

Economistas avaliam alternativas para a substituição de LFTs

Por Angelo Pavini

A proposta do governo federal de reduzir a parcela da dívida em papéis indexados aos juros diários, as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), deve mexer com as aplicações de milhões de brasileiros que hoje depositam suas economias em fundos de investimento e que pouco se preocupam com as variações dos juros ou da inflação. Boa parte dessa tranquilidade se deve justamente às LFTs, que representam mais da metade da dívida pública e dos R\$ 509 bilhões somente em carteiras de fundos renda fixa, DI e curto prazo, servindo de seguro para crises ao acompanhar as mudanças de juros do Banco Central. Uma mudança no perfil dessa dívida mexe direto no bolso desses investidores, trazendo maior volatilidade e exigindo maior perícia dos gestores.

Alexandre Campbell/Valor

Bacha e Chrysostomo, diretores da Anbid: livro reúne as opiniões de alguns dos principais economistas do país

Para discutir esse processo de redução das LFTs e as mudanças no perfil da dívida pública, a Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid) e o centro de estudos econômicos Casa das Garças prepararam um estudo transformado em livro reunindo as opiniões de alguns dos principais economistas do país. Arminio Fraga, Affonso Celso Pastore, Gustavo Franco, Dionísio Dias Carneiro e os pais do Plano Real, Persio Arida, André Lara Resende e Edmar Bacha, entre outros, discutem as alternativas para o que poderia ser chamado de crônica de uma morte anunciada das LFTs. O livro será lançado amanhã, na Livraria Cultura, em São Paulo e no Rio de Janeiro,

no dia 25, na Casa das Garças.

A primeira conclusão é que não há um consenso sobre a forma de reduzir a parcela dos papéis indexados aos juros. "Há os que acham que a LFT deve morrer de morte morrida, outros de morte matada e há aqueles, como eu, que defendem um meio termo, a morte induzida", resume Bacha, um dos organizadores do estudo ao lado de Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho, da Anbid.

Arida, Lara Resende, Pedro Bodin e Armínio Fraga estão no time dos que acham que o processo deve ser natural, ou seja, com o Tesouro aproveitando os momentos em que o mercado tem mais apetite por outros papéis para emitir menos LFTs. Arida diz ainda que a indexação ao juro diário não é causa, mas consequência da insegurança do mercado com relação à solidez da economia brasileira. Por isso, ele recomenda que esses papéis devam continuar existindo, para servir de amortecedores em momentos de crise, quando sua participação na dívida pública poderia até aumentar.

Outros, como os ex-presidentes do Banco Central Francisco Lopes e Gustavo Franco sugerem alguma atuação mais direta para incentivar a troca. Lopes levanta a idéia de criação de um título intermediário, que garantiria a indexação aos juros como a LFT atual, mas considerando os juros de um período acima de um dia, como é hoje. Assim, haveria uma LFT corrigida por juros mensais, trimestrais, semestrais ou até anuais, algo parecido com a Libor, taxa preferencial do mercado londrino. "Muitos acham que estamos em uma armadilha e o Chico Lopes acha que não dá para sair de uma vez dela, acho a proposta dele muito engenhosa", diz Bacha.

Ele reconhece que o processo de troca das LFTs não será contínuo. "Haverá momentos de maior volatilidade do mercado, como na semana passada, em que o Tesouro vai rejeitar vender outros papéis por um preço muito alto e pode preferir oferecer LFTs", diz. "Mas o importante é que a direção que deve ser seguida está definida".

Um artigo do ex-diretor do BC Ilan Goldfajn trata justamente de quanto o Tesouro teria de pagar a mais para induzir a troca das LFTs por outros títulos. O trabalho indica um número perto de 1% do PIB. "Mas isso vai depender das condições do mercado e de quando o Tesouro está disposto a pagar", afirma Bacha.

Para ele, dívidas dolarizadas e em LFTs são seguros que o mercado quer ter em épocas de crise. "Mas quando há crise, quem sofre é o Tesouro", diz. Por isso, Bacha afirma que é preciso reforçar as armaduras da economia em geral, a relação dívida/PIB, o déficit público, o déficit externo, de maneira que Brasil resista mais às crises externas. "E hoje, na atual turbulência, vemos que

Brasil está reagindo melhor que outros países", diz.

Os estudos incluem também uma análise sobre o efeito da tributação sobre os mercados. O ex-BC Alkimar Moura lembra que boa parte da tributação atual foi criada mais para atender à necessidade de financiamento do setor público do que a uma proposta que favoreça o funcionamento dos mercados. Estão nessa linha o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), a Contribuição sobre Movimentação Financeira (CPMF) e até o imposto de renda na fonte sobre as aplicações. O resultado é que esses impostos acabam dificultando a criação de mercados secundários de títulos e reduzindo a liquidez potencial dos papéis mais longos. "E, sem liquidez, ninguém quer se arriscar a comprar títulos de maior prazo", afirma Bacha.

Ele acha que o país deveria seguir o modelo dos Estados Unidos, onde os impostos incidem mais sobre a renda dos cidadãos e empresas, e menos em operações. Bacha é contrário até a formas diferentes de tributação de acordo com o prazo da aplicação, como existe hoje no Brasil, mas admite que elas poderiam ser adotadas como forma de induzir um alongamento desde que dentro do imposto de renda de cada um. "Na forma que está hoje, a tributação acaba afetando o juro e o custo do produto financeiro", diz. O estímulo da tributação menor para o longo prazo, porém, tem seus defensores como Luiz Fernando Figueiredo, Gustavo Franco e o ex-secretário do Tesouro Joaquim Levy.

Levy traz outra proposta: induzir a morte da LFT aumentando o número de participantes do mercado, atraindo os investidores internacionais e os fundos de pensão. "É um tipo de medida que amplia o mercado, cria uma demanda diferente, sem interferir diretamente", lembra Bacha.

Uma das alternativas propostas por vários economistas é substituir as LFTs por papéis de inflação - processo que muitos fundos já começaram, aproveitando as taxas atrativas das NTN-B indexadas ao IPCA. Bacha cita o exemplo do Chile, que apesar de toda a qualidade de sua política econômica, só há dois anos conseguiu substituir os títulos indexados por papéis prefixados.

A correção pela inflação também faz sucesso em outros países como nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha, lembra Chrysostomo, inclusive em papéis privados. "Além disso, a inflação é uma variável que o Tesouro consegue controlar melhor que o câmbio ou os juros, por isso, ao oferecer um seguro para os preços, está na verdade dando um seguro contra si mesmo", explica Bacha. Por isso, ele não vê problema em ter uma parcela da dívida indexada à inflação. "Quem vai querer esses títulos são fundos de pensão e seguradoras, ou PGBLs, que querem se proteger contra risco de inflação no futuro", diz Bacha. "Mas não seria a maior parcela da dívida indexada".

Arminio Fraga, que faz o prefácio do livro, acha que as LFTs cumpriram seu papel e morrerão "de morte morrida", com a continuidade do processo de reformas e aprimoramento institucional. Mas ele destaca que todas as análises recomendam que se evitem artificialismos nesse processo, "sob pena de revivermos nosso inglório passado de crises econômicas."