

10 OUT 1988

Juros tabelados darão resultado contrário

Carlos Von Doellibger

O objetivo do artigo constitucional que limita o juro real nas operações de crédito em 12% ao ano parece simples e claro, quanto ingênuo: limitar o preço do capital em nível considerado suportável, ou razoável, reeditando a antiga lei da usura; e assim facilitando a vida das empresas, dos indivíduos, incentivando os investimentos, a produção, o emprego e reduzindo a chamada especulação financeira.

Como todo tabelamento de preço, em qualquer época ou lugar, acaba por tornar-se inócuo ou impraticável. Porém, se de fato permanecer para valer, teme-se que possa acarretar importantes modificações nos fluxos de capitais de nossa economia, em sentido bem diferente do almejado pelos constituintes. Vejamos algumas de suas consequências práticas.

Inicialmente, convém esclarecer que o dispositivo tornar-se-ia inócuo se a demanda por crédito na economia fosse compatível com uma oferta abundante de recursos. Os juros que resultariam desse jogo de oferta e procura seriam certamente inferiores a 12% reais. A experiência histórica, no Brasil e no resto do mundo, tem demonstrado isso fartamente.

Por outro lado, se a demanda por crédito exceder os recursos oferecidos (poupanças), certo é que a tendência seria para juros acima desse limite, como tem ocorrido no Brasil nos últimos anos, e mesmo na economia internacional. Ora, o tabelamento nesse caso tende a ser impraticável, com o surgimento de múltiplas formas de contornar a restrição legal. Foi assim com a antiga lei da usura e com todas as demais tentativas governamentais de tabelar ou fixar os juros da economia.

É óbvio que nessa situação há perda de eficiência do sistema financeiro, fuga de capital para o exterior, fuga para dólar, ouro, ativos reais, etc. Reduz-se assim a própria oferta de crédito e agrava-se o desequilíbrio, com repercussões graves para o funcionamento da economia e para a realização de investimentos. Tudo indica ser essa a realidade que vivemos. A poupança nacional é escassa. Não dá para financiar mais que 16% do PIB de novos investimentos. E no entanto sabemos que a taxa de investimentos necessária à recomposição do crescimento histórico brasileiro é bem superior a 20%. Não temos mais poupança externa, desde 1982, e a poupança do governo é negativa, segundo mostram as estatísticas oficiais. Nesse contexto, tabelar juros não parece o caminho mais adequado.

Porém, é curioso notar que o maior demandante de crédito em nossa economia é o

próprio governo. Pela simples razão de que sua poupança é negativa (tem déficit em conta-corrente), e necessita financiar um déficit consolidado que, em 1987, foi superior a 5,5% do PIB.

Ora, como demandante de crédito, o governo desfruta de posição privilegiada. Diferentemente das empresas e das pessoas, o governo se financia em grande parte através de emissão e venda de títulos públicos. Pouco, e cada vez menos, se utiliza de crédito bancário contratado.

Os títulos públicos têm total liquidez nos mercados. São seguros, apesar dos boatos periódicos e recorrentes de "calote" na dívida interna. Além disso, governo não vai à falência; e sempre pode emitir moeda para resgatar seus compromissos. Logo, na disputa pelo crédito escasso, o governo leva a melhor.

Ora, será que a emissão e venda de títulos constitui uma operação de crédito sujeita ao tabelamento? Abre-se aí uma questão para longos, acalorados e eruditos debates sobre o conceito de crédito e dívida. Argumentos de todos os tipos podem ser colocados e refutados, até mesmo quanto à real intenção do legislador constitucional.

Sabemos, porém, que os títulos públicos são emitidos, basicamente, em duas modalidades: ou com juros, "de face", de 6%, no caso das Obrigações do Tesouro, ou com "descontos", no caso das LTNs, LBCs ou LFTs. Torna-se assim extremamente difícil, na prática, caracterizar essas operações como "inconstitucionais".

A emissão e colocação de títulos da dívida pública, embora possa ser aceita em sentido amplo como operação de crédito, configura na verdade uma captação de recursos pelo governo, que poderia até superar formalmente a limitação constitucional. Como se sabe, nenhuma instituição fica proibida de captar recursos e pagar taxas reais superiores a 12% ao ano. O que fica vedado é emprestar, conceder créditos, a taxas superiores a aquele limite. É óbvio que isso não parece um bom negócio, mas não está proibido. Dessa forma, não cabe proibir o governo de fazê-lo, até porque o governo não é instituição financeira nem está à procura de bons negócios. Até muito pelo contrário. Assim, da mesma forma que um banco está livre para pagar taxas reais, em seus CDBs, superiores a 12%, se assim o desejar, também o governo deve estar livre para fazê-lo.

E mesmo que a remuneração real dos títulos públicos não pudesse superar 12%, por acaso não seria essa uma boa aplicação? Em momentos de incerteza, dificuldades de todo tipo, riscos elevados não constituiria a aplica-

ção em títulos públicos uma alternativa segura e até mesmo lucrativa para os recursos financeiros de indivíduos e empresas? Certamente que sim.

É de se prever, portanto, que de uma forma ou de outra a captação de recursos pelo governo fica em posição privilegiada. É possível, e provável, que a oferta de créditos fique mais escassa, que os bancos fiquem mais seletivos em seus empréstimos, que haja desintermediação financeira, que ocorra fuga de capitais e aplicações especulativas. Com tudo isso, e apesar de tudo, é de se prever que, ao contrário do que imaginavam a princípio nossas atônicas autoridades monetárias, a captação de recursos pelos Tesouros e Banco Central, em suas várias modalidades de dívida mobiliária, vai abocanhar uma fatia maior de recursos, simplesmente porque haverá maior oferta.

Duas consequências importantes e fundamentais emergem de tudo isso. Em primeiro lugar, fica bem mais fácil financiar o déficit público. Se o governo conseguir mantê-lo em 4% do PIB em seu conceito operacional, certamente conseguirá financiá-lo inteiramente, e sem sustos, com a colocação de títulos, evitando expansão monetária, e provavelmente a custos menores que os incorridos até agora. Teria o governo com isso conseguido uma prestimosa ajuda em sua ortodoxia econômica, visto que estaria assegurando financiamento não monetário ao déficit público.

A consequência mais importante, contudo, é que haverá menos crédito disponível para o setor privado. Trata-se de um jogo de soma nula, já que os recursos disponíveis não vão aumentar, antes diminuir. Menos crédito ao setor privado significa menos produção, menos investimentos, menos crescimento e menos emprego. Em poucas palavras: recessão.

Por tudo isso, fica-se com a desagradável sensação de que os nobres constituintes estão prestes a atingir um objetivo bem distinto do almejado. Estão prestes a conseguir uma redução sensível da oferta de crédito ao setor privado, com efeitos recessivos, com redução da expansão monetária, e, quem sabe, até com efeitos desinflacionários. Algo parecido com o contingenciamento de crédito ao setor privado determinado pelo governo entre 1980/81, e que abriu espaço a aumento brutal da dívida pública no financiamento do déficit público, porém que culminou com a queda do PIB de 3,5% ao final de 1981, apesar de pequena queda da inflação.

Terá sido esse o objetivo da norma constitucional?