

Com as mudanças o governo desestimula o indivíduo a manter suas aplicações Poupança: uma janela de oportunidades

A medida atual não resolve real problema, que é a vinculação da dívida pública com a política monetária

A rentabilidade da poupança só apareceu na agenda de discussões do governo em virtude da necessidade da autoridade monetária em reduzir a taxa básica de juros (Selic), como forma de reação à crise financeira. No entanto, nas condições atuais prevalecentes na economia brasileira, corre-se o risco de se alcançar uma situação nas quais os instrumentos de política anticíclica, em especial a política monetária, atinjam o seu limite. Essa restrição só existe porque a regra de remuneração da caderneta de poupança faz com que a queda da Selic possa ocasionar uma migração das aplicações dos fundos de investimento para a própria poupança, desestabilizando a gestão da dívida pública. No entanto, mudar a regra da poupança, não é a única solução.

Com efeito, o problema do limite inferior a queda da Selic pode ser resolvido de duas formas não mutuamente excludentes: I) alterar a regra de remuneração da caderneta de poupança; ou II) desindexar a dívida pública - e, dessa forma, a rentabilidade dos fundos de investimento - da Selic, ou seja, acabar com a instituição das Letras Financeiras do Tesouro (LFT). A primeira alternativa possui elevado custo político. O perfil histórico do chamado "poupador" é formado, primordialmente, por pessoas que procuram a segurança e simplicidade da caderneta de poupança; e que usam o instrumento como forma de juntar dinheiro para financiar consumo futuro e/ou proteger-se precariamente da inflação, em detrimento da decisão de alocação de portfólio. Devemos lembrar ainda, que parte dos poupadores é constituída por indivíduos que, para evitar as tarifas bancárias, veem na poupança uma forma barata de ter acesso ao mercado bancário. Por essas razões, mudanças nas regras da poupança que venham a prejudicar os seus depositantes são impopulares e rejeitadas por grande parte da opinião pública.

Como os custos políticos decorrentes da primeira alternativa são elevados, soluções alternativas devem ser discutidas. A melhor resposta seria o fim das LFTs, antigo instrumento financeiro herdado dos tempos de alta inflação. Do ponto de vista macroeconômico, o fim das LFTs, além de resolver o atual dilema da poupança, geraria externalidades positivas à sociedade. Isso representaria o fim do contágio da política monetária pela dívida pública. Esse efeito deve-se a indexação das LFTs pela Selic. Dessa forma, variações na taxa de juros não provocam perda de capital para os possuidores desses títulos, de tal sorte que a duration dos mesmos é praticamente nula. A desindexação da dívida com respeito à Selic permitiria ao Bacen conduzir mudanças na política monetária sem impacto imediato sobre a gestão e os custos de carregamento da dívida pública. Além disto, o fim das LFTs elevaria a eficácia da política monetária, a qual poderia contar um efeito riqueza mais robusto.

Neste particular, uma pergunta parece relevante. Se o fim das LFTs traz tantos benefícios, porque os governos ainda não a extinguiram? Parte da resposta dessa pergunta passa pela constatação de que o custo fiscal de eliminação das LFTs depende da conjuntura macroeconômica. Em um cenário de crise cambial no qual o BC é obrigado a elevar a taxa básica de juros para conter o ataque especulativo contra a moeda nacional - tal como ocorreu diversas vezes durante os mandatos de FHC - os agentes econômicos só estarão dispostos a abrir mão das LFTs se o governo oferecer um prêmio de risco ao demandante. Este prêmio será expresso por uma taxa de juros pré-fixada mais elevada. Da mesma forma, os agentes exigirão prêmios mais elevados se a dinâmica da dívida mostrar deterioração dos indicadores de solvência.

No entanto, a conjuntura macroeconômica em que vivemos é diametralmente oposta à observada durante o período FHC. Primeiro, o cenário é de redução da taxa básica de juros. Segundo, a dívida pública apresentou uma nítida tendência de queda nos últimos anos.

Assim, podemos aproveitar a crise e interpretá-la como uma janela de oportunidades para efetuar as reformas macroeconômicas necessárias para o crescimento de longo prazo. Este é o momento de acabar com as LFTs! A troca das LFTs por outros títulos pré-fixados é facilitada pela atual conjuntura de queda da taxa básica de juros. Num cenário onde a taxa básica pode cair para 9,25% ao ano (a.a.) já na próxima reunião do Copom, não é excesso de otimismo pensar que o estoque remanescente de LFTs poderia ser trocado por títulos pré-fixados a uma taxa de 12% a.a., por exemplo. Ou seja, um prêmio de 2,75% a.a. sobre os títulos pós-fixados. Segundo dados do Tesouro, o estoque de dívida pública federal na forma de LFTs era de R\$ 467 bilhões em março de 2009. Grosso modo, o custo de carregamento desse estoque, à taxa de 9,25% a.a., será de R\$ 44 bilhões. Em uma hipotética operação de substituição de títulos pós-fixados por títulos pré-fixados, o custo de carregamento desse estoque aumentará para R\$ 56 bilhões, ou seja, o custo da extinção definitiva das LFTs seria de R\$ 12 bilhões.

Podemos pensar em outras soluções, de caráter paliativo, que poderiam de toda forma amenizar o problema. Essa é a essência da proposta do governo: A) tributar a poupança por faixa de aplicação; B) eliminar a tributação dos fundos de investimento. A novidade trazida pela medida do governo diz respeito à tributação dos rendimentos da poupança. Esses deverão ser somados às demais rendas do poupador de modo a compor a "renda agregada" do indivíduo. Isto é, do ponto de vista tributário, o governo está interpretando o rendimento da poupança como oriundo do trabalho. Sendo assim, o que se verifica é a isenção tributária do capital em detrimento do trabalho. Além disso, devemos analisar as medidas do governo em termos dos impactos sobre os prazos de maturidade das aplicações. Como se sabe, 65% dos recursos da poupança é direcionado para o financiamento imobiliário, ou seja, para a compra de ativos de longo prazo. No entanto, do ponto de vista da captação, o governo desestimula o indivíduo a manter suas aplicações na poupança, seja por incentivar sua saída no momento em que atinge o limite de rendimento tributado, seja porque, em comparação com outras formas de aplicação, não premia a aplicação de longo prazo, como alíquotas regressivas em função do prazo. Desta forma, segue-se que mudanças no estado de confiança na instituição da poupança podem acarretar problemas de descasamento de ativos. Claramente, o governo substituiu um problema outrora denominado de repressão financeira, decorrente da rigidez dos juros da poupança, por um problema de fragilidade financeira, mais grave do ponto de vista do sistema econômico.

Um problema adicional diz respeito ao aspecto temporal de tal medida. Estamos em um momento de crise e o BC precisa dispor de todos os instrumentos para estimular a economia. No entanto, a tributação da poupança deve respeitar o princípio tributário da anterioridade, ou seja, as medidas tributárias inseridas na poupança só trarão efeitos a partir de 2010, tarde demais para uma economia em crise.

A segunda solução, todavia, pode ter um grau de eficácia maior. A redução de impostos, como o de renda incidente nos títulos da dívida pode, sim, ter aplicabilidade imediata. De toda sorte, a redução da alíquota de imposto para zero possibilitaria, apenas, uma queda de 2% na Selic. Isto é, apostar apenas nessa medida tributária como única forma de solucionar o problema é apostar na rápida recuperação da economia brasileira, ou seja, no rápido fim da crise financeira internacional. De qualquer maneira, essa medida possibilita uma maior margem de manobra por parte do governo sem, contudo, resolver a essência do problema: a vinculação da dívida pública com a política monetária. Sendo assim, poderíamos aproveitar esse ganho temporal possibilitado pela redução do imposto para extinguir de forma responsável a instituição das LFTs.

Flávio A. C. Basílio, economista, doutorando em Economia pela Universidade de Brasília (UnB) e membro da Associação Keynesiana Brasileira.

Gustavo J. G. Souza, economista, doutorando em Economia pela Universidade de Brasília (UnB) e professor da Universidade Católica de Brasília (UCB).