

Falta combinar com os russos

Por **Luiz Fernando de Paula**

É conhecida a história em que o técnico da seleção brasileira, Feola, passava instruções aos jogadores antes do jogo contra a União Soviética na Copa de 1958 de como "furar" a retranca russa, quando, ao fim da preleção, Garrincha disse: "O senhor combinou isso com os russos?"

As medidas adotadas pelo governo para estimular a emissão de títulos corporativos para dar sustentação financeira a um ciclo de investimentos no Brasil estão na direção correta; mas, para terem êxito, devem ser acompanhadas por mudanças no contexto macroeconômico. Neste caso, ao contrário da ironia de Garrincha, a combinação com os "russos" se faz necessária!

Já destacamos no **Valor** (12/11/2010) que Keynes fez uma importante distinção entre poupança e financiamento, em que o primeiro é subproduto do investimento (via multiplicador de renda), sendo entretanto essencial para a realização do investimento a existência de financiamento adequado.

No chamado circuito "finance-funding", a poupança "ex-post" tem um papel importante pois, se bem canalizada via mercado de capitais, ajuda a reduzir a fragilidade financeira das empresas, uma vez que essas tendem a financiar inicialmente seus gastos de investimento com empréstimos de curto prazo, no que resulta em um descasamento entre ativos e obrigações.

Estímulos ao financiamento de longo prazo deveriam incluir redução do juro e do estoque de LFTs

Essa questão foi analisada por Keynes: "O empresário quando decide investir, tem que se satisfazer em dois pontos: primeiro, deve poder obter um financiamento de curto prazo suficiente durante o período de produção do investimento; e, em segundo lugar, deve poder eventualmente consolidar, em condições satisfatórias, as obrigações de curto prazo, através de emissões de títulos de longo prazo. (...) Dessa forma, é conveniente ver o processo duplo ('finance-funding') como o característico". Assim, a aceleração do investimento depende crucialmente da existência de financiamento em volume e condições adequadas, uma vez que é natural na expansão que o financiamento das firmas passe a depender menos de lucros retidos.

No caso do Brasil, vários fatores contribuíram para inibir o crescimento do mercado de títulos corporativos de renda fixa, entre os quais a volatilidade macroeconômica de um economia marcada por ciclos de "stop and go", a existência de uma taxa de juros real e nominal elevada e a ausência de um mercado secundário para tais títulos. A combinação desses fatores molda as preferências de risco/retorno dos investidores, que mantêm sua preferência por flexibilidade aguçada.

Acrescente-se ainda o fato de que no Brasil não existe complementaridade entre mercado de títulos públicos e títulos privados, uma vez que a existência de títulos indexados a Selic (LFTs), combinada com elevadas taxas de juros, inibe e deforma o mercado privado, face a alternativa de aplicação em um título com risco de default nulo, livre de risco de mercado (duration zero) e com remuneração atrativa.

Assim a lógica do "overnight" contamina tal mercado: as firmas só conseguem emitir títulos de prazo médio (quatro a seis anos) e com remuneração vinculada a taxa DI (que varia diariamente), pois para emitirem títulos prefixados teriam que pagar um prêmio de risco proibitivo. Em contrapartida, o risco de taxa de juros é assumido pela empresa, no que resulta em uma forma inadequada de financiamento. (Ver a respeito o artigo "Mercado de títulos de dívida privada no Brasil: aspectos estruturais e evolução recente", co-autoria com João Faria).

O governo procura aproveitar o ciclo atual de crescimento da economia brasileira para introduzir medidas que estimule o desenvolvimento do mercado de títulos de renda fixa (debêntures), enfrentando alguns problemas aqui colocados.

Para tanto, procura estimular a demanda por tais títulos com maturidade mais longa, ao estabelecer alíquota zero do Imposto de Renda para pessoa física (15% para pessoa jurídica) e investidores estrangeiros para debêntures de "duration" mínima de quatro anos para projetos de infraestrutura, além de alíquota zero para aplicação de não residentes em debêntures com rendimento por taxa prefixada ou índice de preços.

Para estimular a liquidez do mercado de títulos privados, foi eliminado o IOF de até 30 dias sobre compra e venda desses títulos, e autorizado que instituições financeiras destinem até 3% do compulsório sobre depósitos a prazo para criação de um fundo de liquidez. O BNDES adotou medidas complementares para estimular este mercado: um programa de aquisição primária de debêntures com dotação de R\$ 10 bilhões para compra de títulos não indexados a DI, participação no Fundo de Liquidez de títulos privados com aporte até R\$ 200 milhões, e permissão dada para o banco alugar suas debêntures em carteira para formadores de mercados de modo ampliar a liquidez dos papéis.

Em conclusão, as medidas vão na direção correta de buscar estimular os investidores a aumentarem sua demanda por debêntures, tornando-os mais atrativos, e com indexadores e prazos mais adequados para as empresas. Uma medida adicional poderia ser a adoção de impostos mais progressivos sobre aplicações financeiras de curto prazo "vis-a-vis" aplicações de longo prazo, de modo a induzir uma mudança na preferência por flexibilidade do investidor. Mas, sobretudo, tais medidas devem ser acompanhadas por mudanças no contexto macroeconômico, em particular com uma redução na taxa de juros e uma redução maior no estoque de LFTs.

Luiz Fernando de Paula - professor da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ) e presidente da Associação Keynesiana Brasileira (AKB). (E-mail: luizfpaula@terra.com.br)