

## Opinião Econômica

## O tabelamento constitucional dos juros

ROBERTO KONDER BORNHAUSEN

O mercado financeiro é um grande fundo, do qual os agentes econômicos (inclusive o governo) podem sacar e no qual podem aplicar recursos. É nele que se determina uma das variáveis cruciais da economia, a taxa de juros, que representa os termos em que se pode realizar transferência de recursos entre o presente e o futuro. Do balanço entre demanda e oferta para vários tipos de recursos e para várias maturidades, estabelece-se a estrutura das taxas de juros ou as condições em que, a cada momento, aquelas transferências podem ser realizadas.

Numa economia moderna e complexa, como a nossa, o encontro entre demanda e oferta de fundos não se dá diretamente, exigindo de intermediários financeiros que, de um lado, captam recursos dos poupadores e, de outro lado, os emprestam (concedem crédito) aos investidores e ao próprio governo. Três características desse processo de intermediação devem ser notadas. Primeiro, o mercado financeiro funciona como um conjunto de vasos comunicantes, no sentido de que os recursos se deslocam de tal forma a igualar, na margem, as taxas de juros nos vários segmentos do mercado. Segundo, o mercado financeiro tem caminhado na direção de uma crescente integração, não só a nível nacional, mas também internacional. Isto significa que tornou-se praticamente impossível segmentar ou isolar o mercado. Terceiro, o governo, através do Banco Central, usa o sistema financeiro para influenciar a economia na direção dos objetivos usuais de política econômica: estabilidade de preços, pleno-emprego, crescimento, equilíbrio externo. Como a taxa de juros é uma variável macroeconômica de primeira importância, é possível ao Banco Central, através de seus instrumentos de política monetária, afetar os preços, o nível de produção e de emprego por meio de flutuações nas taxas de juros.

É fácil de perceber que a estrutura das taxas de juros é a sinalização mais importante para as decisões dos indivíduos e das empresas quanto à alocação de seus recursos. A transparência das taxas de juros,



determinadas em mercados livres e competitivos, permite o uso mais eficiente dos recursos produtivos e o aumento da taxa de crescimento econômico. Pesquisas realizadas em vários países em desenvolvimento têm evidenciado que aqueles de melhor desempenho são os que superam o fenômeno chamado de repressão financeira ou a segmentação e os controles quantitativos impostos pelo governo no mercado financeiro.

É por essas razões que a decisão da Assembléia Nacional Constituinte de fixar um teto de 12% ao ano, para as taxas de juros reais representa um duplo erro. Primeiro, porque não se trata de matéria constitucional a fixação de qualquer preço. Segundo, porque vai frontalmente contra toda a experiência de vários séculos de história econômica mundial. É preciso compreender-se definitivamente que a taxa de juros, assim como os demais preços, não é um fenômeno ético, mas puramente econômico. Ir contra isso é realizar um retrocesso histórico e cultural que imporá altos custos à sociedade brasileira.

Nas atuais circunstâncias históricas vividas pela economia brasilei-

ra, esse erro é ainda mais grave pelo menos três razões. Em primeiro lugar, temos vivido, nos últimos anos, desequilíbrios macroeconômicos sérios, responsáveis estabilidade geral da economia brasileira; déficit no balanço de pagamentos, déficit público descontrolado, inflação galopante e, não menos importante, uma inibição dos investimentos privados e públicos que ameaça nosso crescimento futuro. Num quadro como esse, é vital que o governo disponha de todos os instrumentos de política econômica possíveis para reconduzir a economia ao equilíbrio. Agora mesmo estamos assistindo à tentativa do Banco Central de retomar o controle sobre a política monetária e a liquidez, através da emissão de OTN's com taxas de juros reais positivas, como meio de evitar um agravamento da inflação que a todos seria nefasto. O próprio financiamento do déficit público no mercado financeiro tem encontrado dificuldades crescentes e pode exigir, no futuro imediato, uma elevação das taxas de juros reais.

Em segundo lugar, existem dificuldades insuperáveis numa economia inflacionária de determinar o que é a taxa de juros real. Como

calculá-la nas operações pré-fixadas (crédito ao consumidor)? Ela deve ser considerada com ou sem os impostos incidentes sobre a intermediação financeira? A própria correção monetária, ao longo dos últimos quinze anos, não tem refletido corretamente a taxa de inflação. Basta observar que, de 1974 a 1987, o valor real da OTN foi reduzido em 60%, em virtude de uma série de manipulações feitas pelo governo nos índices de preços e nas regras da correção monetária. Nesse clima de incerteza e de desconfiança, a introdução de um teto, qualquer que seja, para as taxas de juros "reais" é uma impossibilidade prática. A tentativa de implementar tal dispositivo pode levar ao fenômeno da desintermediação financeira.

Em terceiro lugar, embora a longo prazo (medido em décadas) as taxas de juros reais a nível mundial tenham sido bem inferiores a 12% ao ano, existem períodos em que elas ultrapassam esse nível, como por exemplo entre 1980 e 1984. Nessas circunstâncias, se não for possível, por razões legais, ajustar as taxas de juros internas às taxas internacionais, ocorrerá uma maciça fuga de capitais do país. Nós sabemos, pela experiência de alguns de nossos vizinhos latino-americanos, que uma vez rompida a confiança mínima no sistema econômico interno e ocorrida uma fuga de capitais, é muito difícil reverter o processo e impedir a estagnação a longo prazo da economia.

Felizmente, ainda há tempo de evitar que um erro dessa grandeza seja incorporado à nossa Constituição. A despeito de tudo, a história brasileira tem mostrado que o bom senso e o sentido de responsabilidade nacional tem prevalecido nas grandes decisões. Esperamos que os nossos constituintes, ouvindo agora com mais tempo os vários segmentos da sociedade, convençam-se do erro cometido e construam uma Constituição que favoreça e não impeça o progresso do nosso país.

ROBERTO KONDER BORNHAUSEN, 54, é presidente da Confederação Nacional das Instituições Financeiras, vice-presidente do Conselho de Administração do Unibanco e membro do Conselho Monetário Nacional (CMN).