

(AMM) P29

# Juro tabelado pode levar a novo choque

JORNAL DO BRASIL

18 SET 1988

**Maria Luiza Abbott e  
Nelson Torreão**

BRASÍLIA — O tabelamento das taxas de juros pela nova Constituição poderá levar à hiperinflação ou precipitar um novo choque econômico. As duas hipóteses, ambas extremas, constam de cenários elaborados por técnicos do governo para avaliar as consequências do tabelamento sobre a economia.

O primeiro cenário prevê que o tabelamento provocará a desconfiança dos aplicadores na remuneração dos ativos financeiros, com a conseqüente corrida para ativos reais, como ouro, dólar ou imóveis. É claro que a oferta desses ativos é limitada, o que em tese traria parte desses aplicadores de volta ao cruzado. Mas a crise de confiança, considerando-se as elevadas taxas de inflação de hoje, teria efeitos incontroláveis sobre a determinação de todos os preços da economia, e a hiperinflação poderia ser inevitável.

O segundo cenário considera que o nível de 12% reais, ao ano, fixado pela Constituição para a taxa de juros, é bastante elevado para uma economia estável. O governo poderá se ver tentado a detonar um choque que reduzisse drasticamente a inflação, com o que a limitação dos juros será viabilizada.

Um terceiro cenário admite que a economia pode ajustar-se ao tabelamento, mesmo com a alta inflação de hoje. As conseqüências serão significativas para toda a economia, afetando as políticas monetária, fiscal e de câmbio, e mudando a estrutura de taxas de juros em vários segmentos do mercado financeiro.

**Dívida** — A conseqüência imediata do tabelamento dos juros será a dificul-

dade para o governo pagar sua imensa dívida interna, mesmo com a redução dos custos financeiros. O governo tem duas maneiras de financiar seu déficit: emitindo títulos públicos ou emitindo moeda. Com a dificuldade para rolagem dos títulos, porém, a própria emissão de moeda poderá ser afetada — o Banco Central não terá segurança para emitir moeda sem a certeza de que poderá enxugá-la por meio da colocação de títulos.

O resultado final poderá ser até benéfico para o controle da inflação, na medida em que, contingenciado no financiamento do déficit pelos dois lados, o governo só tiver a alternativa de controlar seus gastos para reduzir o déficit. O papel da política fiscal será realçado pelo tabelamento dos juros.

A política monetária do governo, porém, será extremamente limitada pelo tabelamento dos juros. A colocação de títulos públicos deixará de ser uma "variável independente" na formulação do orçamento — ou seja, se o déficit aumentar o Banco Central resistirá à colocação de títulos, mesmo com a autorização do Congresso. Resultado: o Parlamento terá de se engajar na discussão orçamentária, tornando-se co-responsável pela política econômica do governo.

O Banco Central perderá seu instrumento mais ágil de política monetária — o manejo das taxas de juros de curtíssimo prazo, no overnight. Os dois instrumentos que restam — o desconto de títulos privados e compulsório sobre os depósitos bancários — não respondem com a mesma rapidez do over. Paradoxalmente, a dívida pública interna poderá voltar a se concentrar no curtíssimo prazo, com o retorno das LFT. Por estar atrelada ao overnight, a LFT apresenta menos risco

para os tomadores, inclusive do ponto de vista jurídico, pois ficará mais difícil fixar os deságios (descontos) dos demais títulos a médio prazo. Os deságios são componentes da taxa de juros, que estará limitada pela Constituição.

**Tributação** — Haverá uma tendência à redução ou eliminação das alíquotas de tributação dos títulos financeiros. A tributação é outro componente da taxa de juros e sua redução poderá abrir maior margem para os *spreads* (o lucro do sistema financeiro, sobre a taxa de juros básica), em segmentos de crédito onde os custos são mais elevados.

A redução da tributação também poderá ser conseqüência da menor demanda por crédito e da própria limitação da sua oferta pelos bancos. Nos dois casos — tanto para aumentar os *spreads* quanto pela redução da base de cálculo — a queda da tributação prejudicará as contas do governo, aumentando o déficit público.

O déficit pode ser pressionado ainda de outra forma: pela concentração da demanda por crédito nas linhas oficiais, onde o objetivo do lucro é menos prioritário. A retração da oferta privada de crédito provocará o que se chama no jargão técnico de desintermediação, com as empresas se financiando entre si e as pessoas físicas recorrendo a agiotas. O resultado será evasão fiscal e mais déficit para o governo.

**Câmbio** — O tabelamento dos juros também terá efeitos sobre o setor externo da economia, a partir de uma relação básica: a correção cambial confrontada com a correção monetária. Depois do tabelamento dos juros a correção monetária não mais poderá ficar abaixo da cambial, pois a partir de um determi-

nado nível de juros externos, a internalização de empréstimos em dólar (sua transformação em cruzados) terá taxas superiores ao limite constitucional. Mesmo com a paridade entre a correção monetária e a cambial, alguns empréstimos do Banco Mundial já incluem juros de 13% ao ano. A transformação em cruzados desses empréstimos será ilegal, com o tabelamento.

A relação cruzado/dólar, depois do tabelamento, também afetará o fechamento do câmbio nas importações e exportações. Com a impossibilidade de aumentar os juros em cruzados acima de um certo nível, será preferível acelerar o fechamento do câmbio para importação e retardar o câmbio da exportação, pois a valorização do dólar será superior à do cruzado.

**Poupança** — A composição das taxas de juros internas será de tal modo afetada pelo tabelamento que mesmo os juros pagos pela caderneta de poupança poderão ficar demasiadamente altos, em relação aos dos demais ativos. Por exemplo, os juros de um CDB, depois de taxados pelo Imposto de Renda, e descontado o *spread* (margem de lucro dos bancos), poderão ficar abaixo dos 6% ao ano da poupança. Na impossibilidade de aumentar os juros do CDB, a solução poderá ser baixar os da caderneta de poupança.

Paradoxalmente, em vez de beneficiar aqueles que mais precisam de empréstimos — os descapitalizados — o tabelamento poderá favorecer aqueles que menos precisam, aumentando a concentração de renda. Com a redução das taxas, os bancos reduzirão seus *spreads*. Portanto, tenderão a emprestar para aqueles que oferecem menos riscos: os que já têm recursos e, por isso, não deixarão de quitar o empréstimo.