

"É um sonho fazer gol onde o Pelé fez tantos e ser rei mesmo que por um dia."

O jogador Ronaldo, do Corinthians retribui a elogio feito por Pelé, depois da primeira partida da decisão do Campeonato Paulista contra o Santos, na qual fez dois dos gols que deram a vitória ao time de São Paulo por 3 a 1

Poupança e dívida pública: fazendo a coisa certa



JOSÉ LUIS OREIRO

LUIZ FERNANDO DE PAULA

O ciclo recente de redução da taxa básica de juros, após três meses de queda abrupta do nível de atividade econômica, suscitou na opinião pública o receio de que a economia brasileira possua limites de natureza institucional à queda continuada da Selic. Argumenta-se que a existência de um dispositivo legal que fixe o rendimento da caderneta de poupança em 0,5% a.m. acrescido da variação da TR (um retorno anual mínimo superior a 6%) tornaria a caderneta de poupança, uma aplicação financeira isenta de Imposto de Renda, muito atrativa com respeito aos fundos de investimento em renda fixa, compostos majoritariamente por títulos da dívida pública. Dessa forma, a continuidade do ciclo de queda da Selic poderia induzir uma migração maciça de recursos dos fundos de investimento para as cadernetas de poupança, pondo em risco o financiamento da dívida pública brasileira. No limite, o governo brasileiro seria obrigado a mo-

netizar uma fração importante da dívida pública, podendo resultar, a médio prazo, em uma aceleração significativa da inflação. O problema adicional está relacionado ao fato de que, por conta da inflexibilidade da queda da remuneração da poupança, a queda nas taxas de juros não permitiria a redução dos juros dos financiamentos imobiliários.

A história da evolução das cadernetas de poupança — criada em 1967 — está relacionada à própria evolução da aceleração inflacionária nos anos 70 e 80: começou com remuneração anual, passou para semestral, depois trimestral, e enfim mensal. Ela é hoje, junto com as LFTs, um ativo financeiro que sobrevive como herança do período de alta inflação no Brasil. Portanto, já é tempo de tornar o perfil da poupança compatível com um ambiente de baixa inflação e juros mais baixos do que os prevalentes até meados de 2008. A questão, contudo, é complexa, já que historicamente um dos atrativos da caderneta de poupança é justamente sua segurança e, assim, mudanças mais radicais seriam vistos como sinais de confusão.

Várias opções estão sendo consideradas para enfrentar a questão: alterar o cálculo do indexador da poupança (TR); criar um limite para saldo em novas contas (70% das contas têm saldo até R\$ 500,00); aumentar o prazo de carência das aplicações (para mais de um mês); instituir cobrança de Imposto de Renda sobre seus rendimentos; e indexar a remuneração da poupança a um percentual da Selic, acabando com o rendimento fixo de no mínimo 0,5% a.m. Algumas

dessas opções não são excludentes entre si, mas nem todas são soluções "satisfatórias" do ponto de vista macroeconômico.

Considerando o problema do ponto de vista da gestão macroeconômica, devemos descartar a opção de indexação pela Selic. O motivo é simples: em uma futura nova rodada de elevação da taxa Selic a remuneração da caderneta de poupança se elevaria pari passu com a taxa básica de juros, gerando um efeito riqueza positivo que neutralizaria parte do efeito da política de juros sobre a demanda. Dessa forma, o controle da "inflação de demanda" irá requerer uma dosagem maior de aumento de taxa de juros, com consequências negativas sobre a taxa de investimento e sobre o crescimento de longo prazo.

Uma solução para o problema do limite à queda da Selic, que torna a poupança mais atrativa, é a extinção dos títulos públicos pós-fixados

OIR sobre os rendimentos poderia ser instituído apenas para aqueles aplicadores que são obrigados a fazer IR, deixando de fora os aplicadores de baixa renda. Aumentar o prazo de carência das aplicações — pelo menos terminando com a aplicação mensal com data de aniversário — é uma opção que deve ser considerada no sentido de alongar o perfil das captações, mas talvez não resolva todo o problema; criar um limite máximo para novas captações (R\$ 5.000,00?) gera um problema de mobilização de recursos para fi-

nanciamento imobiliário, embora as contas de mais de R\$ 30.000,00 representem apenas 2% do total das contas, totalizam 54% do saldo do total das cadernetas. Por fim, alterar o cálculo do indexador da poupança — dos atuais 6% para 4% a.a. — poderia ser feito desde que acompanhado da redução nos juros do financiamento do SFH dos atuais 12% para 10% a.a. Uma alternativa seria aumentar o redutor com relação à Taxa Básica Financeira (TBF), mas haveria o risco de mais a frente diminuir a rentabilidade da poupança em uma eventual elevação na taxa de juros.

Quanto a questão da dívida pública, uma alternativa é enfrentar o problema dos limites à redução da Selic por intermédio da eliminação do instrumento financeiro que possibilita a "contaminação" da política monetária pela gestão da dívida pública, a saber: as Letras Financeiras do Tesouro. As LFTs, criadas durante o Plano Cruzado, continuam tendo até hoje uma participação expressiva na composição da dívida pública (aproximadamente 35%). A característica fundamental desses títulos é que os mesmos possuem "duration" próximo de zero. Isso decorre do fato de que o valor nominal do título é atualizado pela taxa Selic de tal forma que mudanças dessa taxa não têm nenhum impacto sobre o preço corrente do título em consideração. Assim sendo, as LFTs são um título financeiro com risco de perda de capital igual a zero, o que torna esses títulos um substituto perfeito, em termos de liquidez, para as reservas bancárias. Em equilíbrio, a taxa de juros prevalente no mercado de reservas bancárias tem que ser igual a taxa de retorno das LFTs. Dessa forma, têm-se uma situação atípica na qual a taxa de juros anua-

lizada para empréstimos de um dia iguala-se a taxa de retorno anual de títulos públicos de longo prazo. Assim, a existência das LFTs faz com que a curva de rendimentos prevalente na economia brasileira seja praticamente horizontal, não havendo diferença significativa de taxa de remuneração para empréstimos com diferentes prazos de maturidade. Essa anomalia do sistema financeiro brasileiro faz com que qualquer mudança na política monetária se traduza, de forma instantânea, em mudanças nas condições de financiamento da dívida pública no Brasil.

Uma solução a considerar para o problema do limite à queda da Selic é a extinção dos títulos públicos pós-fixados por intermédio de uma única operação de troca compulsória desses títulos por títulos pré-fixados. Dado que os títulos pré-fixados têm menor liquidez do que os títulos pós-fixados, essa operação de troca de títulos só será possível se os novos títulos pré-fixados pagarem aos seus possuidores uma taxa de juros mais alta do que a atual Selic. Isso significa que haverá um custo fiscal significativo para o Tesouro Nacional, mas esse custo poderá ser claramente inferior aos benefícios de longo prazo que serão obtidos pela normalização da curva de rendimentos prevalente na economia brasileira.

José Luis Oreiro é professor do Departamento de Economia da UnB e membro da Associação Keynesiana Brasileira. jlcoreiro@terra.com.br.

Luiz Fernando de Paula é professor da Faculdade de Ciências Econômicas da UERJ e vice-presidente da Associação Keynesiana Brasileira. E-mail: lufzpaula@terra.com.br.

Cartas de Leitores

Correspondências para Av. Jaguaré, 1.485, CEP 05346-902 - SP ou para cartas@valor.com.br, com nome, endereço e telefone. Os textos poderão ser editados.

Economistas

"Na edição de 22/04, o Valor brindou os seus leitores com o artigo 'Ei vocês, gênios da economia, o que houve?' (Peter Coy, BusinessWeek), o qual me despertou o desejo de registrar algumas reflexões, como modesto economista que sou. De pronto, penso que as generalizações são perigosas e frequentemente incorrem em julgamentos injustos. Não posso negar que existam economistas que se sintam gênios ou que por outros sejam assim considerados, mas certamente a imensa maioria sabe de suas limitações, enquanto economistas, para o perfeito e completo entendimento do seu campo de trabalho. O autor cita Paul Wil-mott, especialista em finanças quantitativas, que disse que 'os modelos dos economistas são simplesmente terríveis. Eles se esquecem completamente de como o elemento humano é importante', o que é uma colocação recorrente e uma meia-verdade. Os modelos dos economistas são reconhecidamente simplificações empíricas (e por isso mesmo são chamados de modelos) da realidade e incorporam fundamentalmente apenas as principais variáveis objetivas disponíveis tais como gastos, receitas, produção, taxas e índices relativos ao assunto estudado em cada caso. Para as variáveis subjetivas, as quais ou não são quantificáveis ou apresentam estatísticas meramente aproximadas, os economistas as tratam, via de regra, de forma agrupada em uma variável, normalmente denominada 'erros e omissões', sob o pressuposto de que o efeito líquido dessas variáveis se aproxime, na média, de zero, o que sabemos que nem sempre se confirma. Ainda, em outras questões abordadas no artigo, o autor menciona a existência de 'bolhas' no mercado acionário e no sistema financeiro imobiliário, como eventos não previstos e não sanados pelos economistas, o que, convenhamos, é uma assertiva no mínimo tendenciosa. Nada se sustenta sem lastro. E foi justamente a falta de lastro que, de fato, ocasionou o inchaço do mercado acionário e da concessão desenfreada de empréstimos imobiliários por um período expressivo, que criaram as 'bolhas'."

MAURO LÚCIO GRUIPPIONI CORTES maurogruipponi@gmail.com

Gastos dos parlamentares

"Leio nos jornais que os deputados paulistas seguem a tendência da maioria dos deputados do Brasil, federais e estaduais: as localidades escolhidas no exterior para seus momentos de lazer são: Miami (EUA) e Paris (França). O que me intriga é que não vi nenhum parlamentar escolher Cuba para um maravilhoso passeio, terra do democrático Fidel Castro."

BENONE AUGUSTO DE PAIVA benonepaiva@yahoo.com.br

A América Latina e o G-20

O que ocorre ou deixa de ocorrer na China tem agora uma relevância central para os latino-americanos. Por Javier Santiso

A reunião recente do G-20 corroborou o que vem se acelerando desde o começo desta década: o auge e o papel crescente dos países emergentes. Este auge é especialmente da Ásia e, em primeiro lugar, da China, mas é também de outras regiões do mundo, incluindo a América Latina. De fato, nada menos do que três países da região estiveram presentes na mesa do G-20: México, Brasil e Argentina.

É possível inferir três observações importantes desta região, cada qual com implicações para a América Latina.

A primeira é sem dúvida o reconhecimento deste foro internacional como um espaço legítimo e confiável para lidar com a crise global. O mero fato de haver nada menos do que três países da região neste foro é também uma ocasião única para a região impulsionar uma maior coordenação intrarregional e esperar ter maior peso nas decisões internacionais. O G-20 convida a mais buscas de consenso intrarregional e, com eles, a região poderia aumentar a sua influência.

A segunda observação decorre do papel crescente da China, que está se impondo como um dos principais protagonistas do G-20. A cúpula de Londres sem dúvida consagra o dragão chinês como uma das principais potências emergentes. Até bem pouco tempo se discutia se a China poderia ou deveria se somar à Rússia no âmbito do G-8. Como observava o ensaísta Timothy Garton Ash, até pouco tempo atrás a política chinesa parecia vestir-se de modéstia, como se o dragão fosse um lagarto. Há pouco tempo, o dragão despertou. Prova disso são as multiplicações das turnês internacionais do presidente e do vice-presidente da China pela África, Ásia e inclusive pela América Latina. Na mais recente excursão por esta região, em fevereiro de 2009, até o vice-presidente Xi Jinping, tido como o herdeiro de Hu Jintao, se atreveu a dar lições aos países ricos (e aos Estados Unidos em particular), e tudo isso diante de um público chinês na capital federal do México. Bem simbólico.

Também chama a atenção como, já há alguns meses, os líderes chineses vem multiplicando as ações e propostas para mudar o sistema internacional. Em artigo recente, o presidente do Banco Central chinês sugere a criação de uma moeda de reserva internacional acima do dólar e das demais divisas. No mesmo âmbito monetário, a exemplo do Federal Reserve (banco central dos EUA), o BC também concretizou acordos de swap



de moeda. Até agora, assinou seis acordos no total, na maioria com países asiáticos, mas o último ocorreu com um país da América Latina — a Argentina. Como se não bastasse, a China agora está fechando o seu terceiro acordo comercial com um país da América Latina, ou seja, com a Costa Rica, depois de tê-lo feito com Chile e Peru. Na recente Cúpula do Banco Interamericano de Desenvolvimento, ocorrida em Medellín no fim de março, a China estreou como novo membro deste organismo.

Muitos emergentes se reformaram, apostaram na abertura econômica, e seria injusto se a crise atropelasse todos estes esforços

O fato de a América Latina estar no radar chinês é em si positivo para a região. Certamente, a China representa um desafio comercial para alguns países da região (seus produtos competem diretamente com os mexicanos, por exemplo, nos Estados Unidos), mas também representa uma oportunidade, não só porque absorve produtos de toda a América Latina (em 2008, as importações chinesas originadas a partir da América Latina mais uma vez superaram os US\$ 100 bilhões), mas porque o fato de que o país se interessa pela região aguça os ciúmes dos Estados Unidos e da Europa. Desde que a China passou a se interessar pela África, aumentou o interesse de Washington, Paris e Londres pelo continente.

Uma consequência deste aguçado para a re-

gião é que o que ocorrer ou deixar de ocorrer na China tem agora uma relevância central para as economias da América Latina. Há uma década, um espírito na China passava despercebido na América Latina. Em 2009, as coisas não são mais assim. De fato, logo no começo do ano, por exemplo, uma das incógnitas para a região será precisamente a Ásia e, em particular, a China. Para alguns países da região, como o Chile, por exemplo, a Ásia já é a principal região de destino das suas exportações (35% das exportações chilenas se destinam a esta região do mundo, mais do que na direção da América do Norte ou Europa). Para o Peru, a cifra é de 19% e outros países, como Brasil e Argentina, também dirigem cada vez mais as suas atenções na direção do Pacífico. Desde 1995, o intercâmbio comercial da América Latina e Caribe com a China aumentou 13 vezes, passando de US\$ 8,4 bilhões para mais de US\$ 100 bilhões em 2007. Em 2008, a China passou a ser o segundo maior parceiro comercial da região, logo depois dos EUA. Como se não bastasse, os preços das matérias-primas, que representam mais de 60% do total das exportações da América Latina, dependem em parte desta demanda asiática, com a China devorando petróleo, cobre, soja e outros produtos estratégicos da região.

A última observação derivada do G-20 de Londres é o novo papel de destaque cobrado pelo Fundo Monetário Internacional. Desde setembro de 2008, o fundo emprestou mais de € 50 bilhões a países emergentes. Há pouco, até o México negociou, de forma muito acertada, uma linha de € 36 bilhões, numa ação preventiva inédita. O país

procurou, desta forma, blindar-se com um seguro a mais, algo que os mercados financeiros aplaudiram. O aumento de recursos do Fundo, celebrado em Londres, que elevará a capacidade financeira de € 186 bilhões a € 560 bilhões, é sem dúvida uma boa notícia para os países emergentes, que agora podem dispor desta liquidez tão escassa.

Todas as crises são injustas. A atual, porém, implica um paradoxo e uma injustiça ainda maiores: no mundo dos países emergentes, muitos fizeram as suas lições de casa, se reformaram, apostaram em economias abertas. Haveria certa injustiça se a crise atropelasse todos estes esforços. As empresas emergentes, assim como as dos países da OCDE, conseguiram se voltar para o exterior e se converter em multinacionais. Os indicadores de pobreza melhoraram em muitos países. Deixar que este processo fosse interrompido, ou, pior, que retroceda, seria irresponsável. Por isso, é preciso celebrar o que foi decidido no G-20. Agora seria de se esperar o cumprimento do que foi acertado. A melhor coisa que a América Latina pode fazer é continuar levantando a sua voz. Neste contexto, o G-20 lhe proporciona uma oportunidade única de fazer sua música ser entendida neste concerto barroco de nações. Como no romance de Laejo Carpentier, estamos testemunhando uma mudança de melodia, com a música clássica das décadas anteriores se diversificando agora com ares mais exóticos. Seria de se esperar que alguns deles também sejam latinos.

Javier Santiso é diretor do centro de desenvolvimento da OCDE.