



CONGRESSO NACIONAL

MPV 281

00002

## APRESENTAÇÃO DE EMENDAS

|   |  |
|---|--|
| data<br>22/02/2006  | proposição<br><b>Medida Provisória nº 281/2006</b> |
| autores<br><b>Dep. Vanessa Grazziotin – PcdB/AM</b>   | nº do prontuário                                   |
| 1 X Supressiva      2. <input type="checkbox"/> substitutiva      3. <input checked="" type="checkbox"/> modificativa      4. aditiva      5. Substitutivo global |  |

**MEDIDA PROVISÓRIA Nº 281, DE 2006**

Reduz a zero as alíquotas de imposto de renda e da Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF) nos casos que especifica, e dá outras providências.

**EMENDA SUPRESSIVA**

Suprime-se o art. 1º da Medida Provisória.

**Justificação**

A isenção concedida aos ganhos de investidores estrangeiros em títulos federais pretende incentivar sua participação no financiamento de nossa dívida pública interna. Consideramos essa ampliação desfavorável e inopportuna.

A primeira objeção a ampliação do capital estrangeiro nesse mercado diz respeito ao risco de instabilidade macroeconômica que ela pode ensejar.

As condições favoráveis de aceitação de papéis do Tesouro brasileiro (títulos soberanos) por investidores estrangeiros estão ligadas, a curto prazo, às atuais condições de liquidez extraordinária do mercado internacional. Nada garante até quando essas condições permanecerão favoráveis. Períodos de maior liquidez, com a elevação do interesse de investidores por ativos de países periféricos de alta rentabilidade, são sucedidos por outros de liquidez apertada, com baixa demanda e fuga de ativos de maior risco, como é o caso de nossos títulos (os títulos soberanos do Brasil são considerados pelas agências de rating como papéis de especulação e não de investimento – *investment grade*).

Nos últimos dez anos o Brasil conseguiu fazer a rolagem de sua dívida interna sem quebra de continuidade – exceto no episódio da campanha presidencial de 2002, cujo alto custo em instabilidade cambial foi notavelmente amargo. A demanda internacional para títulos considerados especulativos (com cotação abaixo de *investment grade*), é sabidamente volátil. Quanto maior for a participação desse tipo de investimento no financiamento dos títulos federais, mais instável será sua rolagem (refinanciamento). Abrir o mercado da dívida significará maximizar o risco de crises de rolagem a cada vez que mudar a direção da liquidez internacional. O México, em 1994, provou desse veneno, quando os fundos de pensão americanos abandonaram em massa o país, fazendo a rolagem da dívida entrar em colapso e zerando as reservas de divisas do país. Esse não é um exemplo a seguir.

Outra questão a ser considerada é quanto à prática de alavancagem por parte do investidor estrangeiro. A alavancagem se dá quando o investidor em títulos – aproveitando-se do diferencial entre o rendimento esperado e a taxa de empréstimo bancário – oferece sua carteira como garantia para levantamento de recursos junto a bancos, voltando a aplicá-los em novos títulos, multiplicando assim sua carteira em relação



ao capital próprio inicialmente investido. Essa prática tem o condão de potencializar a instabilidade do mercado em que ocorre, já que a decisão do investidor de entrar ou sair de determinado título tem seu impacto sobre a demanda e a oferta multiplicados pelo grau de alavancagem possível.

Como a alavancagem é feita mediante financiamento de bancos pertencentes a sistemas financeiros de outros países, a regulamentação nacional nada pode fazer contra esse tipo de operação. A alavancagem será um dos maiores fatores a ampliar a instabilidade no mercado da dívida.

Na atual situação de classificação como investimento especulativo de que goza nosso título soberano – técnicos do Ministério da Fazenda esperam, de maneira otimista, que o grau de investimento só será alcançado em 2008 – quem pode assegurar que os investidores especulativos que serão atraídos pelo isenção – pelo menos nos próximos dois anos – atuarão no sentido de melhorar as condições de refinanciamento da dívida? Como controlar também a alavancagem realizada por estrangeiros para multiplicar ganhos? Até que ponto os investidores estrangeiros não imitarão o comportamento de curto prazo do investidor local como aconteceu na entrada dos bancos estrangeiros no sistema financeiro nacional?

Essas questões podem reduzir em muito a expectativa de melhora no perfil de custos e de vencimento da dívida pública decorrente da entrada de recursos estrangeiros, mesmo que se desconsidere o risco de longo prazo das inevitáveis reversões desses fluxos no mercado.

Nesse caso, o aumento da participação do capital estrangeiro, induzido pela isenção concedida, pode aumentar o risco de instabilidade do refinanciamento sem trazer a desejada melhora no perfil da dívida. Assim, a iniciativa da Medida Provisória, além de não atingir o objetivo pretendido de melhorar o perfil da dívida pode, ainda, de modo contraproducente, comprometer a promoção dos nossos títulos soberanos a *investment grade*.

Em segundo lugar, há também o problema da taxa de câmbio. No curto prazo, incentivar a entrada de dólares nos leilões da dívida aumentará a pressão de valorização do Real. Pagando uma taxa que é mais do dobro das taxas dos outros papéis soberanos da periferia, é bem possível imaginar o tamanho da demanda que nossos títulos gerarão. Não sendo possível a compra dos títulos diretamente em dólar (o que impactaria apenas as reservas), a conversão em reais decorrente dessa entrada de divisas seria um enorme fator de valorização da moeda nacional, mesmo que o fluxo fosse de apenas alguns bilhões de dólares ao mês, um valor muito modesto para o volume de rolagem de nossa dívida – média aproximada de R\$ 30 bilhões ao mês, em 2005. Se o BC mantivesse o esforço que vem fazendo hoje no sentido de evitar uma maior valorização do Real, a consequência seria um aumento ainda maior do custo fiscal dessa operação, trazendo um resultado fiscal negativo, absolutamente contraproducente para os propalados ganhos de custos sobre a dívida.

A longo prazo, a volatilidade desses fluxos reforçará ainda mais a instabilidade da nossa taxa de câmbio, ampliando o papel dos fluxos financeiros em sua formação e prejudicando o comércio externo. A solução proposta, na verdade, significa reduzir ainda mais o quase nenhum poder que o governo e o Banco Central parecem ter sobre a formação da taxa de câmbio da moeda nacional.

Mas a Medida Provisória traz ainda o problema de práticas de burla e fraude. A isenção fiscal concedida, criando um diferencial de ganhos entre investidores no mesmo mercado, implica sempre em um risco de burla ou fraude à regulamentação estabelecida.

Um das principais fontes de burla poderá ser a prática de ampliar o volume de rendimentos isentos pela prática de operações de curtíssimo prazo entre investidores isentos (estrangeiros) e não isentos (nacionais). Embora a Medida Provisória vede a isenção a investidor estrangeiro sobre papéis com compromisso de recompra (como explicado no item 1), isso não elimina a burla, pois apenas a coíbe quanto ao recebimento de cupom (juros pagos antes da data do resgate) e, mesmo, assim, nos mercados organizados. Resta ainda a possibilidade da burla ser realizada quando da liquidação dos títulos sem cupom (que pagam a remuneração no resgate).

Nesse caso, o investidor estrangeiro só adquiriria títulos às vésperas de seu resgate, auferindo o benefício fiscal sem necessidade de carregar o título por toda sua maturação. O ganho assim auferido será evidentemente repartido com o titular anterior, já adiantado como prêmio no preço do título adquirido.

Essa possibilidade de burla é significativa, haja vista a quantidade de títulos de curto prazo – sem cupom – na composição da dívida mobiliária federal (R\$ 253 bilhões de LTN, em janeiro último, um quarto da dívida mobiliária em poder do público).

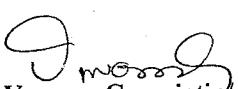
Por fim, temos que levar em consideração os riscos de ordem política decorrentes do proposto no art. 1º da Medida Provisória. O risco político é consequência dos problemas econômicos citados. Ao ampliar o papel do capital estrangeiro no mercado de títulos públicos, o resultado – imediato e de longo prazo – será a redução ainda maior da liberdade do Estado brasileiro em estabelecer políticas econômicas em consonância com os interesses estratégicos de nossa economia, do mercado interno ou de elevação do bem estar do povo.

Ao elevar os riscos de instabilidade no financiamento da dívida interna e na taxa de câmbio o país não está apenas se expondo a graves crises econômicas, estará também aumentando o poder político de



forças econômicas externas tanto sobre as decisões da política econômica como sobre o rumo do Estado e da nação. Essa é uma consequência inevitável, não sendo lícito a ninguém desconsiderá-la.

Por essas razões, sugerimos a supressão do art. 1º da Medida Provisória.

  
Deputada Vanessa Grazziotin PCdoB/AM

