



EMENDA Nº - CM
(à MPV nº 777, de 2017)

Dê-se aos artigos 2º e 11 da Medida Provisória nº 777, de 2017, a seguinte redação:

“Art. 2º

.....

§ 3º Operações de apoio financeiro com prazo médio inferior a cinco anos poderão alternativamente ser contratadas com base em taxa de juros prefixada, referida no Art. 1º, sem correção pelo IPCA, com vigência mensal e início no primeiro dia útil de cada mês-calendário, a ser apurada mensalmente, a partir da estrutura a termo da taxa de juros das LTNs e Notas do Tesouro Nacional - Série F - para os prazos de 1, 2, 3, 4, e 5 anos.

§ 4º Caberá ao CMN definir, mensalmente, ponderados os custos e benefícios esperados em cada contexto, a aplicação ou não de um redutor a ser deduzido das taxas referidas no *caput* e no § 3º para fins de apuração da taxa fixa referida no artigo Art. 1º, limitado a 5% a.a., que poderá ser aplicado tanto em base horizontal, para todas as operações de apoio financeiro contratadas no período de sua vigência, considerando a necessidade eventual de evitar a transmissão de volatilidade excessiva de mercado para os custos de financiamento de longo prazo ou de prover estímulo ao investimento produtivo em geral, como em base restrita para atividades e setores priorizados, assim como para viabilizar a correção de falhas de mercado decorrentes da existência de atividades intensivas em externalidades positivas, com retorno social superior ao retorno privado, como infraestrutura e inovação.

.....

Art. 11

.....

VI – operações enquadradas pelo Conselho Monetário Nacional conforme previsto no § 4º do art. 2º.

.....”





JUSTIFICAÇÃO

É preciso ter em conta que um Banco de Desenvolvimento que pretenda atuar como ferramenta de correção de falhas de mercado clássicas, decorrentes da existência de atividades produtivas intensivas em externalidades positivas – com retorno social maior que o retorno privado - deve, para ser efetivo, ter algum tipo de vantagem de custo estrutural em relação ao custo de mercado. A atuação do banco focada na correção das falhas de mercado decorrente dos desvios entre o retorno social e o privado de projetos intensivos em externalidades – presente mesmo em contextos de mercados financeiros privados maduros e profundos - demanda a existência de alguma fonte de vantagem relativa de custo. A emenda proposta permite preservar tal missão clássica de um banco de desenvolvimento ao facultar, no §3º do art. 2º, a contratação, para operações com prazo inferior a 5 anos - com base no custo de captação do Tesouro Nacional em taxa prefixada (LTNs e NTN_FS) – sem correção pelo IPCA e, no §4º do art. 2º, que o CMN fixe um redutor sobre as taxas dos títulos públicos de referência, cuja aplicação pode ser restrita e focada em setores ou atividades selecionadas, como infraestrutura, inovação ou microempresas, por exemplo. Finalmente, inclui no rol das exceções do art. 11 os setores definidos acima, permitindo que esses setores possam contratar operações que tenham a TJLP como referência.

O objetivo dessas mudanças é reduzir os efeitos de ter todos os financiamentos do BNDES referenciadas ao mercado de NTNBS, indexada ao IPCA, pois isso tende a produzir efeito indesejável sob a ótica da potência da política monetária. A proposta do governo eleva a inércia inflacionária e os custos da desinflação via atuação da política monetária, ao incentivar a ampliação do peso dos passivos financeiros das empresas referenciados ao IPCA. A indexação dos custos financeiros pode gerar uma indesejável inércia inflacionária e atrapalhar a condução da política monetária a longo prazo, devendo ser evitada tanto quanto possível. É preferível convergir para modelo baseado na precificação do crédito com uso de taxas prefixadas.

O ajuste proposto na emenda em tela, inserção do § 3º do artigo 2º visa facultar a contratação referenciada ao custo do Tesouro em taxas prefixadas para operações com prazo médio ponderado inferior a 5 anos. Ou seja, faculta a contratação, para operações com prazo inferior a 5 anos





- com base no custo de captação do Tesouro Nacional em taxa prefixada (LTNs e NTN_FS) – sem correção pelo IPCA. Com isso, amplia-se os instrumentos para que as autoridades representadas no CMN tenham capacidade de influir na calibragem da “estrutura a termo” do custo do crédito de longo prazo, visando ampliar a potência da política monetária pelo canal do crédito. A decisão sobre o nível adequado de cada taxa depende das condições específicas em cada contexto e poderá ser tomada livremente pelas autoridades monetárias em coordenação com o CMN.

A segunda mudança decorre do fato de que as taxas de mercado de longo prazo não estão sob controle direto da política monetária e estão sujeitas a reações pró-cíclicas dos investidores, especialmente considerando a elevada concentração típica dos mercados de ativos de maior duração – sujeitos a oscilações intensas oriundas das mudanças no prêmio de risco exigido pelos investidores, embutido nas taxas de juros de mais longo prazo. A emenda proposta busca garantir às autoridades no CMN o poder discricionário de mitigar os efeitos deletérios de eventual “overshooting” das taxas de retorno desses títulos, inerentes aos movimentos pró-cíclicos frequentemente observados nos mercados dos títulos públicos. A emenda proposta confere o instrumento para que o CMN possa intervir sempre que avalie que estas flutuações sejam indesejáveis ou geradoras de volatilidade excessiva, considerando-se os objetivos das políticas monetárias e creditícias.

A emenda proposta facultaria ao CMN, nessas conjunturas, a aplicar um redutor sobre as taxas apuradas nos títulos públicos - viabilizando eventual redução de volatilidade, evitando cenários em que as autoridades percam a capacidade de influir na modulação do custo do crédito de longo prazo.

Mesmo em seu desenho mais básico, é amplamente aceito que um Banco de Desenvolvimento deve financiar em condições favorecidas projetos de altas externalidades, que tenham benefícios sociais não capturados pela rentabilidade privada via preços, como infraestrutura, inovação e meio ambiente, possuidores de retorno social superior ao retorno privado.

A eliminação dessa flexibilidade na proposta original da MP é fator de ineficiência alocativa ao destruir a possibilidade do BNDES atuar de forma qualificada como ferramenta de correção de graves falhas de mercado.





A emenda busca evitar rigidez na formação dos custos do apoio financeiro do BNDES que significaria optar por destruir o excedente econômico passível de ser gerado pela correção de tais falhas de mercado, em nome de uma rigidez normativa incompatível com a busca de eficiência alocativa. Admitir que a concessão de subsídios creditícios deve ser exercida com parcimônia e zelo não pode ser confundido com conclusão deletéria, sem amparo na teoria econômica e na experiência histórica comparada, de que qualquer forma de subsídio creditício é indesejável.

Para permitir uma gestão mais efetiva na alocação de tais subsídios a emenda faculta ao CMN em cada contexto aplicar um redutor - caso julgue que os benefícios superem os custos - que permitem 1) reduzir transmissão de volatilidade excessiva de mercado para o custo do investimento produtivo 2) ampliar o grau de controle sobre a modulação da estrutura a termo do custo do crédito - permitindo maior potência para o canal do crédito da política monetária 3) preservação de uma ação em que subsídios creditícios seriam alocados de forma focalizada em atividades prioritizadas e geradoras de retorno social superior ao privado.

A emenda aperfeiçoa o texto original em linha com princípios de responsabilidade fiscal e busca de eficiência alocativa - gerando instrumentos efetivos sob controle do CMN para manejar as políticas monetárias e creditícias com a flexibilidade requerida para responder aos desafios de cada conjuntura específica.

Sala da Comissão, em 3 de maio de 2017.

Senador Lindbergh Farias

