

Por que o imposto Tobin de dois níveis não funciona

JANET G. STOTSKY

A variabilidade do mercado financeiro é um problema perene para investidores e autoridades. Embora atraente sob certos aspectos, o imposto Tobin de dois níveis não resolveria esse problema e acarretaria numerosos efeitos colaterais indesejáveis.

EM artigo nesta edição de *Finanças & Desenvolvimento*, Paul Bernd Spahn apresenta uma expansão criativa da idéia do imposto Tobin. O imposto de dois níveis que ele propõe seria a solução para um dos problemas principais do imposto Tobin — o dilema entre o uso de uma alíquota elevada ou baixa para o imposto, pois a primeira prejudicaria seriamente as operações normais dos mercados financeiros, e a segunda não dissuadiria os negociadores de divisas que se aproveitam das mudanças significativas a curto prazo nos valores das moedas. O nível superior do imposto proposto por Spahn — a sobretaxa cambial — funcionaria como um disjuntor automático, que dispararia sempre que ocorressem ataques especulativos. Spahn argumenta que, com o disparo da sobretaxa, os custos das transações subiriam o bastante para fazer com que alguns negociadores adiassem as transações, atenuando assim as mudanças no valor da divisa. As receitas do imposto poderiam ser alocadas aos países de origem, a organismos internacionais ou de alguma outra maneira.

O argumento de Spahn em favor desse imposto apóia-se na alegação de que o uso da alíquota alta durante os ataques especulativos freia a volatilidade, ao mesmo tempo em que

a alíquota baixa aplicada durante as operações normais de mercado não prejudica a sua eficiência. Ele reconhece que a proposta tem numerosos inconvenientes. O imposto se aplicaria a todas as transações, sem distinguir as estabilizadoras das desestabilizadoras; seria difícil desenhá-lo de modo que se aplicasse igualmente a todos os instrumentos financeiros; e a alocação das receitas do imposto seria controvertida.

Fazer essa idéia ganhar aceitação será uma batalha difícil para Spahn. De início, existem os argumentos habituais contra o imposto Tobin. O principal é a inexistência de provas de que o imposto reduziria a volatilidade do mercado, que poderia até aumentar. Ao mesmo tempo, esses impostos elevariam os custos das transações, atrapalhando a operação dos mercados financeiros. E seriam enormes as dificuldades administrativas para a implementação de semelhante imposto.

A proposta de Spahn levanta várias outras questões importantes. Uma delas é a desejabilidade do uso de impostos com alíquotas variáveis. Na prática, esses impostos raramente são usados. A principal razão para a sua impopularidade é que eles geram incertezas sobre os preços nos mercados. Mas essa é exatamente a característica da sobretaxa variável proposta por Spahn que poderia torná-la efetiva para alterar o comportamento do mercado. Por outro lado, na ausência de volatilidade, é possível que a incerteza adicional criada nos mercados financeiros prejudicasse a sua operação e aumentasse o *spread*. Os impostos de alíquota variável são pouco usados também porque complicam consideravelmente os encargos dos contribuintes e as administrações fiscais.

Uma segunda questão é a conveniência de se combinar política monetária com política fiscal, dadas as diferentes restrições sob que cada uma delas opera. As medidas monetárias podem mudar rapidamente e em geral

independem da política. As medidas fiscais mudam com menos frequência, e para elas as considerações de ordem política são geralmente essenciais. Spahn não resolve nenhuma das duas questões, embora sejam cruciais para a avaliação de sua proposta.

Efeitos sobre a volatilidade e a eficiência do mercado. Como os impostos de Tobin não existem na prática, não há provas empíricas de que eles reduziram efetivamente as flutuações cambiais, como afirma Spahn. Os países têm usado diversas formas de controle de capital para reduzir as flutuações cambiais, inclusive impostos implícitos, como depósitos não-remunerados no banco central. Uma extensa literatura tem analisado como os controles de capital afetam os mercados cambiais (ver Dooley, 1995), chegando à conclusão ampla de que, embora no curto prazo possam retardar os ajustes cambiais, no longo prazo os controles de capital se tornam ineficazes. A conclusões semelhantes chegaram estudos sobre o mercado acionário dos EUA, nos quais se empregaram vários métodos para reduzir a volatilidade, como disjuntores e controles de margem.

No geral, as observações empíricas não fornecem base para se afirmar a existência de um vínculo firme entre os custos das transações e a volatilidade. Mesmo no passado, quando os custos das transações nos mercados financeiros eram geralmente mais elevados do que os atuais, observaram-se flutuações nos fluxos e no preço do capital. Em anos recentes, os custos das transações caíram significativamente para os participantes dos principais mercados cambiais, acionários e derivativos sem qualquer aumento aparente na volatilidade.

O principal argumento contra os impostos sobre transações financeiras é que eles reduziram a eficiência do mercado, como Spahn reconhece. Esses impostos imporiam um custo adicional aos mercados financeiros

Janet G. Stotsky,

dos EUA, é economista da Divisão de Política Fiscal, Departamento de Assuntos Fiscais, FMI.

criando um desestímulo à negociação de ativos, com o que induziriam os investidores a carteiras menos desejadas, reduzindo potencialmente a sua arbitragem estabilizadora. Além disso, aumentariam o custo do capital, levando, portanto, a taxas mais baixas de formação de capital e crescimento econômico.

Como os impostos sobre transações arrecadados uniformemente sobre todos os ativos tributariam efetivamente de maneira mais pesada os ativos de curto prazo e aqueles negociados com mais frequência, a questão mais crítica é a conveniência de se tributar as transações de curto prazo de forma mais pesada. Os proponentes de impostos sobre transações financeiras argumentam que as atividades dos negociadores do curto prazo são exatamente as mais desestabilizadoras e defendem os impostos sobre transações financeiras com base no pressuposto de que eles atingiriam os grupos efetivamente visados. Todavia, as motivações dos diferentes negociadores dos mercados financeiros ainda não foram bem entendidas (ver IMF, *International capital markets: developments, prospects and policy issues*, 1995), e não há maneira de se atingir apenas os agentes desestabilizadores. Não é convincente o argumento para limitar as atividades de todos os negociadores de curto prazo.

Intermediários. Os impostos sobre transações financeiras teriam um efeito negativo na negociação de liquidez a curto prazo das instituições financeiras, que dependem substancialmente da negociação de ativos financeiros de curto prazo para compensar os riscos das divisas e de outros investimentos e dar liquidez às empresas e aos indivíduos. Reconhecendo esse problema, Spahn sugere que as instituições financeiras e os negociadores de balcão fiquem isentos do imposto. No entanto, as instituições financeiras e os negociadores de balcão não são necessariamente estabilizadores. Ademais, a isenção de determinados intermediários estimularia o seu uso pelos participantes tributáveis do mercado, independentemente de quaisquer outras vantagens que esses intermediários pudessem oferecer.

Efeitos em cascata. Spahn desconsidera a eficiência do imposto Tobin de alíquota baixa que se aplicaria em condições normais de mercado com base na suposição de que o imposto seria desprezível. Em circunstâncias de valores estáveis da moeda, mesmo o que aparenta ser uma alíquota fiscal pequena sobre o volume dos negócios pode constituir um imposto significativo sobre os retornos dos ativos financeiros negociados, dados os *spreads* apertados que caracterizam as transações do mercado cambial. Até mesmo um imposto de dois pontos-base (0,02%) sobre o valor das transações, como Spahn sugere, resultaria em um imposto significativo sobre o retorno da negociação.

Pressupõe-se com frequência que os im-

postos sobre o volume dos negócios são transferidos para o consumidor e que, portanto, não reduzem o retorno das atividades. Contudo, não parece ser este o caso do imposto sobre transações financeiras, dado que a maioria das transações financeiras são empreendidas por intermediários. Os impostos arrecadados dessa maneira sobre o volume dos negócios tendem a ser repassados em cascata, de modo que a alíquota real poderá superar diversas vezes a alíquota nominal aplicada a uma única transação.

Derivativos. Os instrumentos derivativos cresceram rapidamente e são importantes sobretudo nos mercados cambiais. Como os investidores podem construir com derivativos posições equivalentes às que obteriam com instrumentos em moeda, as transações com derivativos deveriam ser tributadas. É difícil, porém, tributar de forma equivalente os instrumentos em moeda e os derivativos, como Spahn observa. A sua solução — tributar os instrumentos derivativos com a metade da alíquota padrão — não é apropriada. Dada a complexidade das estratégias em que se baseia o uso dos derivativos, seria impossível estabelecer uma alíquota para os derivativos e outra para os instrumentos básicos perfeitamente equivalentes do ponto de vista fiscal. Os mercados logo aprenderiam a tirar proveito disso.

Facilidade de fugir ao imposto. Outro problema fundamental da proposta de Spahn é que, se um país impuser unilateralmente um imposto sobre transações financeiras, esse imposto poderá ser facilmente evitado. Se os impostos sobre transações se aplicassem somente às transações dos mercados internos, os investidores poderiam substituí-lo facilmente pela negociação externa como meio de evitá-los. Ocorre, por exemplo, um volume considerável de negócios em moeda ou títulos dos EUA no estrangeiro. Se os impostos sobre transações se aplicassem a todas as moedas, os negociadores poderiam mudar para moedas-veículo a fim de evitar conversões de moeda, o que aumentaria os custos para moedas pequenas, de negociação mais restrita, prejudicando o controle monetário dos respectivos países.

Em função da implementação efetiva do imposto, a mobilidade das transações financeiras facilitaria a fuga do imposto, a menos que ele fosse acordado em nível internacional e administrado por cada governo. A efetividade do imposto seria enormemente reduzida se ele fosse adotado apenas por alguns governos com mercados financeiros importantes. Os paraísos fiscais prosperaram muito ultimamente, tendência que teria muito a ganhar com esse imposto. As regras para a sua aplicação teriam de ser estabelecidas por consenso internacional. Mas tem-se demonstrado difícil levar os países a concordarem sobre tributação uniforme em outras áreas fiscais, até mesmo quando se trata de

grupos relativamente homogêneos de países, como os da União Européia.

O uso das receitas. O uso das receitas do imposto certamente seria mais controverso do que Spahn sugere. A idéia de que elas pudessem ser usadas para apoiar as Nações Unidas, por exemplo, teve recentemente uma gélida acolhida por parte das autoridades norte-americanas.

Interação entre as políticas monetária e fiscal. A introdução do mais simples imposto Tobin nos principais mercados financeiros acarretaria custos administrativos significantes para o desenvolvimento dos métodos de coleta, fiscalização e cumprimento. A introdução do imposto de dois níveis proposto por Spahn seria ainda mais complexa, exigindo não apenas o aparato do imposto simples, mas todas as considerações de política monetária pertinentes ao estabelecimento e à manutenção das taxas de câmbio. O uso apropriado do imposto exigiria um grau de cooperação entre as autoridades monetárias e fiscais que não existe na prática. Comparada com a política monetária, a política fiscal é geralmente determinada em um ambiente bem mais restrito. É duvidoso que as autoridades monetárias tenham capacidade e independência para administrar esse imposto com sabedoria. [F&D]

Referências

- Dooley, Michael P. *A survey of academic literature on controls over international capital transactions*. November 1995. (IMF Working Paper, 95/127.)
- Eichengreen, Barry & Wyplosz, Charles. *The unstable EMS*. Brookings Papers on Economic Activity, 1:51-139, 1993.
- Eichengreen, Barry; Tobin, James & Wyplosz, Charles. *Two cases for sand in the wheels of international finance*. Economic Journal, 105:162-72, 1995.
- Garber, Peter & Taylor, Mark P. *Sand in the wheels of foreign exchange markets: a skeptical note*. Economic Journal, 105: 173-80, 1995.
- Greenaway, David. *Policy forum: sand in the wheels of international finance*. Economic Journal, 105:160-1, 1995.
- IMF. *International capital markets: developments, prospects, and policy issues*. Washington, 1995.
- Kenen, Peter B. *Capital controls, the EMS and EMU*. Economic Journal, 105: 181-92, 1995.
- Shome, Parthasarathi & Stotsky, Janet G. *Financial transactions taxes*. Tax Notes International. p. 47-56. January 1, 1996.
- Tobin, James. *A proposal for international monetary reform*. Eastern Economic Journal. 4:153-9, July-October 1978.