

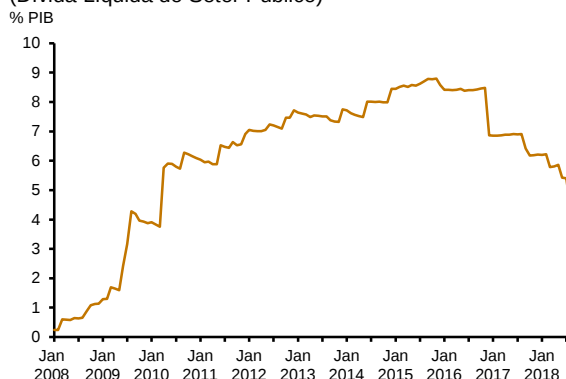


Créditos do Tesouro Nacional junto ao BNDES: impactos sobre a despesa com juros e a evolução da taxa de juros implícita da DLSP

Estudo Especial nº 31/2018 – Divulgado originalmente como box do Relatório de Inflação (dezembro/2018) - volume 20 | nº 4

Entre 2008 e 2015, os empréstimos do Tesouro Nacional ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) cresceram de 0,2% para 8,6% do PIB (Gráfico 1), tornando-se ativo expressivo da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP). No âmbito fiscal, esses recursos originaram subsídios de natureza creditícia¹, decorrentes da diferença entre o custo de captação do Tesouro Nacional e o custo contratual pago pela instituição financeira, com implicações na despesa líquida com juros do setor público.

Gráfico 1 – Créditos do Tesouro junto ao BNDES
(Dívida Líquida do Setor Público)



Além do aumento da representatividade desses empréstimos como ativo do Tesouro Nacional, a discussão em torno do seu impacto sobre as contas públicas ganhou relevância nos últimos anos em função de dois aspectos centrais: i) os pagamentos antecipados pelo BNDES no âmbito dos empréstimos concedidos pelo Tesouro Nacional²; e ii) a redução do diferencial entre o custo de captação do Tesouro Nacional e a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP).

Este estudo avalia os efeitos fiscais desses fatores, quantificando as suas implicações sobre o resultado de juros nominais apropriados pelo setor público e sobre a taxa de juros implícita da

¹ A esse respeito, ver o Boletim de Subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do Programa de Sustentação de Investimento (PSI) e nos empréstimos ao BNDES, disponível em: <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/-/boletim-de-subsidios-do-tesouro-nacional-no-ambito-do-psi-e-nos-emprestimos-ao-bndes>.

² Outro ponto importante nessa discussão, mas que não será abordado neste estudo, refere-se à renegociação da dívida do BNDES ocorrida este ano, cujo principal destaque foi a antecipação da quitação final dos empréstimos de 2060 para 2040.



DLSP³. Adicionalmente, estima-se a contribuição da trajetória da TJLP nas receitas de juros apropriadas pelo Tesouro Nacional e na redução do *spread* mencionada no item ii acima.

I – Impacto da antecipação de pagamentos pelo BNDES e da redução do diferencial entre o custo de captação do Tesouro Nacional e a TJLP

O custo de captação do Tesouro Nacional pode ser mensurado, de forma aproximada, pelo custo médio da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi)⁴. Por sua vez, o custo contratual do BNDES nas operações que são objeto de análise neste estudo está vinculado à TJLP.⁵ Considerando que, historicamente, a TJLP se situou abaixo do custo médio da DPMFi, a remuneração recebida pelo Tesouro Nacional nos contratos com o BNDES foi menor do que o custo de captação, impactando negativamente as contas públicas.⁶

Desde dezembro de 2016, R\$280 bilhões referentes a operações de crédito indexadas à TJLP foram devolvidos antecipadamente pelo BNDES ao Tesouro Nacional.⁷ Os pagamentos foram liquidados tanto em espécie quanto em títulos públicos da carteira da instituição financeira.⁸ Se não tivessem ocorrido, a despesa de juros apropriada pelo setor público teria sido, naturalmente, mais elevada, na medida em que o diferencial de taxas teria incidido sobre saldo maior.

A redução do *spread* entre o custo de captação dos recursos aportados e a remuneração recebida pelo Tesouro Nacional em período recente também impactou a conta de juros nominais. Note-se que, entre o final de 2009 e o início de 2016, houve ampliação do diferencial entre essas taxas (Gráfico 2). Em dezembro de 2009, ao custo médio da DPMFi de 10,3% a.a. correspondia TJLP de 6,0% a.a. O diferencial de 4,3 pontos percentuais (p.p.) entre essas taxas aumentou para 9,0 p.p. em janeiro de 2016. A partir dessa data, no entanto, observou-se a reversão desse processo, com recuo do *spread* para 2,7 p.p. em setembro de 2018. Tal dinâmica

³ As operações entre o Governo Federal e o BNDES impactam também as necessidades primárias de financiamento, no âmbito do PSI, e a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). Esses efeitos já têm sido amplamente divulgados pelo Tesouro Nacional. Projeções atualizadas para a DBGG e DLSP, por exemplo, podem ser encontradas no relatório quadrimestral de projeções da dívida pública, disponível em: <http://www.tesouro.gov.br/-/relatorio-quadrimestral-de-projecoes-da-divida-publica-traz-estimativas-e-analises-sobre-endividamento>.

⁴ Rigorosamente, o custo de captação é definido em cada contrato em linha com condições de mercado e com o perfil de dívida emitida. No entanto, o Tesouro Nacional também adota o custo médio da DPMFi como *proxy* do custo de captação. Para maiores informações metodológicas, ver a Portaria do Ministério da Fazenda nº 57, de 27 de fevereiro de 2013.

⁵ Este estudo analisará somente o crédito do Tesouro Nacional junto ao BNDES indexado à TJLP, que é a grande maioria do total desse ativo na DLSP (cerca de 96% em setembro de 2018).

⁶ Importante destacar que a metodologia de apuração dos juros nominais utilizada pelo Banco Central do Brasil é diferente da metodologia de apuração dos subsídios creditícios utilizada pelo Tesouro Nacional, disponível na Portaria do Ministério da Fazenda nº 57, de 27 de fevereiro de 2013. Para detalhes, ver o Manual de Estatísticas Fiscais do Banco Central do Brasil, disponível em https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/Documents/notas_metodologicas/estatisticas-fiscais/estatisticasfiscais.pdf.

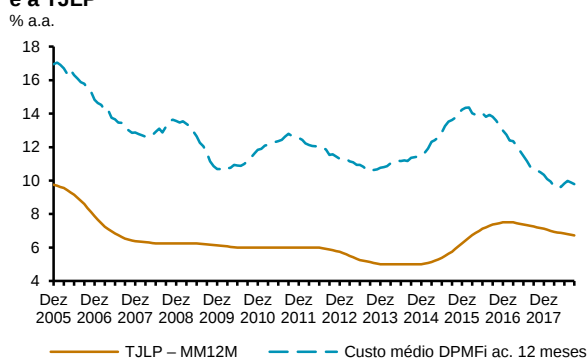
⁷ O total de recursos devolvidos antecipadamente desde 2015 somou R\$309 bilhões até setembro de 2018. No entanto, aqueles devolvidos em dezembro de 2015 (R\$15,8 bilhões) e janeiro de 2016 (R\$13,2 bilhões) não estavam vinculados à TJLP.

⁸ Convém registrar que, no primeiro caso, os recursos foram utilizados para abatimento da dívida pública.



repercutiu, por um lado, a redução do custo médio da dívida pública, que caiu de 16,5% a.a. para 9,2% a.a., em linha com o processo de desinflação e a flexibilização monetária no período. Por outro, refletiu comportamento mais estável da TJLP frente a esse movimento, que apresentou recuo de 0,9 p.p. no mesmo horizonte de tempo.

Gráfico 2 – Comparativo entre o custo médio da DPMFi e a TJLP

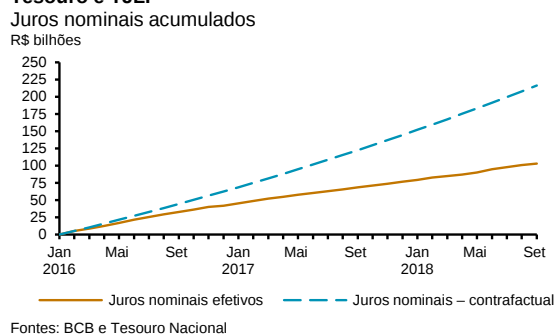


Fontes: BCB e Tesouro Nacional

É possível estimar o impacto fiscal dos pagamentos antecipados pelo BNDES e da redução do diferencial entre custo médio da DPMFi e a TJLP sobre o resultado de juros nominais. Uma maneira simples de fazê-lo é considerar cenário contrafactual sem devoluções e sem redução do diferencial entre custo médio da DPMFi e TJLP (para isso, supõe-se ambas as taxas fixas nos respectivos patamares de janeiro de 2016).

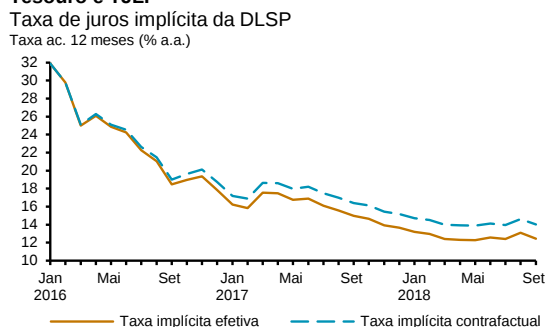
Com base nessas premissas, estimou-se que os pagamentos antecipados pelo BNDES e o estreitamento do diferencial entre custo de captação do Tesouro Nacional e a TJLP geraram redução de R\$113,4 bilhões nas despesas líquidas com juros nominais entre fevereiro de 2016 e setembro de 2018, conforme demonstra o Gráfico 3 (diferença entre os juros nominais efetivamente acumulados no período – linha contínua – e os juros nominais acumulados no cenário contrafactual descrito acima – linha tracejada). Em relação à taxa implícita da DLSP, os fatores analisados promoveram recuo de 1,6 p.p. na taxa acumulada em doze meses (% a.a.) no mesmo período (Gráfico 4).

Gráfico 3 – Impacto das devoluções antecipadas e da redução do diferencial entre custo de captação do Tesouro e TJLP



Fontes: BCB e Tesouro Nacional

Gráfico 4 – Impacto das devoluções antecipadas e da redução do diferencial entre custo de captação do Tesouro e TJLP





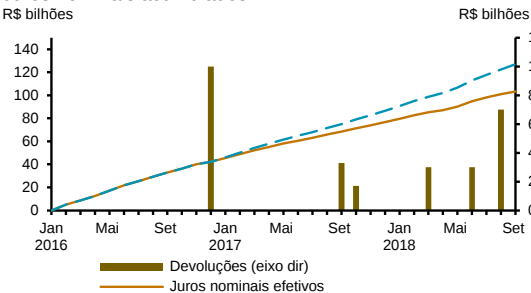
Pode-se, ainda, decompor a economia total obtida como a soma das contribuições de cada fator – pagamento antecipado e redução do diferencial de taxas. Isso envolve combinações das trajetórias observadas para cada um desses fatores com trajetórias contrafactuais.⁹

Decompondo o impacto total nos efeitos dos dois fatores, estimou-se que os pagamentos antecipados contribuíram, isoladamente, para diminuir em R\$23,8 bilhões as despesas líquidas de juros nominais e em 0,5 p.p. a taxa de juros implícita acumulada em doze meses (% a.a.) – Gráficos 5 e 6, respectivamente. Note-se que a primeira devolução, ocorrida ao final de 2016, exerceu a maior influência sobre esse resultado (R\$17,1 bilhões e 0,3 p.p. da taxa de juros implícita da DLSP acumulada em doze meses), não só pelo volume expressivo de recursos envolvidos, mas também pelo período decorrido desde a devolução – 21 meses.

Gráfico 5 – Impacto das devoluções antecipadas pelo BNDES

Juros nominais acumulados

R\$ bilhões

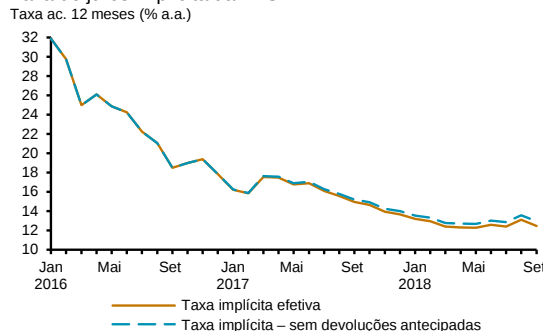


Fontes: BCB e Tesouro Nacional

Gráfico 6 – Impacto das devoluções antecipadas pelo BNDES

Taxa de juros implícita da DLSP

Taxa ac. 12 meses (% a.a.)



Por sua vez, o estreitamento do diferencial entre o custo de captação do Tesouro Nacional e a TJLP, quando comparado ao cenário contrafactual, reduziu em R\$89,6 bilhões o resultado de juros nominais e em 1,1 p.p. a taxa de juros implícita acumulada em doze meses (% a.a.) – Gráficos 7 e 8, respectivamente.

⁹ Há duas formas de decompor a economia total obtida, ambas considerando a soma da contribuição desses dois fatores: i) devolução antecipada e ii) redução do diferencial de taxas. Essas formas consideram a seguintes possibilidades:

A1: devolução antecipada (de empréstimos)

A2: não devolução antecipada

B1: redução do diferencial de taxas (entre custo de captação do TN e TJLP)

B2: não redução do diferencial de taxas

Uma primeira forma seria comparar os cenários “A2 e B1 contra A1 e B1” (efeito devolução antecipada), acrescido da comparação dos cenários “A2 e B1 contra A2 e B2” (efeito redução do diferencial de taxas). Alternativamente, a outra forma de cálculo seria obtida pela comparação dos cenários “A1 e B2 contra A2 e B2” (efeito devolução antecipada), acrescido da comparação dos cenários “A1 e B2 contra A1 e B1” (efeito redução do diferencial de taxas). Neste estudo, optou-se pela segunda alternativa no cálculo dos impactos fiscais. Registre-se que a opção pela primeira alternativa não altera as conclusões básicas do exercício.



Gráfico 7 – Impacto da redução do diferencial entre o custo de captação do Tesouro e a TJLP

Juros nominais acumulados

R\$ bilhões

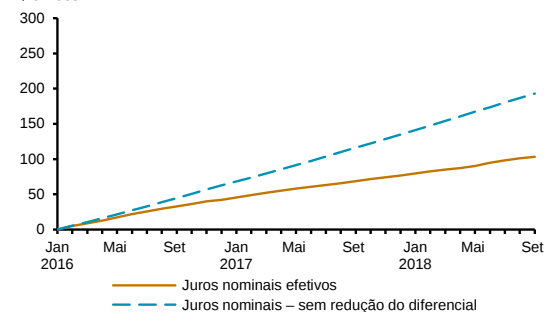
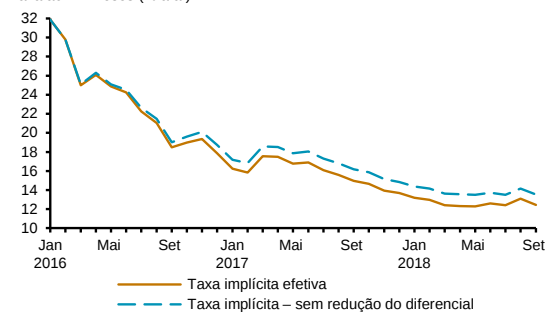


Gráfico 8 – Impacto da redução do diferencial entre o custo de captação do Tesouro e a TJLP

Taxa de juros implícita da DLSP

Taxa ac. 12 meses (% a.a.)



II – Impacto da maior apropriação de receitas de juros pelo Tesouro Nacional

Por último, considerando que parte relevante da redução do diferencial entre as taxas de juros decorreu da trajetória mais estável da TJLP, vale simular o impacto fiscal isolado desse fator. Para esse exercício, comparou-se a receita de juros nominais efetivamente apropriada pelo Tesouro Nacional entre fevereiro de 2016 e setembro de 2018 com a receita contrafactual resultante de outra trajetória da TJLP: aquela em que essa taxa acompanha a redução efetiva do custo médio da DPMFi, mantendo fixo o *spread* médio observado no período anterior.¹⁰

Essa simulação indica que as receitas apropriadas pelo Tesouro Nacional entre fevereiro de 2016 e setembro de 2018 foram R\$23,2 bilhões maiores comparativamente às receitas provenientes de trajetória contrafactual da TJLP, conforme as premissas adotadas (Gráfico 9), enquanto a taxa de juros implícita acumulada em doze meses (% a.a.) foi 0,3 p.p menor (Gráfico 10).

Gráfico 9 – Impacto da TJLP efetiva vs contrafactual

Receita acumulada

R\$ bilhões

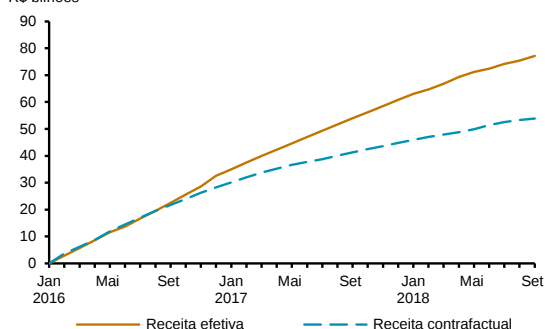
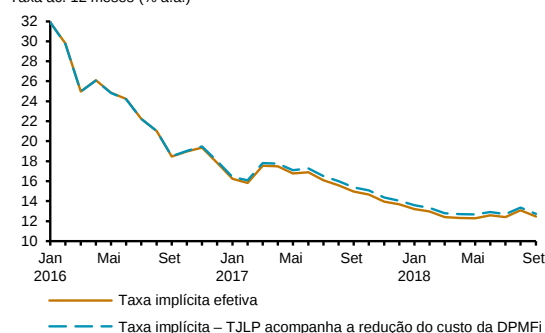


Gráfico 10 – Impacto da TJLP efetiva vs contrafactual

Taxa de juros implícita da DLSP

Taxa ac. 12 meses (% a.a.)



Em suma, os pagamentos antecipados pelo BNDES no âmbito dos empréstimos concedidos pelo Tesouro Nacional, bem como a redução do diferencial entre o custo de captação do Tesouro Nacional e a TJLP mitigaram de forma substantiva os impactos fiscais negativos decorrentes das operações entre o Governo Federal e o BNDES.

¹⁰ A TJLP contrafactual foi calculada mantendo-se fixo o *spread* médio observado entre dezembro de 2009 e janeiro de 2016: 6,4 p.p.