CPMF: o país poderia viver sem ela

O possível aumento de custo da rolagem da dívida interna e a perda de recursos externos podem mais que compensar a receita com a contribuição.

Afirmação é iniciada a sua cobrança — a partir de 23 de janeiro — a CPMF passou por idas e vindas, refletindo a controvérsia formada entre os economistas em torno da reedição deste imposto. Agora com a regulamentação aprovada, resta, em tese, ao analista, antever os efeitos de sua implantação sobre o mercado financeiro. Mas iremos um pouco além, revendo alguns pontos decorrentes de sua regulamentação, na esperança de que no futuro se possa ter um maior compromisso das autoridades com a racionalidade econômica e sejam buscadas formas de tributação mais eficientes, que levem em conta princípios de eficiência econômica, e não apenas a necessidade de geração de caixa a qualquer custo.

Os argumentos a favor da adoção desse imposto foram relativamente frágeis. Uma das principais vantagens apontadas pelos seus defensores foi a possibilidade de se reduzir a sonegação, ao taxar indiscriminadamente toda movimentação financeira alcançando, portanto, o caixa 2 das empresas, bem como toda economia informal. No aspecto da equidade fiscal, argumentam, ainda, que as alíquotas seriam baixas e que os pequenos poupadores e correntistas estariam isentos, uma vez que a CPMF, pelas características de sua regulamentação, não incidiria sobre a poupança se aplicada por mais de três meses e sobre as contas de correntistas com renda mensal inferior a três salários mínimos.

Os argumentos contrários são mais variados e consistentes e consideram sobretudo os efeitos alocativos do imposto sobre o setor real da economia, bem como os possíveis efeitos sobre a intermediação financeira. Vejamos alguns desses argumentos.

Elevação das taxas de juros — A CPMF acarretará maiores custos administrativos aos bancos, que procurarão repassá-los, na forma de maiores taxas para os tomadores de empréstimos bancários. Os bancos também demandarão taxas de juros mais altas, em termos relativos, pelos títulos públicos, de forma a compensar o imposto e manter as taxas líquidas oferecidas ao público. Ou seja, mesmo que as taxas dos títulos públicos — que regem os encargos da dívida mobiliária do governo — caíram um pouco mais em termos nominais em 1997, elas se manteriam num patamar mais alto do que poderiam estar caso não houvesse a CPMF. Na hipótese das taxas de juros ficarem cerca de 2,4 pontos percentuais acima do possível (0,2% da CPMF vezes 12 meses), isso significaria gastos adicionais de R$3,8 bilhões, ou mais ou menos o que o governo espera arrecadar com a CPMF.

Confirmando parcialmente essas hipóteses, no início de janeiro houve um ajuste para cima nos juros do crédito direto ao consumidor dos cheques especiais e empréstimos pessoais. Esses ajustes ocorrem não só devido ao aumento dos custos administrativos mas também acrimento da competição entre os bancos, tendo em vista a possibilidade de aumento da desintermediação financeira. Alguns bancos já ofereciam, em janeiro, produtos como a poupança mensal isenta de CPMF e conta remunerada diária isenta do imposto.

Efeitos alocativos — Esse foi um dos argumentos mais relevantes levantados contra a criação desse imposto. Com efeito, sua introdução indiscriminada interferiu de forma diferenciada nos custos de produção, afetando preços relativos e ferindo, assim, o princípio da neutralidade alocativa. Essas distorções se traduziam na penalidade de atividades produtivas mais horizontais e domésticas, que serão mais taxadas, enquanto as atividades mais verticalizadas ou localizadas no exterior ficariam menos expostas à taxação. Isto prejudicaria as exportações e favoreceria as importações, para

### Rentabilidade dos principais ativos financeiros

<table>
<thead>
<tr>
<th>Ativo</th>
<th>Outubro</th>
<th>Novembro</th>
<th>Dezembro</th>
<th>Total nominal no ano (%)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>IBovespa</td>
<td>1,34</td>
<td>2,03</td>
<td>5,61</td>
<td>63,74</td>
</tr>
<tr>
<td>IBV</td>
<td>3,06</td>
<td>0,63</td>
<td>6,05</td>
<td>59,75</td>
</tr>
<tr>
<td>Overnight (títulos públicos)</td>
<td>1,86</td>
<td>1,80</td>
<td>1,60</td>
<td>27,41</td>
</tr>
<tr>
<td>FIF de 60 dias</td>
<td>1,60</td>
<td>1,65</td>
<td>1,69</td>
<td>25,91</td>
</tr>
<tr>
<td>FIF de 30 dias</td>
<td>1,70</td>
<td>1,60</td>
<td>1,57</td>
<td>23,61</td>
</tr>
<tr>
<td>CDB-pré de 30 dias</td>
<td>1,49</td>
<td>1,48</td>
<td>1,52</td>
<td>22,80</td>
</tr>
<tr>
<td>Poupança</td>
<td>1,29</td>
<td>1,27</td>
<td>1,38</td>
<td>16,36</td>
</tr>
<tr>
<td>TR</td>
<td>0,74</td>
<td>0,77</td>
<td>0,87</td>
<td>9,56</td>
</tr>
<tr>
<td>IGP-M</td>
<td>0,19</td>
<td>0,20</td>
<td>0,73</td>
<td>9,19</td>
</tr>
<tr>
<td>FID-CP</td>
<td>0,55</td>
<td>0,42</td>
<td>0,42</td>
<td>9,06</td>
</tr>
<tr>
<td>CBO-100</td>
<td>0,77</td>
<td>0,57</td>
<td>0,89</td>
<td>8,88</td>
</tr>
<tr>
<td>Dólar</td>
<td>0,60</td>
<td>0,54</td>
<td>0,60</td>
<td>7,10</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### Taxas de empréstimos bancários

<table>
<thead>
<tr>
<th>Taxa</th>
<th>Outubro</th>
<th>Novembro</th>
<th>Dezembro</th>
<th>Total nominal no ano (%)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Hot-money</td>
<td>2,57</td>
<td>2,22</td>
<td>2,04</td>
<td>37,18</td>
</tr>
<tr>
<td>CDI</td>
<td>1,86</td>
<td>1,79</td>
<td>1,76</td>
<td>27,00</td>
</tr>
<tr>
<td>Capital de giro</td>
<td>3,16</td>
<td>2,83</td>
<td>2,70</td>
<td>nd</td>
</tr>
<tr>
<td>Desc. de duplicatas</td>
<td>3,00</td>
<td>2,69</td>
<td>2,61</td>
<td>nd</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### Crédito ao consumidor

<table>
<thead>
<tr>
<th>Tipo de crédito</th>
<th>Outubro</th>
<th>Novembro</th>
<th>Dezembro</th>
<th>Total nominal no ano (%)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Cartão de crédito</td>
<td>10,63</td>
<td>10,94</td>
<td>10,95</td>
<td>235,11</td>
</tr>
<tr>
<td>Crédito ao consumidor</td>
<td>7,00</td>
<td>7,00</td>
<td>7,00</td>
<td>71,82</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fonte: Andina, Banco Central e Conjuntura Econômica.
darmos apenas alguns dos efeitos mais previsíveis.

Reaçoção dos portfólios
Mesmo depois da CPMF, continuará mais atraente para as instituições financeiras manter as aplicações dos correntistas em fundos de curto prazo, do que em depósitos, dada a maior flexibilidade em termos de exigibilidades compulsórias no primeiro caso. No caso dos depósitos à vista por exemplo, os bancos são obrigados a destinar 75% ao recolhimento compulsório, sem qualquer remuneração. Por este motivo, os bancos irão estudar todas as possibilidades de recompensar o investidor para que este mantenha suas aplicações em fundos. Isto deverá compensar ainda a perda acentuada de liquidez do sistema financeiro, prevista por alguns analistas com o aumento dos recursos em depósitos à vista, mas um custo mais alto para as instituições financeiras.

Saldo das principais aplicações

<table>
<thead>
<tr>
<th>Aplicação</th>
<th>Captação líquida</th>
<th>Pat. líquido em 30.12.96</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>Outubro</td>
<td>Novembro</td>
</tr>
<tr>
<td>CDB/RDB</td>
<td>2.416</td>
<td>870</td>
</tr>
<tr>
<td>Poupança</td>
<td>271</td>
<td>807</td>
</tr>
<tr>
<td>Renda fixa – capital estrangeiro</td>
<td>-2</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Carteira livre</td>
<td>225</td>
<td>232</td>
</tr>
<tr>
<td>Fundo de ações</td>
<td>-76</td>
<td>-21</td>
</tr>
<tr>
<td>Investimento – capital estrangeiro</td>
<td>-12</td>
<td>-9</td>
</tr>
<tr>
<td>FIF de curto prazo</td>
<td>324</td>
<td>1.660</td>
</tr>
<tr>
<td>FIF de 30 dias</td>
<td>20</td>
<td>84</td>
</tr>
<tr>
<td>FIF de 60 dias</td>
<td>726</td>
<td>1.715</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Fonte: Andrinho e Anid.

Ainda que alguns bancos consigam oferecer alternativas como contas remuneradas isentas da contribuição, esta não será a regra geral e os pequenos investidores precisarão de muito atenção e até um certo feeling financeiro para não perder dinheiro. Investimentos como os CDB-pre que são reaplicados a cada fim de período (30, 60, 90 dias) pagarão a CPMF cada uma destas reaplicações, tornando a CPMF um verdadeiro redutor da rentabilidade desses ativos. Ao final de ano este redutor pode chegar até a 26%, fazendo o rendimento anual do investidor cair de cerca de 11% reais para pouco mais de 8% (considerando-se inflação de 8% em 1997 e a manutenção dos juros de 1,52% oferecidos pelo CDB-pre em dezembro). Por este motivo os CDB perderam em dezembro cerca de R$3,5 bilhões de seu patrimônio total.

Outra modalidade de aplicação que deverá se ressentir da CPMF são as ações. Em particular, as aplicações dos investidores estrangeiros, que podem se retirar, pois estes podem ser tentados a negociar papéis de empresas brasileiras em outras praças, como, por exemplo, a bolsa de Nova Iorque, evitando assim os 0,2% na entrada e na saída dos recursos do Brasil.

As aplicações que devem se manter atrativas são as cedentras de poupança e os fundos de investimento. O aumento da captação líquida das cedentras nos últimos meses deve-se manter no primeiro semestre de 1997, dada uma manutenção de uma TR estável e sem cedência de poupança trimestral, o que torna as cedentras relativamente mais rentáveis. Por outro lado, os fundos de investimento por prazos superiores a 30 dias ainda mantêm atratividade, pois a incidência da CPMF se dará apenas duas vezes — uma na hora que o dinheiro sai da conta para aplicação e outra quando o investidor retira o dinheiro. No caso, um FIF-30 dias aplicado por uma ano, estaria rendendo, aos níveis de dezembro, cerca de 11,2% reais e o FIF-60 cerca de 12,8% reais em 1997. O investidor deve atentar que, nessa hipótese, os FIF deveriam ser encarados como poupança de longo prazo, uma vez que o aplicador irá retirar seus recursos a cada 30 ou 60 dias, serão afetados da mesma forma como se estivesse aplicando em um CDB.

Nas outras formas de aplicação bancária, por prazos superiores a 30 dias, as taxas de rentabilidade ainda estarão mais elevadas que as da poupança e as instituições financeiras não teriam condições estratégicas de propor a devolução da CPMF. A tendência geral será de que as taxas caiam de forma menos acentuada do que se previa anteriormente. Os juros no mercado futuro já refletiram tal tendência, devendo chegar em maio a 1,68%, segundo o mercado futuro de DI, uma queda bem mais tímida do que a dos últimos meses. Para se ter uma ideia, o Comitê de Política Monetária estabeleceu uma TBC — que serve como referencia para o piso dos juros, na economia — de 1,7% já em janeiro.

Finalmente, uma vez que os bancos não pagam CPMF nas suas operações-fim, a TBC que remunera os recolhimentos compulsórios sobre os depósitos a prazo pode- rão cair mais rapidamente, enquanto outras taxas de juros da economia se mantêm sem patamar mais elevado.

ALOÍSIO CAMPELO JR.
MARCOS FERNANDES MAGALHÃES