

## O imposto Tobin e a estabilidade da taxa de câmbio

PAUL BERND SPAHN

---

***A recente turbulência nos mercados financeiros mundiais reacendeu o interesse pelo chamado imposto Tobin sobre transações financeiras internacionais como um modo de desestimular a negociação especulativa de divisas e reduzir a volatilidade da taxa de câmbio. Uma estrutura de dois níveis talvez seja mais efetiva do que o imposto simples sobre as transações.***

---

**O**BJETIVO principal do imposto Tobin, proposto em 1972 pelo professor James Tobin em suas *Janeway Lectures* na Universidade de Princeton, é reduzir a volatilidade da taxa de câmbio. Por ser um imposto internacional uniforme, pagável sobre todas as transações à vista que envolvem a conversão de uma moeda em outra, tanto no mercado mobiliário interno quanto nos mercados cambiais, o imposto Tobin, na teoria, desestimularia a especulação ao tornar mais cara a negociação da moeda. O volume dos fluxos desestabilizadores de capital de curto prazo diminuiria, levando a uma estabilidade maior da taxa de câmbio.

Esse proposto teria reconhecidamente numerosas vantagens. Reduziria o nível de "ruídos" da negociação de mercado, ao mesmo tempo em que possibilitaria aos negociadores reagirem a mudanças nos princípios e nas políticas econômicas, o que a tornaria superior a medidas protetoras, como controles de capital. Por exigir a coordenação internacional de políticas macroeconômicas e só poder ser usado como instrumento de políticas por organizações como o FMI e o Banco Mundial, ele melhoraria não apenas a eficiência do mercado mas também a estabilidade financeira global.

Todavia, utilizado como um imposto simples sobre transações o imposto Tobin não seria efetivo. Devido a problemas em sua estrutura, ele prejudicaria as operações dos mercados financeiros internacionais e criaria problemas de liquidez sem impedir a especulação. Uma solução alternativa poderia ser uma estrutura de dois níveis, consistindo em uma alíquota fiscal baixa para as transações normais e uma sobretaxa cambial sobre os lucros provenientes das transações de curtíssimo prazo caracterizadas como ataques especulativos às moedas. Nesse esquema, a taxa de câmbio poderia mover-se livremente dentro de uma banda, cuja ultrapassagem acarretaria o imposto sobre a discrepância entre a taxa de câmbio de mercado e a margem mais próxima da banda. As taxas de câmbio seriam assim mantidas dentro de uma faixa indicativa mais por meio de tributação do que da intervenção do banco central ou do esgotamento das reservas internacionais.

### **Dilemas de políticas**

Os principais problemas que limitam a efetividade do imposto Tobin situam-se em quatro áreas cruciais: definição da base fiscal,

identificação das transações tributáveis, estabelecimento da alíquota fiscal e distribuição das receitas fiscais.

**A base do imposto.** Para limitar as distorções do mercado financeiro, a base de qualquer imposto sobre as transações financeiras internacionais teria de ser a mais larga possível. Nenhuma categoria de participantes do mercado seria excluída, e a nacionalidade dos negociadores seria irrelevante. O imposto se aplicaria às transações feitas por instituições financeiras, governos e organizações internacionais, produtores de bens e serviços, empresas comerciais e pessoas físicas.

No entanto, mesmo deixando de lado as isenções para as intervenções de mercado por parte dos bancos centrais e para as transações entre governos e organizações internacionais, existem fortes argumentos econômicos e políticos para isentar certos tipos de negociações do imposto — por exemplo, aqueles conduzidos por especialistas de mercado de balcão e os que aumentam a liquidez do mercado. Na verdade, se poderia pleitear a isenção de todos os intermediários financeiros do imposto com base no pressuposto de que as suas atividades são normalmente estabilizadoras (por meio da negociação da liquidez), e não especulativas.

O primeiro dilema consiste, portanto, em que o imposto Tobin não pode distinguir, institucionalmente, entre a negociação normal que assegura a eficiência e a estabilidade dos mercados financeiros e atividades que introduzem ruídos e desestabilizam, as quais deveriam constituir o alvo único do imposto. O imposto Tobin se aplicaria a todas as transações cambiais, envolvessem ou não instituições financeiras e negociadores de balcão. Não existe

uma solução pronta para esse dilema. De um lado, a isenção dessa instituição do imposto simplesmente estimularia as transações da parte e por meio dos intermediários; taxá-los, por outro lado, imporiam custos à eficiência.

**Transações taxáveis.** É provável que a aplicação do imposto Tobin somente às transações à vista que envolvam divisas estrangeiras se demonstre inadequada, porque seria possível evitar o imposto negociando com derivados financeiros. A substitutibilidade dos instrumentos financeiros traz um problema grave para o esquema. Os mercados desenvolveram substitutivos da moeda que escapariam ao imposto; novos instrumentos de curto prazo, semelhantes a aceites bancários e títulos negociáveis, poderiam ser usados para se fugir a um imposto de base monetária, como também poderiam sê-lo os fundos de mercado cambial e os acordos de recompra (feitos contra aval e não liquidados nas contas do banco central). Além disso, os derivados financeiros (por exemplo, transações a termo, a futuro e *swaps* financeiros) permitem a transformação da "negociação longa" em "negociação curta", com repercussões importantes nos mercados à vista. O volume dessas transações cresceu rapidamente nos últimos anos, respondendo hoje por uma parcela significativa de todas as transações cambiais.

A simples extensão do imposto às transações com derivativos não resolve o problema, porque não se pode relacionar de maneira direta o tamanho dessas transações com as transações longas em que se fundamentam. Um imposto Tobin sobre as próprias transações subestimaria grosseiramente o volume dos fundos que se podem canalizar pelos mercados cambiais; por outro lado, a taxação do valor nominal de um contrato de derivativos provavelmente prejudicaria seriamente os mercados de derivativos, podendo chegar mesmo a destruí-los por completo. Dado o papel importante desempenhado pelos mercados a termo e a futuro na cobertura dos riscos relacionados com as flutuações das taxas de câmbio, o desaparecimento eventual desses mercados ameaçaria a estabilidade dos mercados cambiais. Outra opção seria taxar as quantidades presumidas dos contratos de derivativos, só que a alíquotas mais baixas. Mas, embora isso se possa justificar pelos custos mais baixos dos derivativos, é indesejável porque criaria um sistema tributário seletivo, que seria arbitrário, formidavelmente complexo para se administrar e tendencioso.

**A alíquota do imposto.** Pode-se argumentar que um imposto sobre transações cambiais deveria operar idealmente com uma alíquota zero (ou, o que é o mesmo,

uma base zero), quando a taxa de câmbio para as moedas em uma dada transação estivesse em equilíbrio e que a alíquota fiscal deveria aumentar de acordo com o desvio do equilíbrio. Mas isso significaria um imposto variável, e a proposta de Tobin requer uma alíquota fiscal uniforme. Além do mais, é improvável que um imposto Tobin com a alíquota fixa, digamos, de 1% sobre transações de ida e volta (venda e recompra de moedas estrangeiras) dissuada investidores que esperam desvalorizações a curto prazo de 3% nos períodos de especulação. Uma alíquota fiscal alta o suficiente para dissuadir a especulação acarretaria sérias dificuldades à intermediação financeira eficiente.

**A distribuição das receitas.** As receitas geradas pelo imposto Tobin depen-

***"Sempre que o imposto fosse  
ativado, os custos das transações  
subiriam significativamente,  
induzindo os mercados  
a moderar as grandes  
flutuações..."***

deriam de numerosos fatores, inclusive a base impositiva, a alíquota fiscal e o volume de negociações isentas. É possível que o imposto provoque uma significativa resposta no comportamento dos participantes do mercado, que é difícil, se não impossível, avaliar, embora seja provável que uma alíquota fiscal maior resulte em uma base fiscal menor. Não obstante, em razão simplesmente do tamanho dos mercados cambiais, a receita do imposto Tobin poderia ser considerável. Estima-se o volume líquido de negócios dos mercados cambiais mundiais (à vista, a termo, a futuro e contratos derivados) em US\$1,23 trilhão por dia. Uma estimativa estática de receita (ou seja, uma estimativa que não levasse em conta as reações de comportamento ao imposto) para um imposto de 1% sobre o volume líquido de negócios em todos os mercados mundiais à vista ou de derivativos chegaria a US\$13 bilhões por dia ou cerca de US\$3.250 bilhões anualmente (supondo-se 250 dias de negociação por ano). Esse número, porém, é irreal, porque não leva em conta o efeito do imposto sobre o comportamento dos participantes do mercado. Mas, mesmo que os mercados cambiais se encolhessem em 99% em resposta ao novo imposto, ele ainda levantaria a considerável receita de US\$32 bilhões. Alternativamente, uma alíquota fiscal de 2 pontos-base (0,02%) sobre US\$1,23 arrecadaria US\$64 bilhões anualmente. É possível que a resposta de comportamento a uma taxa tão pequena fosse insignificante, o que torna a estimativa estática de

receita para uma alíquota baixa como esta mais realista.

A questão de quem deveria se habilitar aos recursos do imposto Tobin apresenta ainda outra dificuldade. A distribuição do imposto é uma questão política altamente controversa. Embora o imposto Tobin fosse lançado e arrecadado pelos governos nacionais, seria necessária uma coordenação internacional para definir e fazer respeitar as regras. Tobin propôs o FMI e o Banco Mundial como candidatos para esse papel. Não segue, porém, necessariamente que os recursos arrecadados com o imposto seriam atribuídos à instituição responsável pela sua orquestração.

Os recursos poderiam ser devolvidos aos governos nacionais, mas isso traria diversas dificuldades. A redistribuição aos países em que as receitas fiscais se originaram favoreceria países com importantes centros financeiros e não seria equitativa. Outra base para a determinação da redistribuição dos recursos aos governos nacionais poderia ser o tamanho relativo das cotas dos países (ações votantes) em uma organização internacional como o FMI, embora também isso acarrete desigualdades.

A filosofia básica por trás das idéias de Tobin sobre a alocação dos recursos é economicamente sadia. Dada a dificuldade de se determinar a incidência regional dos recursos, eles poderiam ser cedidos a um organismo supranacional e usados para financiar a provisão de bens públicos ou causas globais, como a pesquisa básica na área da saúde ou a proteção do meio ambiente. Mas o potencial do levantamento de receita do imposto Tobin é tão grande que é improvável que essa alternativa seja aceita por todos os países. Além disso, a cessão das receitas fiscais a uma organização internacional lhe conferiria considerável poder, o que despertaria ressentimentos nacionais.

Pode-se, portanto, incorrer em custos significativos na tentativa de estabelecer um consenso mundial na questão da distribuição do imposto. Ainda que todas as questões técnicas e políticas pudessem ser resolvidas, a da distribuição constituiria um sério obstáculo à implementação do imposto.

### **Outras opções de políticas**

Apesar desses problemas, existem algumas alternativas ao imposto Tobin que poderiam servir como dispositivos estabilizadores dos mercados financeiros.

**Ativos em moeda estrangeira.** No passado, alguns países (Alemanha e Suíça, por exemplo) usaram um imposto sobre o estoque interno de ativos em moeda estrangeira, que se opõe àquele sobre os fluxos. Esse imposto aumentaria os custos de oportunidade da posse de ativos sobre o exterior, fazendo com que os investidores se voltassem

para o capital interno. É questionável, porém, se um imposto sobre ativos em moedas estrangeiras dissuadiria a especulação de curto prazo — é mais provável que tenha um impacto estrutural de longo prazo. Além disso, a taxa discriminatória de ativos externos e internos talvez não seja totalmente condizente com o Código de Liberalização dos Mercados de Capitais da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico ou com o espírito da Organização Mundial do Comércio.

**Fluxos de capital.** Outra possibilidade seria arrecadar impostos sobre saídas ou entradas de capitais. Os EUA, por exemplo, taxaram as saídas nos anos 60 (imposto de equalização da taxa de juro); mais recentemente, Israel lançou um imposto sobre entradas. Mas esses impostos têm sido regularmente abandonados, talvez por causa do seu impacto estrutural e da inefetividade no combate à especulação. Eles tampouco conseguiram resolver problemas estruturais básicos de forma mais permanente e tem sido difícil conciliá-los com a liberdade de movimentos do capital.

**Ganhos de capital.** Outra alternativa ao imposto Tobin seria um imposto de escala móvel sobre os ganhos de capital, que seria maior para os ganhos de capital de curto prazo. Mas esse imposto teria presumivelmente de ser embutido na legislação do imposto de renda; é difícil ver como coordená-lo em nível internacional. A experiência de retenção na fonte de impostos nacionais sobre rendas provenientes de juros demonstra que os mercados financeiros que se beneficiam de impostos baixos ou da ausência de impostos sobre rendas ou ganhos de capital de estrangeiros se sentem pouco incentivados a cooperar em nível internacional. Um imposto de escala móvel sobre ganhos de capital colocaria ainda sérios problemas administrativos, porque a alíquota fiscal teria de variar de acordo com a estrutura do prazo, e com a fonte, dos ganhos de capital. Ademais, em um mundo de informações integradas e redes de telecomunicações, é difícil determinar onde os ganhos de capital se originam.

## Um imposto Tobin de dois níveis

A obtenção da estabilidade da taxa de câmbio por meio da tributação exigiria alíquotas fiscais elevadas e/ou variáveis, o que obstruiria seriamente o funcionamento dos mercados financeiros internacionais. Já um pequeno ônus sobre as transações financeiras internacionais não criaria distorções, mas também não inibiria o comportamento especulativo nos mercados

cambiais. Um compromisso possível seria uma estrutura de dois níveis: um imposto de alíquota mínima sobre as transações e uma sobretaxa cambial, como dispositivo antiespeculativo, que seria disparada somente nos períodos de turbulência da taxa de câmbio e com base em critérios quantitativos bem-estabelecidos. O imposto de transação de alíquota mínima funcionaria continuamente, levantando receitas substanciais e estáveis, sem prejudicar necessariamente a função de liquidez normal dos mercados financeiros mundiais. Serviria também como um dispositivo de fiscalização e controle para a sobretaxa cambial, que

imposto sobre transações básico, mas o seu objetivo e implementação seriam diferentes. O objetivo seria tributar externalidades negativas associadas ao excesso de versatilidade. Para as operações normais, a sobretaxa de alíquota fixa seria zero, porque a base impositiva é zero, o que garante a liquidez do mercado e possibilita a negociação eficiente. A sobretaxa só seria arrecadada nos períodos de negociação especulativa, quando a base impositiva se tornasse positiva. Poderia restringir-se a transações em moeda ou, se necessário, ser facilmente estendida ao mercado de derivativos. Idealmente, se a sobretaxa cambial conseguir o seu objetivo, ela não gerará receitas.

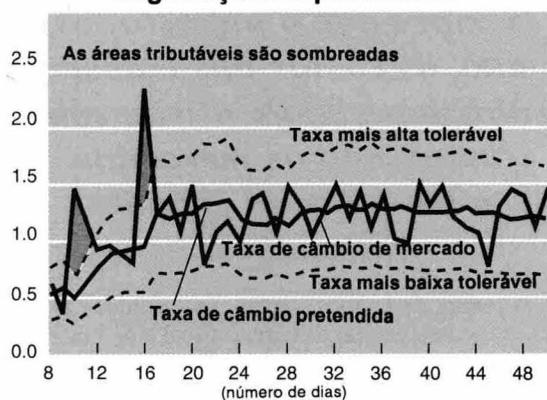
A sobretaxa seria sensível ao preço; seria ativada sempre que o preço das negociações para uma dada moeda ultrapassasse um limiar predeterminado, que seria definido por uma paridade deslizante (como uma média móvel) mais uma margem de segurança (definida como percentagem da alíquota indicada). As margens poderiam variar para as diferentes moedas, mas as mesmas regras se aplicariam a todos os mercados e a todas as instituições que operassem nos mercados. Naturalmente, quanto menor o intervalo de tempo para a vinculação, maior o espaço para as flutuações de curto prazo. O intervalo, porém, deveria ser curto o suficiente para se evitar intervenções no sentido de sustentar as taxas de câmbio efetivas contra as ten-

dências dos mercados, para que estes pudessem se ajustar plenamente às mudanças fundamentais.

Sempre que o imposto fosse ativado, os custos das transações subiriam significativamente, induzindo os mercados a moderar as grandes flutuações para evitar esses custos elevados. Aos negociadores, porém, se daria o direito de recontratar, porque os custos da negociação não poderiam ser conhecidos com antecedência. Isto contingenciaria uma proporção significativa dos contratos e dificultaria a condução de ataques especulativos, porque os negociadores se retirariam automaticamente dos mercados durante os períodos de grandes flutuações nos preços. Idealmente, isto induziria os mercados a se comportarem de maneira mais uniforme, em seu próprio interesse, e o imposto raramente precisaria ser ativado.

A idéia está ilustrada no gráfico. Simula-se uma taxa de câmbio efetiva ao longo de 50 dias com uma média móvel progressiva acompanhando a taxa de câmbio para cada dia. Definem-se as taxas superior e inferior toleráveis proporcionalmente à alíquota indicativa. Enquanto as flutuações diárias permanecessem dentro da banda,

### Tributar os movimentos da taxa de câmbio fora da banda pode desestimular negociações especulativas



seria administrada juntamente com o imposto sobre transações. A sobretaxa cambial, que ficaria latente enquanto os mercados cambiais operassem dentro da normalidade, não seria utilizada para o levantamento de receita; funcionaria como um disjuntor automático que dispararia sempre que ocorressem ataques especulativos contra as moedas (se é que, em um regime como esse, eles viessem a ocorrer). Os dois impostos seriam plenamente integrados, constituindo o primeiro o veículo operacional e computacional do segundo.

**O imposto básico sobre transações.** Um ônus nominal mínimo de, por exemplo, dois pontos-base sobre as transações cambiais aumentaria de forma insignificante o custo do capital e provavelmente não teria efeito sobre o volume das transações envolvendo conversões de moeda. Também se poderia lançar um imposto sobre transações para as negociações derivadas usando a metade da alíquota padrão, ou um ponto-base. Isso permitiria que os mercados de derivados continuassem a funcionar a baixo custo, ao mesmo tempo em que se impediria o seu uso para fins de fuga dos impostos.

**A sobretaxa cambial.** A sobretaxa cambial seria administrada em conjunto com o

nenhum imposto seria cobrado. Quando a taxa se movesse para além da faixa tolerável, tributar-se-iam as diferenças entre a banda e a taxa efetiva (área sombreada) a uma alíquota constante, mas elevada.

O esquema é muito semelhante ao mecanismo usado pelo Sistema Monetário Europeu para conseguir a estabilidade da taxa de câmbio por meio de uma alíquota pretendida e uma margem ou banda admissível. Todavia, em vez de apoiar as moedas enfraquecidas por meio de ágios sobre depósitos de dinheiro *overnight* ou por meio de vendas de reservas cambiais, com a sobretaxa cambial as moedas seriam defendidas por meio da taxa técnica de lucros extraordinários bem-definidos. Diferentemente do imposto Tobin, que tributaria indiscriminadamente todas as transações na "ponta errada", penalizando, portanto, negociações normais de liquidez, a sobretaxa cambial se aplicaria somente à "ponta especulativa" e não afetaria a negociação normal.

Idealmente, o esquema de dois níveis funcionaria em escala global, da mesma forma que o imposto originalmente proposto por Tobin, mas de início poderia ser implementado unilateralmente por um ou alguns poucos países.

## Benefícios

A sobretaxa cambial proposta neste artigo pretende, naturalmente, ser uma ferramenta de estabilização de política monetária de curto prazo; não deveria ser utilizada para corrigir problemas estruturais. O seu propósito seria permitir o ajustamento uniforme das taxas de câmbio aos fundamentos econômicos, e não restabelecer a saúde de economias doentes. Tampouco a sobretaxa se destinaria a impedir negociações especulativas provocadas por súbitos temores de inadimplências ou crises políticas.

A sobretaxa cambial evitaria os efeitos negativos de outras políticas monetárias que sacrificassem valiosas reservas internacionais ou oferecessem taxas de juro excessivamente generosas, combatendo ataques especulativos. Em vez de esgotar os ativos públicos, ela geraria receitas. E também eliminaria expectativas de avais recorrentes por parte dos bancos centrais, reduzindo os riscos e a incidência de crises financeiras. Além disso, a sobretaxa provavelmente estabilizaria os movimentos cambiais a longo prazo, graças sobretudo a seu impacto sobre as expectativas dos investidores.

A meta da sobretaxa — a estabilidade da taxa de câmbio — não é, naturalmente, um fim em si mesmo. A estabilidade reduz o espaço para as bolhas de preço e os falsos alarmes, melhora a distribuição dos recursos internacionais e reduz as bonificações por risco — em particular aquelas relacionadas com a inflação. Ela também restaura um pouco da autonomia que os governos e os bancos centrais perdem como resultado da especulação intensa e pode ajudar a evitar medidas políticas danosas praticadas na tentativa de corrigir taxas de câmbio desalinhas. [F&D]

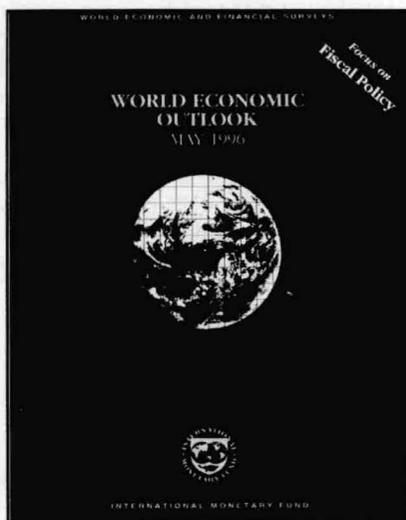
### Leituras indicadas:

Tobin, James. *A proposal for international monetary reform*. Eastern Economic Journal, 4:153-9, July/Oct. 1978.

———. *On the efficiency of financial system*. Lloyds Bank Review, 153:1-15, July 1984.

———. *International currency regimes, capital mobility, and macroeconomic policy*. New policy. New Haven, Yale University. (Cowles Foundation Discussion Paper, 993.)

# O World Economic Outlook, maio 1996, já está disponível



## Um levantamento da equipe técnica do Fundo Monetário Internacional

O *World Economic Outlook*, maio 1996, apresenta as análises dos economistas da equipe técnica do FMI sobre o desenvolvimento global de curto e médio prazos. Atribui ênfase particular ao crescimento dos países de mercados emergentes; à poupança, ao investimento e à dívida; aos desequilíbrios orçamentários nos países industrializados; e aos problemas que enfrentam as economias em transição já bastante avançadas em sua caminhada rumo à economia de mercado. Anexos, boxes, gráficos e um extenso apêndice estatístico enriquecem o texto.

US\$35 (universidades: US\$24) (brochura)  
Disponível em inglês, francês, espanhol e árabe.

Para fazer o pedido, escreva ou telefone para:

International Monetary Fund  
Publication Services  
Box FD-296  
700 19th Street, N.W.  
Washington, D.C. 20341 U.S.A.

Telefone: (202) 623-7430  
Fax: (202) 623-7201  
Telex: INTERFUND

Aceitam-se os cartões de crédito American Express, MasterCard e VISA.