

## TJLP: A Nova Regra

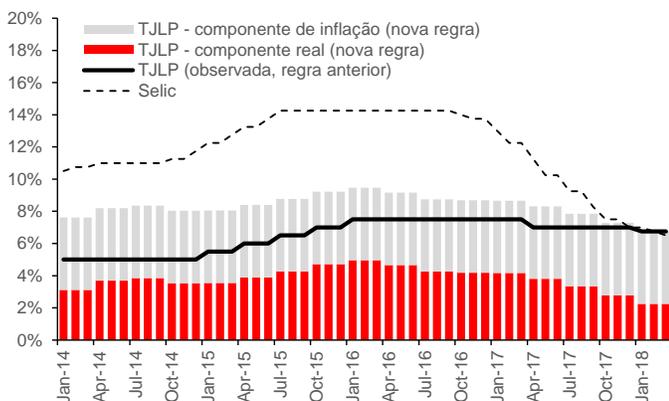
Adriana Dupita

- O CMN anunciou recentemente a automatização do cálculo da TJLP – a taxa à qual estão indexados a maior parte dos empréstimos do BNDES concedidos até dezembro de 2017 (para os empréstimos concedidos a partir deste ano, a taxa básica é a TLP).
- Com esta mudança, a taxa passa a seguir as condições de mercado, de maneira análoga à nova TLP. Além disto, a definição automática da taxa esvazia possíveis pressões políticas para interferir na TJLP. O outro lado da moeda é que também não abre espaço para que o CMN force uma convergência da TJLP para a Selic, o que reduziria os subsídios aos empréstimos concedidos no passado e teria impacto fiscal positivo.
- A nova fórmula embute um subsídio que pode chegar a 2pp em relação ao custo de mercado, e sob hipóteses do nosso cenário básico sugere que a TJLP deve se estabilizar em torno de 6,5% a.a. nos anos à frente. Contudo, o fato de que o componente de juro real da taxa é baseado num indicador de mercado pode significar alguma volatilidade da taxa. Por exemplo, uma eventual mudança de percepção do mercado sobre a política econômica poderia implicar elevação da TJLP.

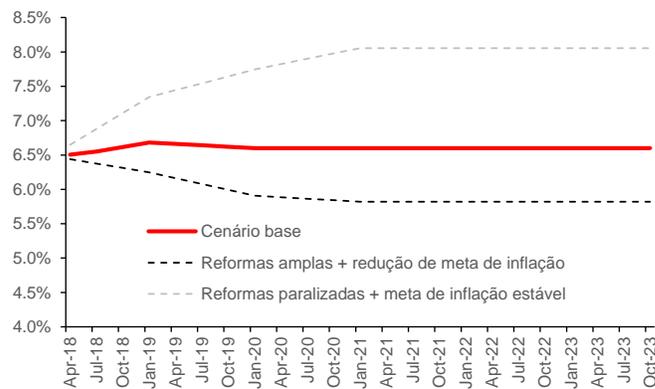
### A nova fórmula: como funciona

O CMN (Conselho Monetário Nacional) anunciou em 16 de março uma mudança no cálculo da TJLP, a taxa em que estão baseados os empréstimos concedidos pelo BNDES até dezembro de 2017 – vale lembrar que, desde janeiro deste ano, os novos empréstimos são indexados à recém-criada TLP<sup>1</sup>. Ainda assim, a TJLP continua a ser relevante, não apenas pelo impacto que tem sobre as finanças de empresas que tomaram empréstimos a estas taxas mas também pelos incentivos que cria para um eventual pré-pagamento destes empréstimos.

Embora desde a sua criação a TJLP esteja atrelada a uma fórmula teórica (que embute juros internacionais, risco-país e inflação), em termos práticos houve grande discricionariedade na definição da taxa em boa parte dos últimos anos<sup>2</sup>. De agora em diante, o espaço para discricionariedade desaparece: a taxa não será mais definida pelo CMN e sim calculada de forma automática pelo BCB, no último dia útil do trimestre anterior à validade da taxa (que permanece trimestral), com base em uma regra com definições claras: **uma medida baseada no mercado de taxa de juro real de médio prazo + a meta de inflação média para os 12 meses à frente.**

**Figura 1. TJLP: regra antiga vs regra nova**


Fontes: CMN, Bloomberg, Santander.

**Figura 2. TJLP: cenários**


Cenário-base: juro real neutro de 4%aa, meta de inflação estável em 4% de 2020 em diante. Reformas amplas + redução da meta de inflação: juro real neutro e meta de inflação convergindo para 3% cada. Reformas paralisadas + meta de inflação estável: juro real neutro voltando à média histórica de 5,4% e meta de inflação estabilizada em 4%. Em todos os exercícios, o prêmio de risco por maturidade para 3 anos é assumido como 0,5 pp. Fonte: Santander.

<sup>1</sup> Projetos de infraestrutura aprovados até 31/dez/2017 podem ser financiados pelo BNDES com base na TJLP.

<sup>2</sup> Para uma discussão sobre as regras e o histórico recente da TJLP, veja nossos relatórios *TJLP: Rules and Discretion* (27 de junho de 2016) e *TJLP: What it is and why it matters* (27 de junho de 2012).

---

Algumas regras adicionais foram definidas para mitigar a volatilidade da taxa:

- O componente real da taxa será baseado no custo de financiamento do governo, mais especificamente numa **média de 6 meses da taxa real paga nos títulos indexados à inflação (NTN-Bs) de 3 anos**; contudo, um subsídio será embutido na taxa para manter o custo dos empréstimos do BNDES abaixo do mercado: se a taxa das NTN-B de 3 anos for igual ou maior que 4%, o subsídio será de 2pp, e se a taxa estiver abaixo de 4%, o subsídio será equivalente à metade desta taxa;
- O componente de inflação será a **meta de inflação média para os 12 meses à frente** (vale lembrar que o CMN define, todo mês de junho, as metas para os 3 anos à frente; por ora são conhecidas as metas para 2018, 2019 e 2020 – 4,5%, 4,25% e 4% respectivamente);
- **O limite superior para a TJLP será a Selic corrente, sempre que a Selic for igual ou superior a 8,5%** (note que esta restrição não se impõe atualmente dado que a Selic está em 6,5%; a regra parece ter sido incluída para garantir aos afetados pela mudança que a TJLP, em condições “normais”, tende a ser menor que a Selic).

**Como a TJLP teria se comportado sob esta regra no passado recente?**

**Uma importante implicação do movimento em direção a uma taxa baseada em condições de mercado é a eliminação do espaço para discricionariedade na definição da taxa, como já mencionamos.** Uma forma de evidenciar como a discricionariedade levou, no passado, a um enorme subsídio às operações do BNDES é calcular como a taxa teria se comportado no passado se calculada sob a nova regra. Os resultados, mostrados na Figura 1 (onde a soma das barras indica a TJLP pela nova fórmula), revelam que a taxa efetivamente definida pelo CMN foi substancialmente menor, em cerca de 2 a 3 pp, que a que teria sido calculada pela nova regra – e vale lembrar que a nova regra já embute um generoso subsídio em relação ao custo de mercado. A exceção é o período recente, especificamente os últimos dois trimestres, quando a TJLP convergiu para o sugerido para a nova fórmula.

**Olhando à frente: um leve declínio, condicionado ao ambiente econômico**

Uma extrapolação simples da última observação do juro real da NTN-B de 3 anos (3,86% no dia em que a nova regra foi anunciada) poderia sugerir uma TJLP próxima a 6,3% (componente real de 1,93% + meta de inflação média de 4,4% para os próximos 12 meses). Contudo, há dois pontos a observar. Primeiro, o que conta não é a taxa na ponta, mas a média de 6 meses – entre 1º de outubro de 2017 e 16 de março de 2018 a média do juro real da NTN-B de 3 anos foi 4,08%, levando o componente real a 2,08% e a TJLP a um patamar mais próximo a 6,5%). Segundo, é preciso considerar que o juro real de 3 anos é bastante sensível ao ponto do ciclo monetário corrente, e por isso a taxa atual reflete, em grande medida, a expectativa de juros excepcionalmente baixos pelo menos até meados de 2019 (mais de 1/3 do período de 3 anos, portanto). Assim, a projeção da TJLP para um período mais longo de tempo deve ser baseada em parâmetros como a taxa de juro real neutra e prêmio de risco por maturidade médio. Trabalhamos com as seguintes hipóteses:

1. A taxa de juros neutra para o país continuará em torno de 4%, em termos reais<sup>3</sup>;
2. O prêmio de risco por maturidade de 3 anos oscilará em torno de 0,5%, consistente com sua média histórica;
3. As metas de inflação para o período 2018-2020 serão mantidas nos níveis já anunciados.

**Sob estas hipóteses, o componente real da TJLP provavelmente se estabilizaria em torno de 2,5% (4% dos juros neutros + prêmio de 0,5% pelo prazo = 4,5%, menos o subsídio de 2pp para este nível de taxa). Se a meta de inflação se estabilizar em 4% para 2020 em diante, isto levaria a uma TJLP de aproximadamente 6,5%, com alguma oscilação em torno deste nível por conta das condições de mercado em cada trimestre.**

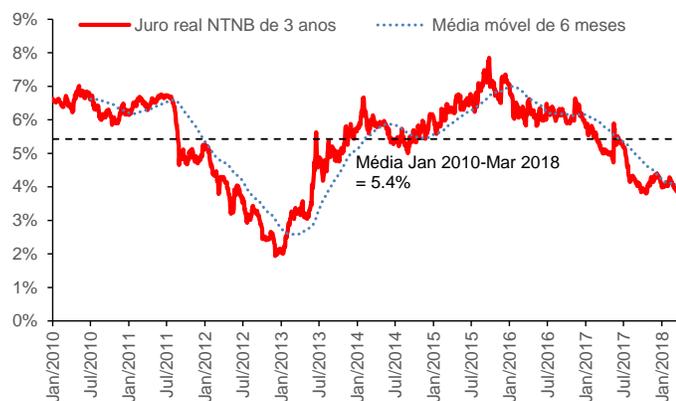
**Dito isto, o componente real, por sua relação com as condições de mercado, tende a ser sensível à percepção prevalente sobre as perspectivas para a política econômica.** Nosso cenário básico é de manutenção da atual política econômica nos anos à frente, algum avanço na agenda de reformas, e juros Americanos estabilizando no patamar de 3%. A TJLP poderia ser superior à nossa estimativa caso o juro real da NTN-B suba, seja em função de riscos à política econômica, dificuldades com a agenda de reformas, ou juros internacionais mais elevados. Por outro lado, uma melhora mais rápida que o esperado nas condições macroeconômicas (e fiscais, principalmente) e/ou uma elevação mais lenta dos juros americanos poderia levar a NTN-B a um patamar mais baixo, resultando em uma TJLP menor. Desenhamos dois cenários alternativos na Figura 2, apenas para efeito de exercício.

**De todo modo, merece atenção o fato de que, sob a nova regra, a TJLP pode capturar parte da volatilidade de mercado – ainda que seja de forma defasada e mitigada, dada a média de 6 meses usadas na fórmula.** Isso é ilustrado pela Figura 3, que mostra a evolução do juro real da NTN-B de 3 anos desde 2010 – neste período relativamente curto, a taxa oscilou entre 1,9% e 7,8%, com uma média de 5,4%. Sob o cenário básico, a volatilidade deve ser menor que esta, mas ainda assim deve haver alguma oscilação. Por fim, apresentamos na Figura 4 um exercício sobre a trajetória que esperamos para TJLP, TLP e Selic no cenário básico. Note que a TJLP oscilaria em torno de 6,5%, enquanto a TLP se elevaria gradualmente ao longo dos próximos 5 anos, enquanto o subsídio à taxa vai sendo reduzido, eventualmente se estabilizando acima da Selic ao final do período.

---

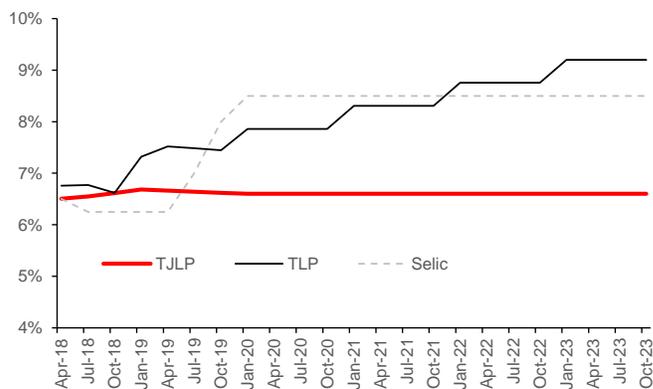
<sup>3</sup> Para mais detalhes sobre a nossa estimativa de juro real neutro, veja nosso relatório *Monetary Policy and the Last Crusade* (30 de agosto de 2017).

**Figura 3. NTN-B de 3 anos: juro real**



Fontes: Bloomberg, Santander.

**Figura 4. TJLP, TLP e Selic: cenário-base**



Cenário-base para TJLP e Selic. Para TLP, usamos nossas projeções para o IPCA entre abr/18 e jan/19, e após isso assumimos inflação igual à meta de 12 meses. Note que a TLP tem um componente real pré-fixado, determinado no momento da contratação do empréstimo, mas o componente de inflação se refere à inflação observada no período. As projeções para as três taxas baseiam-se nas hipóteses de juro real neutro em 4%, meta de inflação de 4% de 2020 em diante, e prêmio de risco por maturidade de 0,5pp para 3 anos e 1 pp para 5 anos.  
Fonte: Santander.

Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não constitui uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. A informação nele contida baseia-se na melhor informação disponível, recolhida a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões no momento. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A..

©2017 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados

