

Finanças

GAZETA MERCANTIL

27 SET 1988

CONSTITUIÇÃO

Os efeitos do tabelamento dos juros

Faltam apenas quatorze dias para a Constituição ser promulgada. E grande a expectativa que a nova Carta gera quanto aos direitos tradicionais, pois neste aspecto ela é considerada uma das mais avançadas do mundo. Não é menor, contudo, o grau de apreensão que a Constituição traz a alguns setores da economia. No mercado financeiro, por exemplo, o clima é de ansiedade com o dia 6 de outubro, quando poderá entrar em vigor o estapafúrdio limite de 12% para as taxas de juro reais no País.

menor do que isto o mercado não aceita os títulos do governo de prazo mais longo. Há dúvidas no mercado financeiro quanto à auto-aplicação do tabelamento dos juros no nível máximo de 12%. O BC em documento confidencial publicado abaixo na íntegra garante, contudo, "que o assunto será interpretado e regulamentado pela Lei Complementar conforme estabelecido no artigo nº 192, do Projeto de Constituição 'C'".

da limitação dos juros nas seguintes áreas: externa, operações das instituições financeiras, Sistema Financeiro da Habitação (SFH), bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamentos e investimento, sociedades de arrendamento mercantil, tributação das operações financeiras, política monetária, atividade econômica.

ano, pois é impossível submeter o mercado internacional a um preceito doméstico. • PAGAMENTO ANTECIPADO — se as operações internacionais não forem excluídas da limitação, os contratos desse tipo ficarão impossibilitados de serem cumpridos, acarretando a necessidade de pagamento antecipado dos empréstimos.

essas instituições mais vulneráveis à medida. • LEASING — a operação de "leasing" (arrendamento mercantil) não se insere como operação financeira, mas como a colocação de um bem à disposição do cliente. Portanto, não há o componente "taxa de juros" embutido nessas operações, de modo que a medida não interfere nesta modalidade.

• PERDEDORES — com isso, perdem os bancos, perde o governo pela menor arrecadação e pelo menor controle sobre a liquidez e perdem os mutuários e poupadores pela maior insegurança nas operações.

Íntegra do documento do Banco Central

Segue abaixo a íntegra da nota oficial.

NOTA LIMITAÇÃO DA TAXA MÁXIMA DE JUROS REAIS EM 12% A.A.

A decisão da Assembléia Nacional Constituinte com relação à imposição do limite para as taxas de juros reais em 12% a.a., nelas incluídas comissões e quaisquer outras remunerações direta ou indiretamente referidas à concessão do crédito, trará inevitavelmente uma série de consequências para a economia brasileira.

e dólar paralelo, e para ativos reais, com alterações indesejáveis nos seus preços relativos, bem como para aplicações no exterior.

mas financiados com recursos do Banco Mundial.

Em resumo, é fundamental a exclusão de operações de créditos internacionais da limitação prevista no novo texto constitucional, a menos que se aja flexibilizada a definição de indexadores para essas operações.

2.2 — Operações das instituições financeiras

2.2.1 — Instituições compo-

nentes do Sistema Financeiro da Habitação

Considerando que a principal fonte de recursos dessas instituições (depósitos de poupança), bem como a maior parte de suas aplicações, tem taxas administradas, a limitação dos juros reais em 12% a.a. determinaria uma redução drástica na taxa de rentabilidade dessas instituições, como demonstra a tabela a seguir:

Table with 5 columns: ITEM, Taxa de rentabilidade média das operações, Custo de captação dos depósitos em caderneta de poupança, Margem de intermediação líquida, Rentabilidade sobre o patrimônio líquido (alavancagem média de 12 X PLR e imposto de renda de 45%)

que a incidência é de ISS e não de IOF. Assim como no "factoring", não há um componente de "taxas de juros" embutido nessas operações, de modo que a medida sob apreciação não interfere nessa modalidade.

2.3 — Mutuários e poupadores

Ao contrário do entendimento que possivelmente norteou a decisão dos constituintes, a limitação da taxa de juros não representa necessariamente benefício aos tomadores de empréstimos nem menores ganhos aos poupadores. Estes, se não conseguirem remuneração adequada para sua poupança no sistema financeiro institucional, procurarão canalizá-la para aplicações alternativas mais interessantes, reduzindo a oferta de recursos disponíveis no mercado, exatamente no momento em que a demanda por esses recursos estará aumentando, atraída pela perspectiva de menor custo financeiro.

Como consequência da maior demanda por empréstimos e da impossibilidade de se obtê-los no mercado institucional, haverá grande incentivo ao aparecimento de mercados informais de crédito, com todas as distorções e inconvenientes a esse ineficiente processo de desintermediação financeira.

Dessa forma, haverá raciocínio no mercado institucional de crédito, com dificuldades para os tomadores em obter recursos de acordo com a necessidade do fluxo de caixa das empresas, o que poderá influenciar negativamente a sua produção.

No mercado informal, tendo em vista o risco e o custo maior da transação para o poupador, pelo menor nível de especialização na atividade de intermediação financeira, a taxa de juros da operação tenderá a se situar em patamar superior àquele que seria determinado em condições competitivas.

Assim, perdem os bancos pela desintermediação, perde o governo pela menor arrecadação e pelo menor controle sobre a liquidez e perdem os mutuários e poupadores pelos maiores ônus e insegurança nas suas operações.

2.4 — Tributação das operações financeiras

O limite imposto pelo texto constitucional ao juro real praticado no Brasil juntamente com a tributação incidente sobre as operações financeiras deverá reduzir de modo substancial as taxas líquidas de remuneração para todos os aplicadores. De fato, pode-se demonstrar que, devido aos vários impostos, a taxa real de empréstimo fixada em 12% a.a., partindo-se de uma taxa bruta de CDB igual a 9,85% a.a., resultará num "spread" bancário nulo, a saber:

Table with 2 columns: Item and Value. Items include taxa do empréstimo, Finsocial e PIS/Pasep, spread bancário, taxa bruta paga ao aplicador (a-b-c), imposto de renda na fonte, remuneração líquida do aplicador.

Essa substancial redução de rentabilidade por certo tornará menos atrativa as formas tradicionais de poupança financeira. A escassez de poupança dificultará ainda mais os investimentos, em prejuízo da geração de empregos e do próprio processo de crescimento econômico.

Na montagem do exemplo, admitiu-se inflação de 20% a.m., uma vez que o Finsocial e o PIS/Pasep são calculados sobre a receita bruta.

Na operação em tela, o aplicador não-financeiro ficou com 6,27% a.a. e o governo com 5,73% a.a., cabendo à instituição financeira uma taxa nula de retorno, além de não se considerarem a taxa de risco e o custo operacional da aplicação.

Essa substancial redução de rentabilidade por certo tornará menos atrativa as formas tradicionais de poupança financeira. A escassez de poupança dificultará ainda mais os investimentos, em prejuízo da geração de empregos e do próprio processo de crescimento econômico.

No caso dos títulos públicos federais, a mecânica de tributação utilizada tem gerado algumas distorções, na medida em que esse custo é transferido ao Governo, por ocasião da colocação dos títulos, sob a forma de taxa de juros mais elevada. Assim, torna-se claro que, na taxa de juros demandada, está embutida uma componente representada pela tributação. Atualmente, com o imposto arrecadado para estados e municípios, bem como para programas vinculados, permanecem sob a alçada do Governo Federal apenas a parcela correspondente a dois terços do total.

Com a nova Constituição, o problema se agrava ainda mais, pois, de acordo com o artigo 165, inciso I, do produto da arrecadação do imposto de renda e do IPI, 47% serão transferidos aos estados, territórios, municípios e para aplicação em programas de financiamento ao setor produtivo das regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste, reduzindo, portanto, a parcela líquida da União.

Com relação aos títulos privados, a incidência do imposto faz com que o aplicador exija maior remuneração, de maneira a preservar sua rentabilidade líquida, o que se reflete no aumento do custo dos empréstimos. Na hipótese de se verificar redução de atividades econômicas como consequência do aumento das taxas de juros dos empréstimos, o Governo estaria deixando de arrecadar tributos. Por conseguinte, mesmo na tributação dos títulos privados, o correspondente aumento de custos acaba sendo indiretamente repassado ao Governo.

É importante ressaltar que todos esses aspectos deverão merecer especial atenção dos senhores congressistas quando da elaboração da Lei Complementar que regulamentará o limite da taxa máxima de juros em 12% a.a.

2.5 — Política monetária

Na medida em que o Banco Central fica impedido de modificar as taxas de juros além do limite estipulado, por motivos legais ou operacionais, a política monetária passa a ser totalmente passiva. Nesse caso, duas alternativas extremas de política econômica poderiam ser vislumbradas: ajuste fiscal ortodoxo e recessivo ou expansão monetária hiperinflacionária. Considerando a impossibilidade de se conseguir cortes adicionais de despesa no curto prazo, a postura do Governo deverá tender para uma posição intermediária em relação aos dois casos extremos, o que sancionaria o elevado nível inflacionário vigente e aumentaria os riscos de sua aceleração em consequência de choques de oferta ou demanda.

O mecanismo de financiamento do déficit público pela colocação de títulos de prazo mais longo fica essencialmente inviabilizado. De imediato, esse processo de financiamento será apenas factível através da utilização das LFT, que, sob a ótica de grande parte dos poupadores não-financeiros, serve como aplicação transitória. Na

verdade, com a exclusividade das LFT para o financiamento de um déficit da magnitude do atual, ocorrerá a emissão de quase-moeda, corrigida diariamente, o que configura uma outra fonte de descontrole monetário, na medida em que a credibilidade de seu resgate diário venha a se enfraquecer.

Com relação à administração das taxas de "overnight", foram consideradas as seguintes situações de adaptação ao limite de 12% a.a.:

a) em termos diários, o que seria praticamente inviável, dada a oscilação diferente de preços ao longo do mês;

b) em termos de média anual, o que tornaria a política de mercado aberto previsível e, conseqüentemente, ineficaz.

No que se refere ao compulsório sobre depósitos à vista, sua utilização como instrumento de política monetária vem perdendo espaço nos últimos anos, em decorrência da acentuada queda da participação desses depósitos nos haveres financeiros (de 24,0% em dezembro/86 para 6,6% em julho/88). Em consequência, tem-se considerado a possibilidade de estender a incidência do compulsório sobre todos os haveres financeiros com o objetivo de recuperação desse importante instrumento de política monetária. A maior abrangência do compulsório, contudo, poderia representar aumento do custo de captação para algumas instituições financeiras, razão pela qual não seria recomendável a sua implementação nas atuais circunstâncias.

Já os empréstimos de liquidez deverão ter suas taxas adaptadas ao limite de 12% a.a., o que não deverá provocar distorções, dado o limite extremamente pequeno disponível para cada banco. Qualquer ampliação desse limite, todavia, será implementada juntamente com medidas inibidoras de sua utilização como fonte de financiamento permanente.

2.6 — Atividade econômica

O argumento subjacente ao tabelamento dos juros é sempre no sentido de que permitirá aumentar os investimentos, pela redução eventual de custos e, conseqüentemente, promover o crescimento econômico. Na realidade, contudo, para investir, é necessário que haja poupança, e esta, como se sabe, é função da renda e da taxa de juros. Por conseguinte, o fato de se terem taxas de juros atraentes não é condição suficiente para aumentar os investimentos. Na outra ponta, devem existir poupadores dispostos, àquela taxa, a abrir mão de seu consumo presente para financiar o investimento que aumentará a produção no futuro. Caso contrário, o resultado seria apenas aumento da demanda agregada — ou seja, consumidores e investidores disputando simultaneamente o mesmo estoque de bens e serviços —, havendo, conseqüentemente, maiores pressões sobre os preços. Com os atuais níveis das taxas de inflação, o processo descrito será um meio seguro para colocar o País rapidamente no caminho da hiperinflação.

Além disso, um país em desenvolvimento, carente de capital, não pode prescindir, de forma nenhuma, da poupança externa; e esta, por sua vez, só afluirá se encontrar condições adequadas, entre as quais a estabilidade econômica e a remuneração dessa poupança que se traduz nas taxas de juros. Dessa forma, quando o objetivo é atrair poupança externa, as taxas de juros desempenham um duplo papel:

a) pelo seu nível maior ou menor que a média internacional, estimulam o ingresso ou fuga de capitais;

b) pela sua flexibilidade, permitem à Autoridade Monetária utilizá-las como instrumento importante de estabilidade econômica.

DIAGNÓSTICO

A parte os fatores que tornam o quadro institucional brasileiro totalmente distinto das situações que inspiraram os modelos de análise econômica anglo-saxões, a taxa de juros de uma economia capitalista deve refletir a taxa de retorno esperada dos diversos segmentos que a compõem, bem como as expectativas e, de modo geral, as forças de mercado, sob o risco de impor distorções ou gerar desvios de conseqüências mais nefastas que o "mal" que se pretende combater com a fixação.

O que importa ressaltar aqui é a distorção provocada pela fixação institucional da taxa de juros, sem entrar no mérito de sua relevância ou inevitabilidade. Em primeiro lugar, uma eventual insuficiência ou excesso de oferta de poupança não poderiam influenciar a taxa de juros de "equilíbrio" devido à fixação institucional. Por outro lado, deverão reduzir-se substancialmente as diferenças entre as diversas taxas de mercado, tanto nas operações de empréstimo como nas de captação de recursos, dificultando as políticas de estímulo ou desestímulo a determinadas operações conforme recomendarem as circunstâncias.

A instabilidade inerente ao mercado financeiro do Brasil e as flutuações conjunturais da economia são incompatíveis com a fixação de limites ou pisos para "preços" de mercado. De qualquer modo, as conseqüências da fixação da taxa de juros dependem da forma de adequação (e reação) do sistema à medida.

Algumas conseqüências mais imediatas seriam: a) desintermediação financeira, ou seja, realização de operações típicas de instituições financeiras fora do Sistema Financeiro Nacional (formação de mercado informal de crédito);

b) perda de transparência do nível praticado de taxas de juros, na medida em que as instituições financeiras passarem a exigir maior reciprocidade dos clientes;

c) desestímulo à poupança financeira, em particular no que se refere às aplicações de longo prazo, que exigem taxas de juros flexíveis de acordo com os riscos envolvidos;

d) estímulo ao endividamento;

e) fuga de capitais das aplicações financeiras para operações especulativas, como ouro