

A Constituinte fixou a inflação!?

Rubens P. Cysne

A Assembléia Nacional Constituinte decidirá em breve se incorpora ou não a limitação dos juros reais praticados no sistema financeiro em 12% ao ano. Trata-se de uma reedição ligeiramente modificada (agora, com juros reais e não nominais) da Lei da Usura de 1933.

Esse dispositivo, conjuntamente à lei da cláusula ouro, que proibia a fixação de contratos indexados ou denominados em moeda estrangeira, foi responsável por grande retrocesso no processo de intermediação financeira, ocorrido sobretudo durante 1960 e 1964. O motivo é simples: como os juros nominais não podiam ultrapassar 12% ao ano, ninguém estava interessado em poupar, pois as taxas de inflação à época (da ordem de 60% ao ano) eram muito maiores, o que implicava taxas reais negativas. Os dados disponíveis mostram que os depósitos a prazo, por exemplo, tiveram seu saldo diminuído à metade, refletindo um óbvio desestímulo à poupança. Desnecessário mencionar as nefastas consequências desse processo, seja no tocante à eficiência, alocação de recursos ou à formação de capital da economia.

A atual sistemática pretende inovar em relação à antiga fixando os juros reais, e não nominais. O projeto é tecnicamente inconsistente pelos seguintes motivos:

a) Se o objetivo é impedir que os empresários paguem elevados juros reais em seus empréstimos, nada mais justo do que estender esse princípio a todos os ativos financeiros da economia. Em particular, a moeda (Cruzado) não rende juros nominais, o que implica que, se r é a taxa de inflação anual, quem detém moeda paga ao Banco Central uma taxa de juros real de $r/(1+r)$. Consequentemente, a aceitação de um limite constitucional para a taxa de juros real em 12% ao ano implica fixar um teto para a taxa de inflação em 13,64% ao ano. Caso contrário, a emenda do deputado Gasparian estará sendo injusta, pois, enquanto os empresários são

protegidos contra o juro real alto, o mesmo não ocorre com aqueles que mantêm moeda em seu poder. De fato, qualquer taxa de inflação acima de 13,64% ao ano implica um juro real pago por quem retém moeda acima de 12% ao ano.

b) Como evidentemente é uma coisa desprovida de lógica fixar-se a taxa de inflação máxima na Constituição (melhor seria um dispositivo obrigando toda a população a ser feliz), conclui-se que a Assembléia Nacional Constituinte esqueceu-se, em sua cruzada contra a usura, de incluir o Banco Central. Ou então implicitamente admite que os cruzados passarão a pagar juros nominais.

c) A conclusão óbvia dos dois itens anteriores é que a fixação dos juros reais deve ser imediatamente retirada da Constituição, pois é intrinsecamente inconsistente. Em suas raízes, ela parece decorrer de uma confusão que associa os ganhos na intermediação com o preço do produto final, e não com a diferença entre o preço e os custos de produção (que, no caso do sistema financeiro, é dada pela diferença entre a taxa de aplicação e a taxa de captação). Ainda que essa diferença aumentasse em épocas de inflação elevada, este seria um motivo para discussão da taxação direta sobre os lucros dos intermediários financeiros, mas não tabelar preços (juro real). Muito menos para incluir uma medida dessa natureza (conjuntural) na Constituição do país.

d) Se posta em execução, essa medida tornaria impraticável o livre exercício de política monetária-fiscal por parte do governo, o que pode ser muito problemático em alguns períodos. A Alemanha em 1924, por exemplo, dez meses depois da estabilização de sua hiperinflação, chegou a ter taxas de juros reais da ordem de seis a dez por cento ao dia. Isto, entretanto, foi fundamental para que a crescente especulação contra o marco que então ocorria fosse imediatamente contida, garantindo e selando o sucesso final da estratégia de estabilização iniciada em 1923.

Rubens P. Cysne é professor da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas