



"Governo deveria tributar aplicações financeiras de menos de uma semana"

MARIO HENRIQUE SIMONSEN



"Com essa inflação cai o crescimento e em consequência a receita fiscal"

ROGÉRIO WERNECK

Banco Central opera sem ter instrumentos

Não há dúvida entre os economistas quanto à necessidade do governo recuperar seus instrumentos de política monetária, deixando de financiar seus títulos públicos no dia-a-dia do *overnight* e, principalmente, eliminando os depósitos voluntários que podem ser sacados a qualquer momento inviabilizando qualquer programação monetária por parte do Banco Central.

Os títulos do governo, teoricamente de longo prazo, acabaram se transformando em uma 'quase-moeda' no entender de Edmar Bacha. Na verdade são muito mais atrativos do que a moeda, que se desvaloriza diariamente à taxa média de 0,7% ao dia, enquanto os títulos públicos já rendem ao dia acima de 0,5%. Para reduzir esse giro diário do *overnight* Mário Henrique Simonsen propõe uma elevada tributação sobre as operações financeiras com prazo inferior a uma semana.

Simonsen defende sua tese com o argumento de que a razão que leva o governo a aumentar as taxas de juros é evitar a especulação com estoques. "Não conheço ninguém que consiga especular com estoques pelo prazo de 5 dias", argumenta ele alegando não ver nenhum motivo para que as operações de curtíssimo prazo não sejam tributadas.

Edmar Bacha acha que essa tributação pura e simplesmente não resolve o problema porque, dado o grau de incerteza que existe na economia, há o risco da dolorização. Sem obter liquidez de curto prazo para as aplicações em cruzado, o mercado financeiro acabaria buscando liquidez através do dólar. Por isso, Bacha defende uma política de redescuento, onde o governo aceita refinanciar a carteira de títulos públicos do setor privado diariamente, mas com uma taxa punitiva.

Bacha acha que o governo foi forçado a chegar a esse ponto por imposição do próprio mercado financeiro, que se recusa a reter os títulos de longo prazo que não consegue financiar dentro do próprio mercado. "Enquanto houver esse grau de incerteza e a possibilidade do calote interno vai ser muito difícil fazer o mercado segurar esses títulos", argumenta.

A simples menção à possibilidade de um calote na dívida interna divide os debates. Adroaldo Moura da Silva acha que não há hipótese da ocorrência de tal calote, mas Rogério Werneck admite a idéia em potencial "caso o governo fique numa situação de total iliquidez". Adroaldo rebate imediatamente esse argumento, dizendo que se tal situação ocorrer simplesmente o governo "emite" mais moeda.

Mas não é somente a liquidez diária que o Banco Central garante aos títulos públicos que torna a política monetária totalmente inócuia. Os depósitos voluntários das cadernetas de poupança (que na prática ainda não foram extintos embora isso já tenha sido decidido na esfera do Conselho Monetário Nacional) e o dos exportadores são fontes adicionais de problemas. Adroaldo calcula que esses depósitos hoje estejam em torno de US\$ 6 bilhões 500 milhões, funcionando como depósito à vista remunerado pelo BC. Na verdade o voluntário é considerado um ativo não monetário mas na prática ele têm liquidez diária e funciona como uma base monetária paralela não contabilizada, segundo Simonsen. O voluntário sobre o crédito dos exportadores chega ao limite de ser isento de imposto de renda, conforme lembra Adroaldo considerando tal situação uma 'heresia'.

A dimensão do problema que esses depósitos voluntários representam pode ser medida no último leilão de OTN realizado pelo Banco Central, com a intenção de tirar dinheiro da economia e consequentemente elevar as taxas de juros. As OTN foram colocadas rendendo uma taxa real de 13% ao ano levando as instituições financeiras simplesmente a retirar o dinheiro que estava no voluntário da poupança – rendendo 6,3% ao ano para adquirir os novos títulos. Ou seja, o Banco Central apenas encareceu o custo de sua dívida pois passou a pagar mais juros pelo mesmo dinheiro que já estava depositado em seus cofres.

Adroaldo Moura da Silva acha que uma forma de alongar o prazo da dívida pública e parcialmente eliminar os depósitos dos exportadores da poupança tem

seus dias contados) seria o relançamento das OTN com garantia cambial. Bacha rechaça a idéia a princípio porque vê no final da trilha que levará à resolução do problema fiscal do governo a possibilidade de uma desvalorização de 20% no cruzado.

Bacha argumenta que a política de maior abertura para as importações inevitavelmente levará à redução das isenções e incentivos fiscais às exportações, combinada com a redução das tarifas de importação. "Seguramente nesse processo vamos ter que reajustar o câmbio em 20% daqui a dois anos", pondera ele, admitindo que nesse contexto a única maneira de evitar um brutal encarecimento da dívida pública através das OTN cambiais seria o governo colocá-las com uma taxa de juros baixa que compense a eventual desvalorização cambial.

E é justamente por esse caminho que Adroaldo vê futuro nas OTN cambiais. Ele lembra que hoje os depósitos dos exportadores teoricamente é intransferível, embora exista um mercado que os negociaativamente. Essa negociação secundária embute uma certa ilegalidade porque o intermediário que aceita esses depósitos não pode resgatá-los junto ao Banco Central.

"Existe uma demanda por hedge (mechanismo de proteção para risco) e tenho convicção de que o governo pode aproveitar esse espaço, coletando recursos através de tomadores de médio e longo prazos a uma taxa de juros praticamente 'nula'", diz Adroaldo. César Maia também está convencido da viabilidade da OTN cambial para alongar a dívida. "O único fator de certeza que se tem no país hoje é a taxa de câmbio porque todo mundo sabe que o cruzado não vai valorizar em relação ao dólar", justifica. Edmar Bacha, no final, admitia a hipótese da OTN cambial "desde que com prazo inferior a um ano".