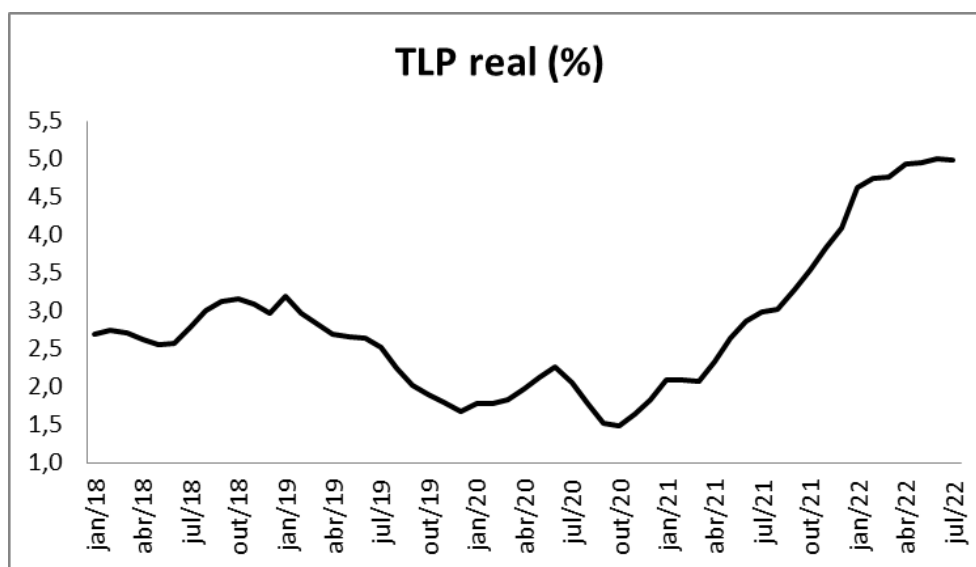
Em relação à trajetória do componente real da TLP – que se combina com a indexação ao IPCA – ele foi influenciado, principalmente, por dois fatores: a) a tendência de alta do fator de ajuste incidente sobre a taxa de mercado, inicialmente situado perto de 0,6 em 2018 e convergindo para 1 em 2023; e b) a dinâmica dos juros reais no mercado, no caso, referente ao vértice de 5 anos.

No que diz respeito ao primeiro componente, em todos os casos houve uma elevação da TLP entre dezembro de um ano e janeiro do ano posterior, devido ao aumento do fator de ajuste, sempre aplicado no mês de janeiro, na forma de uma “escadinha” anual com intervalos discretos uma vez por ano, seguindo o cronograma explicado. No caso dos juros durante o ano, houve uma queda entre o começo e o final do ano nos anos de 2018 e 2019, relativa estabilidade em 2020 e elevação durante o ano em 2021 e 2022. A taxa real da TLP teve início em 2,7% em janeiro de 2018, oscilando entre um mínimo de 1,5% em outubro 2020 e o máximo de 5,0% (Gráfico 2).

Assim, pode-se dizer que, excluindo-se curtos períodos, a TLP, em termos reais, – afetada, até 2022, pelo desconto em relação às taxas de mercado - flutuou, entre 2018 e meados de 2021, entre 2% e 3%. Recentemente, porém, observou-

se uma forte alta na taxa. Já a taxa de mercado de 5 anos da NTN-B, em linhas gerais, ultrapassou nos últimos meses o valor vigente na situação antes da vigência da TLP, que era em torno de 5%, *grosso modo*. A Tabela 1 resume o que foi dito, em termos de médias anuais.

Gráfico 2



Fonte: BNDES.

Tabela 1

TLP real e NTN-B 5 anos: Médias anuais (%)

Ano	TLP real	NTN-B 5 anos
2018	2,84	5,01
2019	2,44	3,30
2020	1,84	2,52
2021	2,91	3,94
2022/a	4,84	5,48

/a Média janeiro/junho.

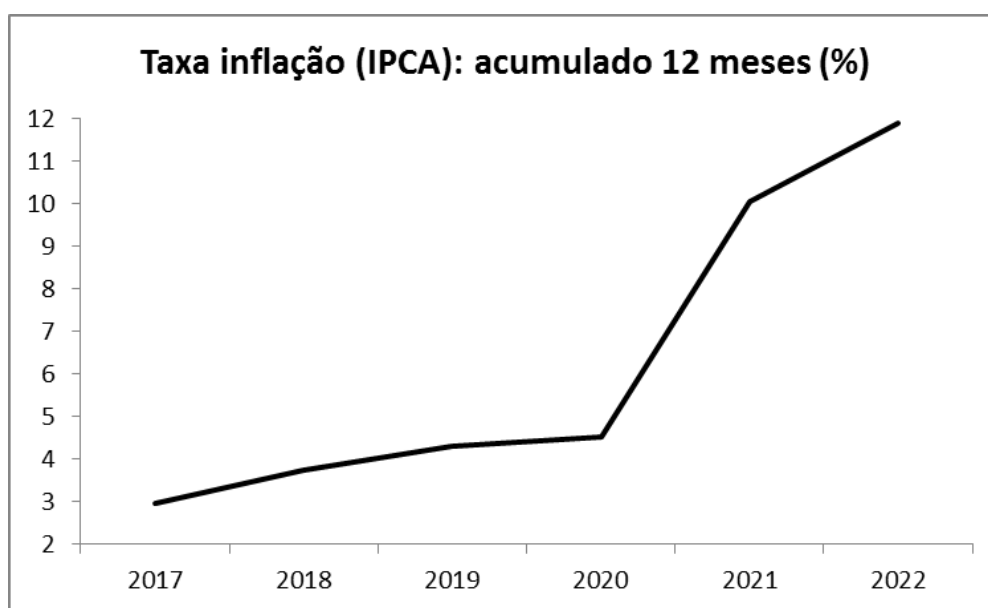
Fontes: Gráficos 1 e 2.

Diante dos dados acerca da trajetória da TLP, seu desempenho esteve muito longe de corresponder aos piores receios vaticinados pelos críticos do novo instrumento – a exemplo do cenário pessimista de que se poderia repetir o que aconteceu nos primeiros 20 anos do Plano Real (1995/2014), com uma SELIC que se manteve, em média, no patamar real de 10% a.a., utilizando o IPCA como

deflator. Por outro lado, em que pese a expansão do mercado de capitais, a sua alta recente parece favorecer, em parte, a elevação do investimento.

Vale, por último, ressaltar que, sendo a TLP em termos nominais influenciada também pela inflação, a alta dela no período mais recente se tornou um fator de pressão sobre o custo dos tomadores, *vis a vis* outras taxas de mercado observadas no mercado financeiro, não indexadas à taxa de inflação. Com efeito, a inflação anual, que foi de menos de 3% antes da vigência da TLP em 2017, alcançou 12% em 12 meses, recentemente, como se pode ver no Gráfico 3. No biênio 2020/2021, a taxa SELIC acumulada foi de 7,3%, ao passo que a variação acumulada do IPCA foi de mais do dobro disso (15,0%).³

Gráfico 3



Obs.: Em 2022, últimos 12 meses até junho.

Fonte: IBGE.

³ Cabe lembrar que o custo financeiro da TLP é composto também pelo componente real da taxa.

4 Os desafios

Recuperar bons níveis de crescimento sustentado é fundamental para a economia brasileira – e, para isso, seria importante debater os efeitos do mecanismo da TLP no comportamento dos agentes de mercado, especialmente no que tange à propensão a tomar crédito para investimento num determinado momento do tempo, *versus* a alternativa de postergar a decisão. Ou seja, os incentivos implícitos na operacionalização das taxas de juros e dos custos de financiamento precisam considerar em que medida estão favorecendo ou evitando a assunção de riscos e decisões empresariais acerca da realização de investimentos – de forma a evitar que estes sejam protelados, exatamente quando se deseja que aumentem.

Nos 11 anos entre 2010 e 2021, o PIB per capita do Brasil encolheu a uma taxa média de 0,2% a.a. Se admitirmos uma contração do investimento no ano em curso, em 2022 a FBKF terá um valor aproximadamente apenas 2% superior ao de 2010 e a variável terá se contraído em 6 dos 12 anos. Nos últimos anos, houve uma recuperação da taxa de investimento (Tabela 2). Cabe, porém, fazer três ressalvas, pois ela: a) se deu a partir de níveis particularmente deprimidos da variável; b) envolveu um componente *once and for all*, associado à internalização de plataformas de petróleo, que não se repetirá nessa magnitude; e c) foi fruto, em parte, de uma mudança de preços relativos, com o encarecimento dos bens de capital.

O Brasil tem carências imensas na infraestrutura.⁴ Não só elas se acumularam com o passar do tempo, como se agravaram: o investimento em infraestrutura, como proporção do PIB, foi inferior na década passada em relação aos primeiros 10 anos do século e os indicadores sugerem que deve sofrer nova redução em 2021/2022 (Tabela 3). Para Fernando de Holanda Barbosa, “o Brasil tem gasto muito pouco com investimento em infraestrutura, algo em torno de 1,5 % do PIB. Para sair da estagnação, precisamos aumentar o investimento para 5 % do

⁴ Ver, por exemplo, Castelar e Frischtak (2014).

PIB”.⁵ Mesmo que esta meta seja controversa pela sua magnitude, a necessidade de aumentar de forma expressiva o investimento no setor é compartilhada por economistas de diferentes vertentes.

Tabela 2 Brasil: Taxa de investimento a preços constantes de 2017 (% PIB)

Ano	Taxa de investimento
2017	14,56
2018	15,05
2019	15,47
2020	16,01
2021	17,94

Fonte: IBGE.

Tabela 3 Investimento em infraestrutura (% PIB)

Setor	2001/2010	2011/2020	2021/2022
Energia elétrica	0,62	0,64	0,59
Telecomunicações	0,69	0,43	0,36
Transporte	0,63	0,71	0,55
Saneamento	0,19	0,19	0,20
Total	2,13	1,97	1,70

Fonte: InterB (gentileza de Cláudio Frischtak). Para 2022, estimativa da InterB.

Para dimensionar esse desafio, é interessante realizar um exercício. A preços correntes, a taxa de investimento em 2022 deverá ser da ordem de 19% do PIB. Se admitirmos, por hipótese, que nos 8 anos até 2030 o PIB cresça a uma média de 2,0% a.a. – o que talvez esteja no terreno do realismo, dadas as dificuldades para o país dar um salto na sua taxa de crescimento – e postularmos um alvo de taxa de investimento na transição entre décadas de 23% do PIB – para então poder aspirar a taxas superiores – então o investimento teria que crescer a 4,5% a.a. durante um período de 8 anos, em média. No entanto, ao se avaliar o desempenho histórico dos últimos 30 anos, o Brasil não foi nunca capaz de expandir o investimento durante mais do que 5 anos consecutivos. Isso dá uma dimensão do desafio a enfrentar, lembrando que nos últimos 12 anos o país expandiu o investimento a uma taxa de 2% - acumulada...

⁵ Barbosa (2021), página 216.

Portanto, cabe o seguinte raciocínio: se i) a infraestrutura é chave para o investimento; ii) a taxa de investimento precisa aumentar urgente e intensamente; e iii) é razoável imaginar que as taxas de juros venham a ceder no futuro, a proposta de criação da TNLP, em caráter complementar à TLP, seria uma medida aderente ao contexto e à ambição de se elevar o investimento.

Para avaliar a situação atual e compreender as vantagens da proposta da TNLP, é importante explicar a sua lógica de cálculo, o que é feito a seguir. A primeira TLP, para janeiro de 2018, em termos reais, foi fixada em 2,70%. Isso significa que:

- i) o tomador desse empréstimo, em termos nominais, pagaria um custo nos 12 meses seguintes correspondente à composição dessa taxa com a inflação do período, além, naturalmente, do *spread* cobrado nas operações bancárias convencionais – padrão e de risco de crédito;⁶ e
- ii) a taxa de juros real referente a janeiro daquele ano, especificamente, seria, em termos mensais, de 0,2223%, correspondente à descapitalização mensal da taxa de 2,70%.

Logo, é possível construir uma taxa *ad hoc* para a TLP que, lembremos, se aplica a todo o período do contrato, posto que o tomador que captou recursos em janeiro pagará em fevereiro a taxa contratada no mês anterior, de modo que a taxa de fevereiro incidirá apenas sobre quem tomou os recursos no mês corrente. Como não faz sentido fazer uma tabela de custo para cada tomador, aqui supomos um tomador médio representativo que distribui a contratação de empréstimos equitativamente ao longo dos 12 meses do ano. Desse modo, para 2018 foi construída a Tabela 4, que apresenta o componente real da TLP de 2018, adotando procedimento similar para os demais anos, com base nas taxas da TLP de cada mês, conforme o Gráfico 2. Nesse caso, para uma TLP que

⁶ Observe-se que, por isso, não é possível definir uma “taxa de juros nominal de 2018”, uma vez que os primeiros empréstimos tomados em TLP em janeiro de 2018 só teriam o indexador do IPCA referente a janeiro daquele ano divulgado na altura do dia 10 do mês de fevereiro de 2019. Essa tecnicidade explica por que algumas tabelas anuais do texto só se iniciam em 2019.

começou 2018 em 2,70% e oscilou no ano entre um mínimo de 2,55% (maio) em um máximo de 3,17% (outubro), a TLP real do ano foi de 2,84%, resultado da composição antes explicada das diversas taxas mensais de janeiro a dezembro.

Além da TLP real obtida dessa forma, tem-se o indexador da inflação. A composição de ambos elementos gera o custo nominal da TLP mostrado na Tabela 5.⁷ Observa-se, como resultado, que as mudanças decorrentes da inflação são largamente predominantes, fazendo com que a taxa nominal anual, que em 2019 tinha sido de pouco menos de 7%, escalasse para mais de 16% em 2022 na Tabela 5.⁸

Tabela 4 TLP real 2018 (%)

Mês	TLP	Taxa mensal	Acumulado 12 meses
Jan	2,70	0,2223	
Fev	2,74	0,2255	
Mar	2,71	0,2231	
Abr	2,62	0,2158	
Mai	2,55	0,2101	
Jun	2,58	0,2125	
Jul	2,78	0,2288	
Ago	3,00	0,2466	
Set	3,13	0,2572	
Out	3,17	0,2604	
Nov	3,10	0,2547	
Dez	2,98	0,2450	2,84

Fonte: BNDES.

⁷ O que é denominado de “TLP nominal” reflete, naturalmente, o custo associado especificamente àquele ano. Evidentemente, quem tomou recursos no ano t , nos anos seguintes pagará uma TLP que será afetada pela inflação desses anos posteriores ao da tomada do empréstimo.

⁸ Nesta como em outras tabelas, a taxa média da última linha envolve uma pequena impropriedade, pelo fato de haver uma superposição de meses de 2021 que entram com dupla contagem nos últimos doze meses encerrados em 2022, mas este efeito é tanto menor quanto mais próximo o dado de 2022 estiver do final do ano.

Tabela 5 TLP nominal 2019/2022 (%)

Ano	TLP real	IPCA anual	TLP nominal
2019	2,43	4,31	6,85
2020	1,84	4,52	6,44
2021	2,91	10,06	13,26
2022/a	3,97	11,73	16,17
2019/2022(% a.a.)	2,79	7,60	10,60

/a Últimos 12 meses até maio.

Fontes: Elaboração própria, IBGE (IPCA) e BNDES (TLP).

É interessante cotejar, em contraste com o que acontecia na situação vigente até 2017, esse custo – pago pelos tomadores de recursos às instituições financeiras oficiais e por estas ao Tesouro Nacional - com o custo marginal de endividamento público. Isto é, se antes de 2017 o problema era que o Tesouro Nacional se endividava a taxas muito maiores que as que ele recebia pelos seus ativos indexados à antiga TJLP, o que passou a ocorrer na nova sistemática? Para tal, é útil comparar as taxas da Tabela 5 com o custo médio em 12 meses das novas emissões. Este é o verdadeiro custo de oportunidade na margem do Tesouro e não o de todo o estoque, “contaminado” por taxas antigas, de papéis emitidos muitos anos antes. Esse cotejo é feito na Tabela 6, onde se mostra o que o Tesouro Nacional passou a receber pelos seus empréstimos em TLP e com recursos do FAT *vis a vis* o custo marginal das emissões de papéis feitas em 2019, 2020, etc., papéis esses que compõem a dívida pública mobiliária federal interna em poder do público (DPMFi).

Tabela 6 Taxas de juros nominais - Acumulado 12 meses: TLP vs. Novas emissões DPMFi (%)

Ano	LFT	LTN	NTN-F	NTN-B	DPMFi	TLP
2019	5,98	7,25	8,35	8,02	6,94	6,85
2020	2,79	4,34	6,87	7,14	4,44	6,44
2021	5,92	6,81	8,70	15,42	8,49	13,26
2022/a	9,95	10,23	10,31	17,94	11,69	16,17
2019/2022(% a.a.)	6,13	7,14	8,55	12,03	7,86	10,60

/a Últimos 12 meses até maio.

Fontes: Elaboração própria e STN (Custo novas emissões DPMFi).

O que se nota é que houve uma reversão em relação ao quadro vigente até o início da vigência da TLP. Ou seja, mesmo na fase de transição até a convergência dos juros, como o Governo se endivida não apenas com papéis de 5 anos e sim com títulos a prazos menores - e muitos deles prefixados - na prática o TN “ganhou dinheiro”, nesse período, emprestando em TLP. Em 2019, por exemplo, as taxas das NTN-F foram de 8,4%, enquanto que a LFT pagou 6,0 %. Na média ponderada, o custo da DPMFi naquele ano foi de 6,9%, por coincidência o mesmo – com uma casa decimal - que a TLP nominal daquele ano. Quando se considera a média do quadriênio 2019/2022, porém, a taxa média anual da DPMFi foi de apenas 7,9% nominais, muito aquém da TLP nominal média de 10,6%. Em termos concretos, isso corresponde a uma inversão plena em relação à situação em que os empréstimos em TJLP eram inferiores ao custo marginal de endividamento do Tesouro: na média nos últimos 4 anos, passou a ocorrer exatamente o contrário.

É intrigante observar que essa conclusão prevalece mesmo quando, ao invés de – como é correto – se considerar, na comparação, o custo marginal de endividamento das novas emissões do Tesouro, como na Tabela 6, se coteja a mesma TLP com o custo do estoque do Tesouro. Este, em geral, ano a ano, foi maior que os das novas emissões. Mesmo nesse caso, no quadriênio 2019/2022, a mesma taxa média de 10,6% da TLP nominal foi superior também à taxa média nominal do custo do estoque da DPMFi, de 8,8% a.a. (Tabela 7).

Tabela 7 Taxas de juros nominais – Acumulado 12 meses: TLP vs. Custo estoque DPMFi (%)

Ano	DPMFi	TLP
2019	8,66	6,85
2020	7,27	6,44
2021	8,75	13,26
2022/a	10,58	16,17
2019/2022(% a.a.)	8,81	10,60

/a Últimos 12 meses até maio.

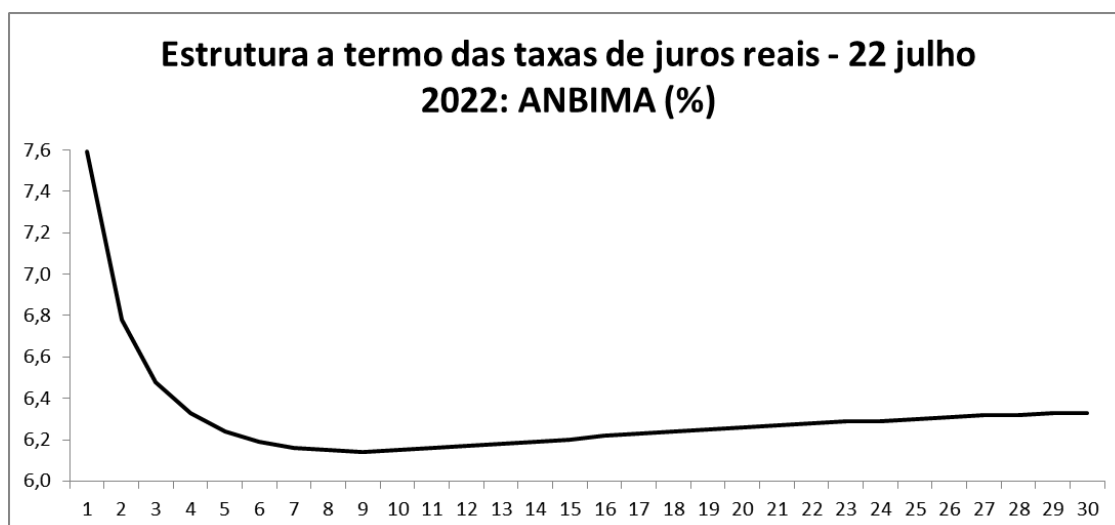
Fontes: Elaboração própria e STN (Custo estoque DPMFi).

A estrutura a termo das taxas de juros (ETTJ) nos mostra uma curva com uma inclinação muito ligeiramente positiva a partir aproximadamente do vértice de 10 anos (que inclui, no começo, a fase na qual a taxa de juros inicialmente mais forte para debelar a inflação em 2023/2024 teria que ser mais restritiva), com a taxa real de 10 anos em 6,2% e a de 30 anos em torno de 6,3% (Gráfico 4). A questão é que, sendo a taxa de juros longa pouco sensível à definição da taxa de curto prazo dada pela política monetária, ela expressa a visão de risco do país num horizonte longo, função de um conjunto de tendências que se combinam no país ao longo do tempo – e isso flutua no decorrer dos meses. Assim, da mesma forma que a taxa real longa de 30 anos, que era de 5,6% em dezembro de 2017 – antes do início de vigência da TLP – cedeu até 3,6% em fevereiro de 2020 – antes da pandemia – antes de iniciar nova alta, com algumas oscilações, até o nível atual de 6,3%, não há nada que impeça, em caso do país tomar medidas de ajuste no início do próximo Governo, de voltar a cair para algo próximo a 3,5%. Nesse caso, a taxa real de 5 anos, hoje acima de 6%, poderia voltar a se situar em torno de 3%.

A pergunta óbvia é: por que tomar créditos de longo prazo a uma taxa real de 6%, se existe a chance, caso o país aprove uma agenda de reformas, em 2023/2024, de que essa taxa ceda a algo próximo de metade disso? É essa questão que motiva a proposta deste texto.

Não é o objetivo desta nota elaborar o detalhamento acerca das minúcias operacionais que deveriam estar envolvidas na adoção de um instrumento como o proposto, mas é evidente que não se pretende abrir espaço para que o tomador faça uma arbitragem de juros a seu bel prazer. Portanto, definida a sua opção pela modalidade de crédito em TLP ou TNLP, o contrato de empréstimo deveria prever uma cláusula determinando que casos de pré-pagamento ou de mudança de indexador deveriam estar sujeitas a um fator punitivo que minimizasse a possibilidade de o tomador ir e voltar entre indexadores em função das flutuações conjunturais da época.

Gráfico 4



Fonte: ANBIMA.

5 A proposta de criação da TNLP e da TNLP5

O objetivo da proposta a ser explicada, que é a razão de ser do texto, é desenvolver um instrumento que permita dar continuidade às decisões de investimento de longo prazo, sem que elas sejam afetadas pela possibilidade de redução dos juros longos, na hipótese do Brasil realizar reformas importantes nos próximos anos, que colaborem no sentido de reduzir o risco-país.

Além disso, pretende-se com a medida possibilitar ao público interessado em tomar empréstimos hoje indexados à TLP ter um *menu* de alternativas, analogamente ao que o Tesouro faz quando se endivida. Nessa situação, ele coloca à disposição de quem adquire papéis da dívida pública um “cardápio” de possibilidades, em termos de prazos e características dos indexadores, através da oferta dos seus títulos – LFT, LTN, NTN-B e NTN-F. As instituições financeiras que hoje operam com TLP e repassam aos responsáveis pelo *funding* essa mesma taxa – sem o *spread*, claro – continuariam a conservar esse casamento mas, ao invés de emprestar em TLP e pagar pelo *funding* também em TLP, operariam com mais de um indexador em ambas pontas, sem descasamento. Evidentemente, cada uma delas poderia, se quiser, ter a alternativa de continuar

a pagar pelo *funding* em TLP, mas nesse caso ela teria que arcar com o risco de descasamento.

Como se sabe, a atual sistemática da TLP carrega o custo real do financiamento durante toda a vigência do contrato. Isso difere da prática adotada na época da vigência da TJLP, quando a taxa flutuava ao sabor das circunstâncias. As condições da época e o ônus fiscal já explicado fizeram que, como reação a esse estado de coisas, fosse criada a TLP, com a ideia de ser uma taxa de mercado. O ponto a ser enfatizado aqui é que é possível ter uma taxa de mercado, sem que isso necessariamente implique desprezar a conveniência de ter uma taxa flutuante, como era a TJLP.

A taxa proposta, denominada TNLP, seria, nos moldes da TJLP, i) flutuante; ii) nominal; e iii) definida trimestralmente. Ela combinaria o mesmo componente real da TLP - com fator de convergência igual a 1 a partir de janeiro de 2023 – com a expectativa de inflação. Em alguns dos exercícios feitos a continuação, esta é apurada como a média dos 5 últimos dias úteis para a taxa de variação dos preços, seguindo a previsão do Focus para o período de 12 meses iniciado no mês ao qual a taxa se refere no seu primeiro mês de vigência.⁹ Hoje, o Banco Central já divulga o componente real da TLP. Assim, junto com essa informação, a instituição, no último dia útil do mês que antecede o trimestre, divulgaria a expectativa de inflação para o período de 12 meses que toma como base o mês de vigência da taxa. Por exemplo, no último dia útil de dezembro se anunciaria a expectativa de inflação para o período de janeiro a dezembro do ano seguinte; no último dia útil de março, a expectativa de inflação de abril a março, e assim sucessivamente.

Há aqui que fazer uma qualificação importante. No texto, as contas são feitas com o uso da pesquisa Focus para estimar a inflação futura 12 meses à frente,

⁹ Observe-se que essa lógica se assemelha à já vigente na definição da TJLP, que continua existindo para operações contratadas até 2018 e que é regulada pela fórmula prevista na Resolução do Banco Central 4.645 de 16/03/2018, onde se combina um componente real de juros (com redutor) com um parâmetro de inflação, neste caso associado à meta oficial. O procedimento da TJLP tem o problema de que implica uma forma de subsídio considerável se a inflação excede muito a meta, como ocorreu em 2021 e está ocorrendo em 2022. Nesse sentido, a forma proposta, fiscalmente, é “Pareto superior” ao procedimento da TJLP.

pelo amplo conhecimento da mesma. Porém, é válido – e, a rigor, mais apropriado - defender o uso alternativo da inflação implícita, resultante da comparação de taxas nominais pré-fixadas de mercado com as taxas reais, para o mesmo período de 12 meses. A alternativa redundaria em maior volatilidade e é uma variável menos conhecida que o Focus. Porém, isso eliminaria a crítica que se faz à qualidade da estimação do Focus e à composição da amostragem da sua coleta. Por simples conveniência, dado o melhor conhecimento do Focus, aqui optamos por propor e utilizar os números deste, mas seria mais apropriado, tecnicamente, que a proposta, se adotada, tenha como referência futura a inflação implícita e não a citada pesquisa do Banco Central junto ao mercado.¹⁰

Em que pese o paralelismo com a TJLP, haveria duas diferenças em relação àquela taxa:

- a parametrização seria definida em Lei, sem o menor espaço para a existência de discricionariedade oficial e de forma totalmente transparente; e
- o componente real seria o mesmo da TLP, sem a ocorrência de qualquer subsídio.¹¹

O novo instrumento existiria paralelamente à continuidade de vigência da TLP atual. Ou seja, a ideia é que o tomador do crédito informe à instituição responsável pela concessão de empréstimo, antes do envio para aprovação pelo órgão decisório competente ou agente repassador, qual a modalidade de indexação desejada (TLP ou TNLP), de modo que a avaliação financeira seja feita considerando as previsões associadas a cada instrumento. Por sua vez, o indexador escolhido pelo tomador seria o mesmo adotado para a correção do lastro utilizado para a concessão dos empréstimos. Por exemplo, empréstimos

¹⁰ O uso do número do Focus em detrimento da inflação implícita embutiria um possível subsídio encoberto, equivalente à diferença entre a inflação implícita e a do Focus. Por vezes, essa diferença pode ser bastante expressiva, como foi o caso na fase de aceleração inflacionária de 2021/2022. Observe-se que eventuais erros e diferenças entre as taxas de 12 meses e as de prazo mais longo associado ao vértice de 5 anos da TLP seriam ajustadas ao longo do tempo, na medida em que se avançasse nos meses e os novos dados fossem incorporando as novas percepções a cada período móvel de 12 meses.

¹¹ Pode existir uma diferença entre a taxa real paga *ex post* pelos tomadores de empréstimo e a taxa de mercado, como resultado de erros de previsão da inflação implícita esperada vs a observada. Porém, não há razões, *a priori*, para supor que tais erros de previsão seriam viesados, cabendo esperar que, no longo prazo, o valor da diferença entre a inflação implícita e a efetiva seja nulo.

lastreados no FAT gerariam um valor dos pagamentos a Fundo em TNLP quando este fosse o indexador do empréstimo e em TLP se fosse esta última a preferência do tomador. Na próxima seção, faremos uma avaliação de *backtest* do que poderia ter acontecido se essa regra tivesse vigorado desde o começo de vigência da TLP.

A proposta seria complementada pela criação de um instrumento adicional, denominado TNLP5, com taxas nominais fixas por períodos de 5 anos. Esta taxa corresponderia à média dos últimos 30 dias antes da definição da taxa, utilizando a mesma fonte (ANBIMA) que rege a definição da TLP, apenas tomando como referência os últimos 30 e não 90 dias, para evitar uma defasagem maior em caso de alguma mudança da perspectiva inflacionária. A diferença fundamental da lógica operacional entre a TNLP e a TNLP5 é que a primeira seria anunciada trimestralmente e afetaria todos os tomadores de crédito indexado à TNLP, enquanto a segunda mudaria mensalmente para novos tomadores, mas permaneceria travada por um período de 5 anos para quem já tiver tomado o empréstimo. Ou seja, se no mês t a taxa pré-fixada no mercado de 5 anos for, por exemplo, de 11,65%, é esta a taxa que valeria por 5 anos para quem tomasse no mês $(t+1)$ recursos em TNLP5, só mudando 5 anos depois em função da taxa da TNLP5 da época. Já se a taxa de mercado no mês $(t+1)$ mudasse para 11,88%, por exemplo, ela seria aplicada durante 5 anos a quem tomasse empréstimos em TNLP5 no mês $(t+2)$ e assim sucessivamente.

Dessa forma, as instituições financeiras oficiais que hoje operam a TLP ofereceriam aos tomadores de empréstimos um *menu* de possibilidades, ficando a cargo do tomador a escolha do instrumento: i) a TLP, tal como é hoje; ii) a TNLP, taxa nominal que mudaria trimestralmente; ou iii) a TNLP5, taxa nominal que mudaria a cada 5 anos para o tomador.¹² Se, no processo de debate das ideias aqui expostas, se considerar adequado, pode-se pensar também em

¹² Na interlocução envolvida na reflexão acerca do texto, nos foi sugerido que, analogamente, seria possível disponibilizar outra possibilidade, que seria a ideia de tomar o empréstimo em SELIC. Nesse caso, particularmente, seria preciso coordenar a iniciativa com o Tesouro Nacional, por uma razão: numa estrutura convencional de estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ) com inclinação positiva em função do prazo, cabe esperar que a SELIC, sendo uma taxa tipicamente de curto prazo, tenha, na média de 20 ou 25 anos, uma taxa real *ex post* inferior à taxa de 5 anos. Assim, o seu custo seria mais barato que as formas de empréstimo aqui propostas. Caso o Tesouro entenda que a alternativa é válida, o instrumento seria adicionado às alternativas propostas.

adotar, com a mesma filosofia da TNLP5, uma TNLP10, com taxa pré-fixada por um período de 10 anos, cuja taxa seria posteriormente renovada conforme as condições de mercado 10 anos depois.¹³

Um ponto importante a definir, caso a proposta avance, é avaliar qual a melhor forma de instrumentalizar ela no caso de recursos que envolvam repasse de recursos públicos. Haveria duas possibilidades a contemplar. A primeira é a instituição financeira oficial operar esse instrumento e repassar ao responsável pelo *funding* a mesma taxa recebida do tomador. A segunda seria ele remunerar o credor – tipicamente, o Tesouro Nacional - como atualmente, com base na TLP e assumir o risco financeiro da operação – que envolve a incerteza inflacionária futura – cobrando um *spread* adicional de risco ao tomador, por conta do risco de descasamento de taxas, dado que emprestaria a uma taxa pré-fixada e pagaria uma dívida indexada ao IPCA. A Lei que permitiria lançar os instrumentos propostos neste artigo deixaria claro qual dessas duas alternativas seria a escolhida. Hoje já existem instrumentos análogos para algumas operações de prazo médio tendo a TLP como lastro, que poderiam ser emulados para ampliar a gama de possibilidades envolvidas para outro tipo de operações, de prazos mais dilatados.

Cabe fazer menção a dois pontos, que é natural que surjam no debate. O primeiro deles é sobre a indexação. Se a TLP tem uma indexação *ex post* e a TNLP um mecanismo de indexação à expectativa de inflação, é natural indagar por que a TNLP não poderia ser uma taxa pré-fixada por 3 meses com base numa inflação *ex post*, tomando como referência por exemplo a inflação do mesmo período de referência do componente real da TLP, de 3 meses. A resposta é que isso introduziria um grau de volatilidade indesejável no novo instrumento. Imaginemos, por exemplo, que a taxa mensal de variação do IPCA

13 Caso o Executivo entenda que, independentemente do arranjo proposto, a taxa de mercado seria elevada vis a vis o que alguns podem entender como uma taxa mais adequada para estimular o investimento, nada impede que se defina uma fórmula que imponha algum redutor em relação à taxa de mercado. Isso, contudo, contrariamente à situação vigente em épocas anteriores, teria que estar associado a um mecanismo que: i) implique a adoção de um subsídio explicitado de forma transparente no Orçamento; e ii) defina claramente uma forma de equacionamento dos juros a cargo do Tesouro Nacional, para não gerar prejuízos às instituições financeiras responsáveis pela operacionalização dos empréstimos a taxas mais favoráveis que as de mercado.

durante 3 meses seja de 0,4 % e no trimestre seguinte de 1,0 % e que a taxa real da TLP seja de 4,0% anuais. Isso significa que a TNLP num trimestre seria de 9,10 % e no trimestre seguinte de 17,19%, por uma simples questão de flutuação da taxa, assumindo que haja componentes que não se repitam ou que sejam apenas sazonais.

O segundo ponto a discutir é como a mudança afetaria a potência da política monetária, ponto muito debatido por ocasião do lançamento da TLP. Cabe ressaltar, porém, que o que era objetado naquele debate era a existência de um diferencial entre a taxa de mercado e a cobrada pelos empréstimos em TJLP. Na medida em que a taxa real seria preservada, esta crítica à antiga TJLP não teria por que ressurgir, uma vez que o que se estaria fazendo é apenas evitar que uma taxa temporariamente elevada seja carregada durante todo o período de vigência do empréstimo.

Pode-se alegar que eventuais surpresas inflacionárias, diminuindo a taxa real de juros cobrada *ex post*, poderiam ensejar decisões de mais gasto, obrigando a um reforço da política monetária contracionista para combater esse efeito. Sobre isso, porém, cabe contra-argumentar que: i) algo análogo ocorre em qualquer país desenvolvido com instrumentos de empréstimo prefixados, quando há uma aceleração inflacionária inesperada; e ii) nos termos da operacionalização proposta, o argumento só é válido se a surpresa inflacionária for sistemática, uma vez que, após a surpresa inicial, a nova informação se incorporaria às previsões de inflação no trimestre imediatamente posterior. Não parece, portanto, que existam argumentos fortes para rejeitar a medida proposta, em nome de uma suposta perda de potência da política monetária.

Será muito importante para o êxito dessa estratégia de diversificação contar com uma comunicação adequada dos novos instrumentos propostos, para lidar com agentes eventualmente pouco versados em detalhes financeiros, no âmbito das Micro, Pequenas e Médias Empresas (MPME). Da mesma forma que a introdução da TLP foi um desafio, pela mudança de *modus operandi* em relação ao *status quo*, será importante explicar de forma didática como funcionariam os

novos instrumentos, para que eles possam ser bem compreendidos e utilizados pelos clientes potenciais.

6 Uma simulação

No exercício desta seção, mostra-se qual teria sido a trajetória da TNLP e da TNLP5, se o novo instrumento tivesse começado a ter vigência em 2018, junto com a TLP. Como o objetivo aqui é mostrar que isso não traria ônus ao Tesouro, o exercício considera não a parcela real da TLP que vigorou no período (o “Ji” da fórmula 1 antes explicitada) e sim a taxa de mercado (“Jm”, na fórmula), ou seja, como se o fator “f” tivesse sido igual a 1 desde o início (o que só ocorrerá a partir de janeiro/2023). Em todos os casos, adotou-se a previsão de inflação do Focus, conforme o critério explicado na seção anterior (últimos 5 dias úteis do mês anterior ao trimestre gregoriano). Os resultados dessa “TNLP virtual” são mostrados na Tabela 8.¹⁴ Para facilitar a visualização e evitar ter excesso de linhas, considera-se a TNLP5 de início de cada trimestre, embora tenha ficado claro que na prática a proposta é que ela seja alterada mensalmente. Para facilitar a comparação, mostra-se qual foi a taxa pre-fixada de 3 meses em cada um dos casos. Fica claro que não é recomendável utilizar esta como parâmetro, pela sua grande volatilidade. Ao mesmo tempo, a taxa pré de 5 anos não poderia ser utilizada como referência móvel do custo a cada 3 meses para quem tomasse os recursos, porque ela embute um prêmio pela incerteza e oneraria muito o tomador por conta desse *plus*. A recompensa por esse prêmio para o tomador é justamente o fato dele poder conhecer o custo nominal – fixo – durante o período de 60 meses.

Em relação às previsões baixas de inflação no Focus *vis a vis* a taxa efetiva – de mais de 10 % em 2021 e ainda pressionada durante o primeiro semestre de 2022

¹⁴ Nesta tabela, pode chamar um pouco a atenção o contraste entre as taxas de inflação prevista expressas na coluna correspondente e as taxas efetivamente observadas de inflação *ex post* em 12 meses em 2021 e 2022. A explicação é que houve uma surpresa inflacionária não apenas significativa, como também recorrente. Ou seja, houve uma coexistência de dois fenômenos: i) as taxas de inflação foram fortemente superiores às previstas; e ii) enquanto, constatada a alta da inflação, o mercado julgou seguidamente que haveria alguns meses de pressão inflacionária que depois arrefeceria, a rigor a pressão se manteve por um tempo muito mais dilatado do que se julgou num primeiro momento. Vale lembrar que a inflação em 12 meses medida pelo IPCA foi de 10,06 % em 2021 e se manteve em 2 dígitos por um longo período em 2022.

– o fato é que a surpresa inflacionária contrariou não só as projeções dos economistas, como também as taxas de inflação implícitas nas cotações de mercado. Chega-se a este indicador – ver Tabela 9 – cotejando a taxa pré-nominal de 1 ano com a taxa real da NTN-B para o mesmo período. Analogamente ao que é mostrado na Tabela 8, são taxas que reagiram moderadamente à surpresa inflacionária, mantendo-se na faixa de 5% a 6% nos primeiros meses de 2022 e em 6% a 7% recentemente.

É difícil fazer uma comparação *strictu sensu* com a TLP que vigorou, pelo fato de que esta adotou uma indexação *ex post*.¹⁵ Ou seja, na modalidade proposta, quem tomaria um crédito já saberia o custo dos três meses seguintes, ao passo que na modalidade da TLP o custo só poderia ser conhecido após a divulgação do IPCA, *a posteriori*.¹⁶

Como a taxa é trimestral, a primeira taxa nominal da Tabela 8, de 8,81% para janeiro/março de 2018, implicaria uma taxa mensal de 0,7064% vigente durante 3 meses; e assim sucessivamente (Tabela 10). O CMN definiria as regras de truncamento acerca do número de casas decimais consideradas em cada caso. É natural, por embutir o prêmio de risco inflacionário, que a TNLP5 a cada momento tenda a ser maior que a TNLP, porque se a inflação aumentar, ela se incorporará – através das expectativas – à taxa 3 meses depois, ao passo que na TNLP5 o custo fica travado por 5 anos. Assim, por exemplo, o tomador que tivesse tomado recursos em abril de 2019, se a sistemática proposta já estivesse vigorando, pagaria naquele trimestre uma taxa correspondente a 8,12%, menor que a TNLP5 da época, de 8,54%, mas em compensação, por outro lado, enquanto essa ficaria fixa para o tomador por um período de 60 meses, 3 anos

¹⁵ O exercício é equivalente a comparar a remuneração paga pelo Tesouro a detentores de títulos de igual prazo, mas com indexadores diferentes. Uma NTN-F e uma NTN-B de 10 anos pagarão, *ex post*, taxas diferentes entre si, por ser impossível ter uma previsão perfeita da inflação, mas não faz sentido, *a priori*, supor que o Tesouro “beneficiou” os detentores de um ou outro papel. Analogamente, no caso da proposta do texto, só após o vencimento é que se constatará se quem tomou recursos em TNLP ou TNLP5 terá pago um custo maior ou menor que quem tomou em TLP. O importante, em todos os casos, é que a taxa cobrada seja a de mercado, excetuados os casos em que houver o reconhecimento de subsídios explícitos, definidos no Orçamento.

¹⁶ Por essa razão, pelo fato da taxa ser conhecida no momento da tomada do empréstimo, no caso da TNLP sim seria possível, num exercício retrospectivo, calcular o custo já para 2018, ao contrário do que foi explicado em nota anterior acerca da TLP.

depois, no segundo trimestre de 2022, o tomador de TNLP já estaria pagando uma taxa bem maior, de 11,25%.

Tabela 8
TNLP virtual (%)

Ano	Trimestre	Taxa real	Inflação prevista	TNLP	Taxa pré 3 meses	TNLP5
2018	I	4,74	3,89	8,81	6,81	10,15
	II	4,59	4,04	8,82	6,41	9,16
	III	4,87	3,87	8,93	6,64	11,30
	IV	5,56	4,06	9,85	6,71	11,76
2019	I	4,84	4,05	9,09	6,43	9,22
	II	4,09	3,87	8,12	6,41	8,54
	III	3,83	3,77	7,74	6,32	7,42
	IV	2,90	3,53	6,53	5,26	6,84
2020	I	2,40	3,55	6,04	4,38	6,47
	II	2,67	3,10	5,85	3,84	6,83
	III	2,79	3,26	6,14	2,17	6,02
	IV	2,02	3,19	5,27	1,98	6,51
2021	I	2,53	3,20	5,81	1,99	6,45
	II	2,81	3,89	6,81	2,97	8,39
	III	3,60	4,13	7,88	4,60	8,58
	IV	4,26	4,68	9,14	6,93	10,56
2022	I	5,09	5,07	10,42	10,02	10,64
	II	5,43	5,52	11,25	12,12	11,84
	III	5,48	5,25	11,02	13,30	12,72

Fonte: Elaboração própria, com base no Focus, no Jm definido pelo Banco Central e na ANBIMA.

Tabela 9
Taxa de inflação implícita 12 meses à frente: 2022 (%)

Mês	Taxa de inflação implícita
Janeiro	5,6
Fevereiro	5,4
Março	6,7
Abril	6,9
Mai	7,4
Junho	6,8
Julho (22/7)	6,0

Fonte: ANBIMA.

Pela sistemática proposta, com uma taxa real no mercado da ordem de 5% e uma expectativa de inflação doze meses à frente que no começo do ano que vem esteja em torno de 5%, a TNLP no começo de 2023, caso estivesse vigente, seria da ordem de pouco mais de 10%. Observe-se que essa é a remuneração que seria de fato paga por um tomador que tomasse recursos a TLP no dia 2 de janeiro de 2023 – isto é, já com o ajuste do fator “f” para a unidade – se a inflação for de fato próxima daquela previsão, dado o juro real de 5%. A grande diferença é que, tomando recursos em TLP, o tomador pagaria uma taxa real de 5% durante toda a vigência do contrato, ao passo que, na modalidade proposta, o juro real poderia cair com o passar dos anos, se o país trabalhar eficientemente no sentido de resolver a equação fiscal e diminuir o risco-país.

A taxa acumulada em doze meses da TNLP virtual em dezembro na Tabela 10 corresponde ao custo da TNLP que teria vigorado desde 2018, com o fator “f” igual a 1, como deverá ser na TLP a partir de 2023. Observe-se, na Tabela 11, que o Tesouro não teria tido prejuízos, uma vez que ele teria recebido uma taxa média ligeiramente maior do que o custo marginal de se endividar junto ao mercado em 2018/2022. Na comparação anual, isso dependerá das circunstâncias, da *duration* da dívida pública, da ETTJ e da composição da dívida, mas essas nuances também afetam hoje a comparação do custo das novas emissões *vis a vis* a TLP. O importante é que: i) o cliente conte com um *menu* de alternativas; e ii) não haja, *ex ante*, uma tendência no sentido de que o Tesouro arque com um ônus por conta dos recursos lastreados em TNLP ou TNLP5, ao invés de em TLP.

Tabela 10 Taxa de juros mensal TNLP virtual (%)

Ano	Mês	Taxa mensal	Acumulado 12 meses	Ano	Mês	Taxa mensal	Acumulado 12 meses
2018	Jan	0,7064		2021	Jan	0,4718	5,81
	Fev	0,7064			Fev	0,4718	5,79
	Mar	0,7064			Mar	0,4718	5,77
	Abr	0,7065			Abr	0,5505	5,85
	Mai	0,7065			Mai	0,5505	5,93
	Jun	0,7065			Jun	0,5505	6,01
	Jul	0,7152			Jul	0,6340	6,15
	Ago	0,7152			Ago	0,6340	6,29
	Set	0,7152			Set	0,6340	6,44
	Out	0,7856			Out	0,7315	6,76
	Nov	0,7856			Nov	0,7315	7,08
	Dez	0,7856	9,10		Dez	0,7315	7,40
2019	Jan	0,7274	9,12	2022	Jan	0,8293	7,78
	Fev	0,7274	9,15		Fev	0,8293	8,17
	Mar	0,7274	9,17		Mar	0,8293	8,55
	Abr	0,6526	9,11		Abr	0,8924	8,92
	Mai	0,6526	9,05		Mai	0,8924	9,29
	Jun	0,6526	8,99		Jun	0,8924	9,66
	Jul	0,6235	8,89		Jul	0,8748	9,93
	Ago	0,6235	8,79		Ago	0,8748	10,19
	Set	0,6235	8,70		Set	0,8748	10,45
	Out	0,5287	8,42		Out		
	Nov	0,5287	8,14		Nov		
	Dez	0,5287	7,87		Dez		
2020	Jan	0,4895	7,61				
	Fev	0,4895	7,36				
	Mar	0,4895	7,10				
	Abr	0,4751	6,92				
	Mai	0,4751	6,73				
	Jun	0,4751	6,54				
	Jul	0,4979	6,41				
	Ago	0,4979	6,27				
	Set	0,4979	6,14				
	Out	0,4293	6,04				
	Nov	0,4293	5,93				
	Dez	0,4293	5,83				

Fonte: Elaboração própria, com base no Focus e no Jm definido pelo Banco Central.

A mesma Tabela 11 traz o resultado que teria sido observado se a TNLP5 tivesse vigorado desde janeiro de 2018. A cada mês, o dado foi construído descapitalizando em bases mensais a taxa associada à média da taxa do vértice de 5 anos da taxa pré-fixada fonte ANBIMA, correspondente à sistemática proposta, o que está associado a uma situação hipotética em que a média dos tomadores distribui as suas captações junto às instituições financeiras que operam essas taxas em proporções iguais na base de (1/12) por mês. Assim, uma taxa de 5 anos de 11,37 %, por exemplo, gera uma taxa mensal de 0,9014% e assim sucessivamente. Também nesse caso se observa que a taxa teria sido maior que o custo marginal de endividamento do Tesouro.

Tabela 11 Taxas de juros: acumulado no ano (%)

Ano	TNLP virtual	TNLP5 virtual	IPCA	SELIC	Custo novas emissões DPMFi
2018	9,10	10,16	3,75	6,42	7,60
2019	7,87	7,71	4,31	5,95	6,94
2020	5,83	6,48	4,52	2,76	4,44
2021	7,40	8,93	10,06	4,42	8,49
2022/a	9,29	10,53	11,73	7,92	11,69
2018/2022(% a.a.)	7,89	8,75	6,82	5,48	7,81

/a Últimos 12 meses até maio.

Fontes: Tabela x, IBGE (IPCA), Banco Central (SELIC) e STN (Custo novas emissões DPMFi).

7 Conclusão

A criação da TLP foi parte de uma agenda de reformas que colaboraram para a expansão do mercado de capitais nos anos posteriores. Tem se dado muito destaque ao fato de que, entre 2017 e 2021, os desembolsos do BNDES se conservaram, em termos nominais, *grosso modo*, na faixa de R\$ 60 bilhões a R\$ 70 bilhões, ao passo que as captações domésticas do mercado de capitais se expandiram de menos de R\$ 200 bilhões para quase R\$ 550 bilhões no mesmo período, conforme a ANBIMA. Vale destacar, contudo, que apenas 21% das emissões do mercado de capitais registradas em 2021 se destinaram ao investimento em infraestrutura, uma vez que quase 4/5 das mesmas esteve associada aos itens de capital de giro, aquisição de imobilizado ou de capital societário, recompra de debêntures e refinanciamento de passivos, modalidades que não representam um investimento no sentido macroeconômico.

Procurando aprimorar os mecanismos de estímulo ao investimento, decorridos 5 anos desde a aprovação da TLP, é natural que exista uma reflexão para avaliar o que aconteceu e considerar aperfeiçoamentos, entre eles a ideia de diversificar o uso de instrumentos diferenciados. Isso seria feito analogamente ao que o Tesouro Nacional faz ao colocar seus papéis nos leilões de dívida com características diferentes de prazo e indexação – à SELIC, IPCA ou com taxas pré-fixadas.

Atualmente, para quem está interessado em investir no longo prazo com recursos em TLP, a melhor decisão seria optar por uma estratégia de *wait and see*. Isso porque não faria sentido carregar um juro real elevado por todo o contrato, se houver fundadas razões para supor que a taxa de juros irá cair razoavelmente. É lógico, nesse contexto, tentar criar mecanismos mais sofisticados que comportem ter não apenas um instrumento financeiro apropriado para situação de estabilidade, como também outros que se adequem a uma situação de possível queda das taxas de juros. Evidentemente, a realização ou não de um investimento depende de uma série de fatores e não apenas do custo financeiro, sendo que os entraves ao investimento no Brasil são

diversos e estão mapeados há muito tempo. É importante, porém, que, no bojo de um conjunto de reformas que destravem o investimento, se pense também na questão financeira.

Daí, justamente, a proposta de permitir à economia dispor de uma modalidade de financiamento que permita às taxas de juros reais flutuarem, onerando o tomador a cada ano conforme as condições de longo prazo daquele momento, ao invés de congelar o custo nas condições em que o empréstimo tiver sido assumido. É esse o sentido da proposta aqui desenvolvida: permitir, simultaneamente, preservar o zelo fiscal que norteou a criação da TLP na Lei de 2017 e, ao mesmo tempo, favorecer uma maior recuperação do investimento nos próximos anos. A ideia é ter um cardápio de indexadores financeiros a disposição dos interessados em tomar recursos de instituições financeiras oficiais que hoje operam com TLP, analogamente ao que é feito por muitos bancos e, ao mesmo tempo, preservar os cuidados com a questão fiscal, evitando onerar o Tesouro com práticas que, em outras épocas, acarretaram custos fiscais relevantes.

Observe-se que, em alguns casos, para aquelas instituições que operam com recursos considerados como ativos na estatística da dívida líquida, já existem modalidades de empréstimo com opções para o tomador final. Porém, estas se caracterizam por duas coisas: i) implicam um risco de descasamento para a instituição, uma vez que ela arca com a possibilidade de ser prejudicada *vis a vis* seus compromissos junto ao Tesouro, regulados pela TLP; e ii) por isso, em geral tendem a ser modalidades de empréstimo por prazos limitados, por exemplo até 5 anos, não sendo comuns em casos de empréstimos a prazos longos – 15, 20 ou 25 anos. A proposta aqui desenvolvida tenta atacar essas questões, uma vez que a sugestão feita: a) implicaria promover um casamento de indexadores, com o custo do tomador sendo exatamente aquele repassado ao provedor do *funding*, retirando, obviamente, o *spread*; e b) as modalidades propostas seriam aplicadas também aos créditos de prazo muito dilatado, notadamente para a infraestrutura.

Nas circunstâncias prevaletentes por ocasião do encerramento deste texto, com uma taxa real no mercado no vértice de 5 anos de 6,2 % e uma expectativa de inflação para os próximos 12 meses, capturada pelas taxas implícitas de inflação, em torno de 6,0 %, a proposta feita implicaria ter uma TNLP nominal ligeiramente superior a 12,5 %, se fosse lançada no momento atual.

Cabe um último comentário em relação a uma possibilidade complementar que se abriria caso a proposta defendida vingue: da mesma forma que se postulou a criação da TNLP5, com taxa por 5 anos e renovada nas condições de mercado 5 anos depois, as instituições financeiras oficiais poderiam também lançar uma TNLP10, com prazo de 10 anos e taxa fixa, nas condições de mercado. Elas disporiam, assim, de um cardápio para os tomadores, consistindo da TLP atual, da TNLP flutuante proposta e de modalidades de prazos de 5 e de 10 anos com taxas nominais fixas, além da possibilidade de oferecer empréstimos em SELIC. O tomador de crédito escolheria, sempre a taxas de mercado, o tipo de empréstimo a solicitar, analogamente a quem, na ponta da aplicação, escolhe que tipo de papel ter na sua carteira entre os diversos títulos que o Tesouro leiloa para se financiar, com taxas e prazos diferentes, dependendo do papel. O Governo disporia, nas duas pontas em que se encontra – de tomador e emprestador – de um *menu* de opções. Como tomador, colocaria papéis da dívida, como faz hoje, com diferentes instrumentos. Ao mesmo tempo, adotaria também essa lógica como credor, através das instituições financeiras oficiais que emprestam a longo prazo. É um passo natural a ser dado no processo de evolução da economia brasileira, que em breve completará três décadas da estabilização de 1994.

Referências bibliográficas

Barbosa, F.H.; O Flagelo da Economia de Privilégios: Brasil, 1947-2020 – Crescimento, Crise Fiscal e Estagnação; Editora EPGE, RJ, 2021.

Castelar, A.C. e Frischtak, C.; Gargalos e Soluções na Infraestrutura de Transportes; Editora IBRE, RJ, 2014.

 **FGV IBRE**
70 ANOS

 fgv.br/ibre

