

## "Nós viemos por eles, e iremos embora daqui com eles."

De Iván Rojas, irmão da refém das Farc, Clara Rojas, garantindo que a operação montada para resgatar os reféns ainda não terminou e apenas foi suspensa por uns dias. Iván disse ainda que os familiares continuarão em Caracas até que o resgate seja realizado.

# CPMF: um debate e um desfecho que nada esclarece



CARLOS LESSA

Há anos que se repete, como uma verdade fora do contexto, que o governo federal gasta muito e gasta mal. Isto é uma meia verdade e uma meia mentira. As universidades federais sobrevivem a pão e água. Como dado absolutamente preocupante, nossa juventude, quando cotejada em conhecimento com a juventude de outros países se situa no terrível 51º lugar e 57º lugar em interpretação e construção de textos e conhecimento científico. A rede pública não consegue os professores necessários para matemática, física, química e biologia, pois a carreira docente é desprezada pelos jovens estudantes. Os buracos na estrada produzem fretes reais crescentes, que afetam todo o processo produtivo e o abastecimento urbano. Somos atingidos por um Vietnã de mortes anuais, pelo trânsito e tráfego. As internações hospitalares de acidentados comprometem uma fração respeitável do sistema hospitalar público e, recentemente, os neurocirurgiões estavam usando broca de parede em operações cranianas por falta de equipamento hospitalar adequado etc. Estas mazelas e, sem seus auges críticos, os "apagões", sugerem que o governo gasta pouco.

Na verdade, gasta muito. Em 2007, nos aproximamos de 160 bilhões de reais de juros de dívida pública. O Banco Central já interrompeu a redução da taxa de juros primária e o mercado de capitais estima que, no primeiro semestre de 2008, o Dr. Meirelles seguirá mantendo o juro real brasileiro no segundo lugar do pódio mundial. Na verdade, o Tesouro Nacional gasta muito — e mal — em alimentar os rentistas brasileiros. Nosso Banco Central pode se orgulhar da elevadíssima lucratividade de nossos bancos e operadores financeiros, e o Brasil é o objeto do desejo dos fundos estrangeiros que, ao aplicar em Títulos de Dívida Pública, nada pagam de Imposto de Renda e, 2008, não pagarão sequer CPMF.

Brilhante vitória da oposição! Fomeceu ao presidente Lula uma explicação universal para todas as insuficiências fiscais em futuro próximo. O neurocirurgião não tem recurso devido à oposição. O buraco da estrada será preservado pela oposição, e assim por diante.

Sem dívida nenhuma, todos os que operam marginalmente grandes quantias estarão a salvo, pois a Receita Federal não mais cruzará o CPMF com o CPF. Assim sendo, "laranjas" perderão o emprego e os que fraudam — do ilícito até o "caixa 2" marginal — estão gratos à oposição. O governo federal anunciou que não cortará o PAC, que está nos prolegômenos introdutórios postergáveis. afirmou que não reduzirá os gastos sociais. O Dr. Meirelles, preocupado com uma possível inflação em 2008, já tranquilizou os que vêm no Brasil o Eldo-

rado dos rentistas. O somatório das declarações é a quadratura do círculo.

O apagar da CPMF encolheu R\$ 40 bilhões dos R\$ 105 bilhões de superávit primário previsível. Há uma saída próxima: emitir novos títulos federais para os ávidos aplicadores estrangeiros. Alternativamente, o Brasil poderia reduzir em 2% a taxa primária de juros e confiar que as empresas ampliem suas decisões de investir e as famílias continuem se endividando adquirindo, inclusive, veículos em 60 prestações mensais sem entrada.

**Sem dívida nenhuma, todos os que operam marginalmente grandes quantias estarão a salvo, pois a Receita Federal não mais cruzará o CPMF com o CPF**

Acompanhei com curiosidade a controvérsia política entre o Senado de Renan Calheiros e o governo do presidente Lula. Interpreto que alguns senadores votaram contra a prorrogação em nome de restaurar a imagem de força e peso institucional do Senado. Contudo, me pergunto por que nenhum senador propôs que fosse cancelada a CPMF e reduzida a taxa de juros real. É difícil entender como fizeram corer em denunciar que o governo federal gasta mal, sem mostrar o terrível sangramento dos impostos e dos sonhos de brasileiros jovens que, desempregados, perdem fé no futuro e migram para o exterior.

Não consigo perceber, no Senado, uma instituição a serviço da especulação financeira. Por que não negociaram com o governo a criação de fontes fiscais alternativas? Desde logo, sugiro que deveria haver pleno imposto de renda sobre os ganhos financeiros em operações no mercado brasileiro, especialmente em aplicações em Títulos de Dívida Pública.

Não entendi e fiquei com a sensação de enganado com a ausência de qualquer declaração do presidente Lula, que precisava da CPMF para, em última instância, pagar os juros de 2008. Esta seria a resposta honesta. Entretanto, o presidente Lula fez, no apagar das luzes da votação da prorrogação da CPMF, uma declaração que me constrangeu: o presidente Lula, tentando convencer a alguns bons senadores afirmou que, se renovada a CPMF, se comprometeria a aplicar integralmente os recursos arrecadados nas políticas de saúde. Pelo menos os três governadores das maiores Unidades da Federação (São Paulo, Rio de Janeiro e Minas Gerais) pronunciaram-se em defesa da receita da CPMF. José Serra foi ministro da Saúde e sabe da fragilidade de seu financiamento. Sérgio Cabral Filho é o patrono do atual ministro da Saúde, e se comprometeu a manter todos os postos de saúde estaduais funcionando 24 horas, sete dias por semana. Aécio Neves não é principiante e sabe que precisa melhorar sua rede de saúde pública.

A sensação de ter sido enganado é de um brasileiro que acompanhou de perto a elaboração da Constituição Cidadã, como denominada pelo saudoso Ulysses Gui-

marães. Em 1988 os constituintes cunharam, na Carta, a seguinte diretriz: "A saúde é um direito do cidadão e um dever do Estado". Ouvi do último ministro da Fazenda do presidente Sarney: "O país é ingovernável pela Constituição". Esta foi a avant-première das reformas liberalizantes feitas à ponta de faca pelo presidente Collor. Sei da terrível distorção realizada no orçamento de Seguridade Social, hoje apenas uma rotulação não mandatária. Acompanhei o esvaziamento do poder do Congresso em relação ao orçamento; a avalanche de Emendas Constitucionais, o permanente terremoto institucional das Medidas Provisórias, e soube que a inspiração da CPMF, com o recurso vinculado aos gastos e saúde pública teve a boa inspiração e brasilidade do Dr. Jatene.

Ao ouvir do presidente que agora, e apenas a partir de agora, "se comprometeria a alocar os recursos da CPMF na saúde", uma cândida e explícita confissão de que desconhecia o preceito constitucional e não obedecia a lei que a criou. Como paguei CPMF com a tranqüila sensação de estar ajudando, como cidadão, o cumprimento de um preceito constitucional, tenho o direito de me sentir profundamente enganado, alguém diria velarizado, e convocaria o presidente Lula a esclarecer o que me parece ser — no espírito e na forma — um crime fiscal.

Carlos Lessa é professor-titular de economia brasileira da UFRJ. Escreve mensalmente às quartas-feiras.  
E-mail: carlos-lessa@uol.com.br

## Cartas de Leitores

Correspondências para Av. Jaguaré, 1.485, CEP 05346-902 - SP ou para cartas@valor.com.br, com nome, endereço e telefone. Os textos poderão ser editados.

### O país que queremos

"A Bolsa de Valores de São Paulo, desde 2003, quando teve início o governo Lula, proporcionou rendimentos de mais de 400% aos investidores no mercado acionário. É bom lembrar que no último ano do governo anterior, os investidores tiveram prejuízos. Por sua vez, o sistema bancário também não pode se queixar, o mesmo acontecendo com a indústria automobilística. E as perspectivas para o próximo ano também são favoráveis. Que está faltando então para que tenhamos o país que queremos em termos de comportamento social? Quem sabe a questão seja a necessidade do debate, da apresentação de críticas de forma isenta e objetiva. E não apenas de propostas, mas de compromissos nos encaminhamentos. Temos de criar outros mecanismos de controle dos investimentos públicos, da agilização de medidas que não sejam meros paliativos. Áreas como a educação, a saúde, a habitação precisam merecer a devida atenção, não apenas do Poder Público em seus vários níveis, mas também dos segmentos sociais organizados em conselhos e outras formas de juntar os verdadeiros interessados nos encaminhamentos. Vamos começar um novo ano não apenas pensando, mas sobretudo, praticando, buscando a integração, o comprometimento da cidadania."

URIEL VILLAS BOAS  
urievillasboas@yahoo.com.br

### Combustível verde

"O artigo de Marcos Fava Neves publicado no Valor de 27/12/07, representa um enorme passo para que as políticas atuais em relação ao nosso combustível verde sejam repensadas e nos tornem um país verdadeiramente preocupado com o meio ambiente. Acrescento também a irracionalidade em se incentivar o uso de GNV em veículos automotores, em condições de mercado privilegiadas e que pouca renda e emprego geram no nosso país. Nunca o petróleo foi tão caro, e paradoxalmente nunca foi tão difícil exportar etanol. O nosso mercado interno deverá ser realmente o nosso grande foco no curto prazo, já que outros países ainda não acordaram para a iminência da escassez do combustível fóssil para os próximos anos."

LUÍZ GUSTAVO JUNQUEIRA FIGUEIREDO  
comercial@altamogiana.com.br

### Correção

Em reportagem publicada no dia 26/12/07, no caderno Eu&Investimentos, o nome da empresa líder no mercado de hospedagem de sites na América Latina foi grafado errado. No lugar de Localweb o leitor deve ler LocaWeb.

# As muralhas chinesas

Apenas dez países emergentes recebem cobertura sistemática por parte dos bancos de investimento.

Por Javier Santiso

Os analistas de bancos vivem momentos incômodos, mais uma vez. Recentemente, um novo estudo, publicado por estudiosos dos EUA e amplamente citado pela imprensa internacional, do "The Economist" ao "Financial Times", assinalava que cerca de dois terços dos analistas de Wall Street recebem favores pessoais de executivos corporativos que, assim, asseguram melhores classificações das suas empresas.

O estudo de James Westphal, da Universidade de Michigan, e de seu colega Michael Clement, da Universidade do Texas, não é o primeiro deste tipo, dedicado aos conflitos de interesse, assimetrias de informação e outras falhas de mercado que assolam os mercados financeiros, sejam eles de renda fixa ou de renda variável. O estudo está, como os anteriores, baseado em uma sondagem realizada com 1,8 mil analistas de capital e centenas de executivos, entre 2001 e 2003. Ele revela que 63% dos analistas recebem favores dos executivos-chefes, diretores financeiros e outros diretores corporativos. A média é de três favores por pessoa em períodos que variam de um mês a um ano. A novidade é que este estudo está sendo publicado depois de Wall Street ter tomado providências, há alguns anos, que visavam limitar os conflitos de interesse existentes dentro dos bancos de investimento entre analistas e executivos de bancos, criando as famosas muralhas chinesas.

Este tipo de investigação é relativamente freqüente nos mercados financeiros desenvolvidos, em particular os de renda fixa e de renda variável dos EUA. Curiosamente, é muito mais incomum nos mercados emergentes, nos quais seria de se esperar que estes conflitos e falhas também estivessem presentes.

Num estudo do Harvard Business School de 2000, mostrava-se que, em média, havia 13 analistas cobrindo a mesma empresa e até 30, em países como Estados Unidos e Alemanha. México e Brasil, com 18 e 16 respectivamente, são os países da América Latina com a maior densidade de analistas de renda variável. Nos demais mercados emergentes, esta cobertura era, porém, muito inferior. Assim, na Colômbia, por exemplo, eram apenas três analistas por empresa; no Peru, oito; no Chile, cinco; na Venezuela, apenas dois. Mais do que isso: a maioria dos países da região



não tem analistas para cobrir as empresas. A dispersão de erros era também muito mais ampla nos mercados emergentes: entre 40% e 60%, em média, em países como China, México ou Argentina, muito superior à média total (19%) e dos EUA (2%).

Num estudo mais recente, realizado no Centro de Desenvolvimento da OCDE, mostramos que a cobertura dos países emergentes feita por parte dos analistas de renda fixa dos bancos de investimento é relativa. Assim, os principais bancos de investimento de Wall Street e da City cobrem na realidade apenas 35 países emergentes. Isto significa que mais de 120 países em desenvolvimento simplesmente não existem para os analistas financeiros.

Apenas dez países emergentes recebem uma cobertura sistemática por parte de todos os bancos de investimento, entre eles, economias como a da Argentina, Brasil, México, Colômbia, Peru e Venezuela, sendo a América Latina o continente melhor coberto (herança da intensa atividade nos mercados de dívida internacional destes países). Quanto aos demais países, são cobertos apenas pela metade dos bancos de investimento da amostragem. A África é o continente com menos cobertura, com apenas seis

**Estudo revela que 63% dos analistas recebem favores dos executivos-chefes, diretores financeiros e outros diretores corporativos**

países constantes nos relatórios de vez em quando. Regiões inteiras do planeta, como Ásia Central ou América Central simplesmente não existem.

Igualmente interessante, contudo, inclusive para os países emergentes que desfrutam cobertura intensiva, os desafios tampouco se dissipam. A partir de uma amostragem de cerca de 3,5 mil recomendações dos analistas de renda fixa emergentes latino-americanos procedentes dos dez principais bancos de investimento de renda fixa emergente, entre 1996 e 2006, mostramos uma relação intensa entre as recomendações e seus negócios nestes países (Sebastián Neto e Javier Santiso, "The usual suspects: a primer on investment bank's recommendations and emerging markets") [Os suspeitos de sempre: uma cartilha sobre as recomendações de bancos de investimento e os mercados emergentes], Documento de Trabalho, Centro de Desenvolvimento da OCDE,

258, 2007). Dito de outra maneira, 90% dos bancos recomendam comprar ou manter os bônus quando estes procedem de países com os quais eles mantêm uma densa relação comercial, em particular quando estes mesmos bancos são os que obtêm os mandatos para emitir a dívida e colocá-la nos mercados internacionais para os fundos de investimento.

As muralhas chinesas continuam de pé. Conforme demonstram as investigações, porém, suas fortalezas deixam a desejar. Os mercados emergentes, a partir deste ponto de vista, não se diferenciam dos seus grandes irmãos dos países desenvolvidos. Estamos distantes também dos tempos no século XIX, quando algum investidor especulador e brincalhão podia inventar um país inteiro, perdido no coração das Américas, um El Dorado financeiro, como o imaginado pelo escocês MacGregor. Este "descobridor" da imaginada república de Poyais proferia, nos primórdios do século XIX, a primeira crise emergente moderna na City londrina, ao ser descoberta a sua fraude. Os bônus desabariam, arrasando os mercados financeiros.

Javier Santiso é diretor em exercício e economista-chefe de Desenvolvimento da OCDE.