
O LIMITE CONSTITUCIONAL DOS JUROS: DO VOLUNTARISMO AO APRIMORAMENTO DA GESTÃO FISCAL

Marcos Antônio Köhler*

1. Considerações iniciais

A redação original do art. 192 da Constituição Federal (CF) previa, em seu § 3º, teto de 12% para os juros reais, além de estabelecer que a cobrança acima desse limite configuraria crime de usura¹. Antes de ser revogado pela Emenda Constitucional (EC) nº 40, de 2003, o preceito habitou o limbo dos dispositivos legais *que não pegam*, segundo nomenclatura arguta, ainda que não ilustrada, da população em geral.

Neste artigo, procuramos demonstrar a impossibilidade de o tabelamento de juros reais ter efetiva vigência em uma economia de mercado, o que talvez explique tanto o fato de não ter sido aprovada legislação complementar que viesse a regulamentá-lo, quanto a sua posterior revogação pela EC nº 40, de 2003. Na verdade, a desejável prevalência de baixas taxas de juros reais só pode ser fruto de um longo processo de desenvolvimento institucional, de um conjunto de decisões políticas e da superação de uma extensa lista de constrangimentos econômicos. A tentativa de reduzi-los artificialmente por meio de um *golpe de caneta* demonstra o grau de voluntarismo que animou muitas das deliberações do constituinte de 1988. Por outro lado, houve, nos últimos anos, um notável amadurecimento institucional na gestão fiscal do País, o que tem permitido uma melhora inegável dos indicadores macroeconômicos.

Além da já apontada incompatibilidade do dispositivo com a economia de mercado, haveria, ainda, grandes – e talvez intransponíveis – dificuldades técnicas para a sua aplicação, se levados em conta aspectos dos cenários macroeconômicos e institucionais que essa limitação *de jure* enfrentou, desde o seu aparecimento até a sua revogação, notadamente as elevadas e crescentes taxas de inflação com que o País conviveu entre 1987 e 1994, a

* **Marcos Antonio Köhler** é Mestre em Economia pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). É Consultor Legislativo do Senado Federal.

¹ Na redação literal: *As taxas de juros reais, nelas incluídas comissões e quaisquer outras remunerações direta ou indiretamente referidas à concessão de crédito, não poderão ser superiores a doze por cento ao ano; a cobrança acima deste limite será conceituada como crime de usura, punido, em todas as suas modalidades, nos termos que a lei determinar.*

estrutura tributária brasileira e os altos *spreads* praticados no mercado financeiro, decorrentes de um ambiente de baixa competição entre os bancos.

Por outro lado, procuraremos demonstrar que os muitos aperfeiçoamentos institucionais implementados na gestão das finanças públicas do País, de forma lenta e incremental, desde a promulgação da Constituição de 88, poderão permitir, se complementados por outros avanços na governança pública brasileira, a efetiva redução dos juros reais aos níveis pretendidos pelo constituinte. De todo modo, se os juros básicos reais hoje praticados ainda não são inferiores ao que vigiam à época da promulgação da Constituição, há a enorme vantagem de que estão em trajetória declinante e há um ambiente de inflação controlada e de crescimento econômico sustentado.

Este artigo está estruturado em cinco seções, além desta introdução. Na primeira, apontam-se as dificuldades técnicas para a implementação prática do art. 192 constitucional, considerando aspectos econômicos, operacionais e matemáticos; na segunda, é feita uma avaliação de mérito do tabelamento, levando-se em conta a teoria econômica mais aceita relativamente ao tema dos juros e à sua relação com a inflação e o crescimento econômico; na terceira, são descritas as mudanças institucionais e de gestão das finanças públicas ocorridas no Brasil desde a promulgação da Constituição de 1988, mostrando que essas mudanças vão no sentido da melhora da situação fiscal do País, o que seria uma condição necessária, ainda que não suficiente, para a redução definitiva dos juros reais; na quarta, é feita uma breve discussão sobre o problema do *spread* bancário e a sua contribuição para os juros reais; na quinta e última, são expostas as conclusões.

2. Dificuldades técnicas para a definição de juros reais

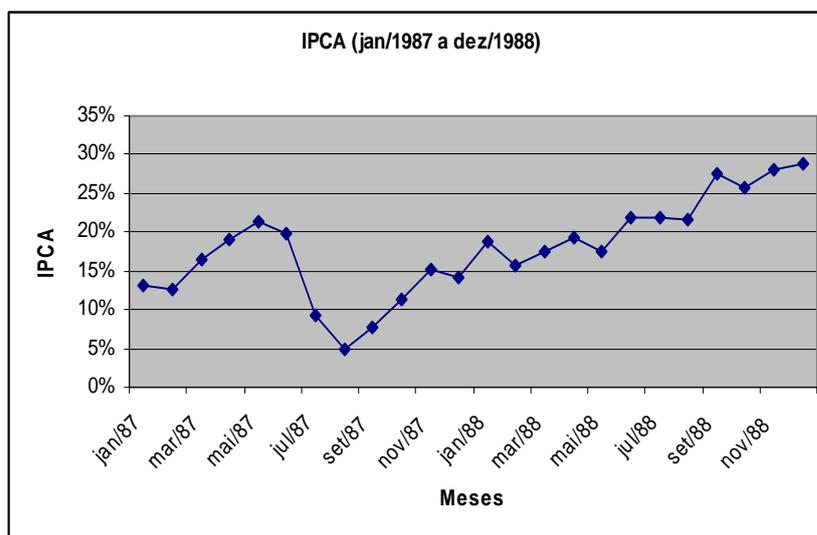
A definição de *juros reais* não é muito controversa do ponto de vista acadêmico. Em geral, considera-se que *juros reais* são *juros nominais* deduzidos da *expectativa de inflação* (BLANCHARD, 2004, p. 304). Esses juros reais, como são calculados antes da efetiva ocorrência da inflação, são chamados *juros reais ex-ante*.

Pode, no entanto, haver grande discrepância entre a taxa esperada de inflação e a taxa verificada. Quanto maiores os níveis de inflação e maior a sua variabilidade, maiores as chances de haver discrepância entre a inflação esperada e a inflação verificada. Assim os juros *ex-post*, ou juros efetivamente ocorridos, podem ser menores que os juros *ex-ante*, caso a inflação verificada venha a ser maior que a esperada.

A inflação no período que vai de 1987 e 1988 – e que correspondeu, grosso modo, à duração dos trabalhos da Constituinte – era elevada, oscilante e crescente. A sua média

geométrica no período foi de 17,7% ao mês e o seu desvio-padrão de 6,3%. O gráfico que segue apresenta os índices mensais da inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) entre 1987 e 1988.

Gráfico 1. Inflação Mensal pelo Ipca entre 1987 e 1988



Fonte: IBGE.

Considerando o comportamento da inflação no período da Constituinte – alta e com tendência de crescimento –, era muito difícil fazer qualquer previsão razoável sobre a inflação esperada para períodos razoavelmente longos. A única forma de obedecer rigorosamente ao preceito constitucional seria adotar a indexação generalizada dos contratos de empréstimo.

O Brasil já havia experimentado, em 1986, um plano econômico heterodoxo, o Plano Cruzado, e executaria, em julho de 1987 – simultaneamente, portanto, aos trabalhos da Constituinte –, um segundo plano semelhante, o Plano Bresser. Esses planos tinham, entre seus pressupostos teóricos, a ideia de que a principal causa da inflação era a indexação dos preços, salários, contratos e ativos financeiros. Conforme Modiano (1987):

(...) o principal ingrediente da estabilização de preços seria a conversão para o preço relativo e a supressão dos mecanismos de indexação que transferem a inflação passada para a inflação presente. A instituição de uma nova moeda e o congelamento de preços e salários iria reforçar ainda mais tal estabilização². (Tradução livre)

Assim, a imposição de um teto para os juros reais em ambiente de inflação alta, variável e crescente, implicaria reforçar uma característica da economia que, de acordo com o pensamento econômico predominante à época, impediria o próprio combate à inflação (!).

² No original: *Hence, it becomes clear that the main ingredient for price stabilization would be the conversion to average relative price and the suppression of the indexation mechanism that linked current to past inflation. The institution of a new currency and a wage-and-price freeze would only reinforce such a stability.*

Um segundo aspecto, também não trivial, diz respeito à defasagem dos índices de inflação a serem utilizados no cálculo dos juros reais.

Esse problema é relevante quando a inflação atinge níveis muito elevados e crescentes, a exemplo do que ocorria à época da Constituinte, e pelo fato de que, tecnicamente, a verificação do cumprimento do teto para os juros reais deve ser feita tomando por base a inflação do mês a que se refere o pagamento dos juros (a menos que legislação complementar definisse que a apuração dos juros reais deveria ser feita pela utilização da inflação de período anterior, o que daria margem a um sem-número de discussões interpretativas, na medida em que, dessa forma, o conceito técnico que se tem de *juros reais* estaria sendo alterado, causando prejuízos a alguns e ganhos a outros).

Com efeito, a indexação de um contrato normalmente se processa mediante transferência da inflação do mês anterior para o período seguinte. Dessa forma, um contrato de financiamento, por exemplo, tem a sua prestação reajustada no mês de fevereiro, em função da inflação ocorrida no mês de janeiro. Isso tem que ser assim, entre outras razões, pelo fato óbvio de que não seria fácil, do ponto de vista prático, medir e divulgar oficialmente a inflação em tempo real. Sempre existe, pois, alguma defasagem entre a ocorrência da inflação e a divulgação dos resultados dessa medição. Entretanto, se dado empréstimo tiver sido feito, *v. g.*, no final do mês de janeiro e a primeira prestação tiver que ser paga no final do mês de fevereiro, a inflação tecnicamente relevante para a determinação dos juros reais será a de fevereiro, e não a de janeiro. Mas, do ponto de vista contratual, a taxa a ser utilizada será a de janeiro, até mesmo porque, em fevereiro, não será possível conhecer o resultado total da inflação do próprio mês. Como, à época da Constituinte, a inflação de fevereiro era superior à de janeiro, a indexação fazia com que a taxa real caísse. Quando as taxas de inflação são pequenas, essas variações são irrelevantes. Todavia, quando a variabilidade da taxa de inflação se torna considerável, os seus efeitos passam a repercutir fortemente sobre a taxa de juros real.

No período de altíssima inflação, outra circunstância agravava o problema da defasagem dos índices: a forma como são apurados os índices de preços no Brasil, como o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) e o IPCA. A inflação medida para um determinado mês corresponde, de fato, à variação ocorrida entre o dia 15 do mês anterior e o dia 15 do mês corrente³. Assim, uma prestação de um contrato firmado no final de janeiro,

³ O INPC ou o IPCA de um mês *x* compara o preço médio ocorrido entre o dia 1º e o dia 30 desse mês com o preço médio observado entre os dias 1º e 30 do mês anterior. Grosso modo, portanto, estar-se-ia comparando o nível de preços do dia 15 do mês *x* com o nível de preços do dia 15 do mês anterior.

por exemplo, ao ser reajustada em fevereiro, estaria, na verdade, sendo recalculada tendo por base a variação de preços ocorrida entre 15 de dezembro e 15 de janeiro. Como a inflação era crescente, o problema da defasagem se tornava ainda mais grave.

A tabela seguinte traz, em cada linha, um conjunto de situações hipotéticas, envolvendo taxas de juros e de inflação em contratos de financiamento firmados em janeiro e com primeira prestação em fevereiro. Quanto mais próximo do fim do mês tiver sido celebrado o contrato, mais grave será a defasagem. A tabela mostra ainda a distorção que seria provocada na taxa de juros real em função de defasagens na aplicação de taxas de inflação como critério de indexação em contratos assinados exatamente no fim de janeiro (nela não se incorpora a distorção provocada pela defasagem do período de coleta, conforme apontamos, que só agravaria o problema).

Tabela 1. Influência da variação da inflação sobre juros reais em contratos indexados

<i>Em %</i>					
Juros nominais (ao ano)	Inflação janeiro (ao mês)	Juros reais esperado (ao ano)	Inflação fevereiro (ao mês)	Juros reais efetivos (ao ano)	Diferença de juros (ao ano)
12,0	0,00	12,0	0,00	12,0	0,0
251,0	10,00	11,8	10,00	11,8	0,0
12,5	0,05	11,8	0,10	11,2	0,7
14,0	0,15	12,0	0,20	11,3	0,7
16,0	0,30	11,9	0,40	10,6	1,3
18,0	0,45	11,8	0,55	10,5	1,3
22,0	0,75	11,5	0,85	10,2	1,3
40,0	2,00	10,4	2,25	7,2	3,2
70,0	3,70	9,9	4,00	6,2	3,7
100,0	5,00	11,4	5,40	6,4	5,0
300,0	11,50	8,3	12,00	2,7	5,7
1.000,0	21,00	11,7	22,50	-3,7	15,3

Elaboração do autor.

Na primeira coluna, estão os juros cobrados em termos nominais ao ano. Na segunda, as taxas hipotéticas de inflação do mês de janeiro, que serão utilizadas para a indexação da prestação de fevereiro. Na terceira coluna, os juros que se obteriam caso a inflação se mantivesse constante entre os meses de janeiro e fevereiro. Na quarta, a inflação hipotética do mês de fevereiro. Na quinta coluna, apresentam-se os resultados dos juros reais efetivos, considerando-se a inflação verificada no mês de correção (fevereiro), e não no período precedente (janeiro). Essa coluna, como já foi sublinhado, só ganha importância quando a variação entre as taxas de inflação mês a mês passam a ser expressivas. Na última coluna, apresentam-se as diferenças de juros reais provocadas, em cada situação hipotética, pelas diferenças nas taxas de inflação nos meses de janeiro e fevereiro.

Como se pode verificar, não é o nível da inflação, isoladamente, que determina alteração na taxa de juros real, mas a variabilidade combinada com o nível alto de inflação. Assim, inflação baixa e variável não gera o problema, assim como inflação alta e constante. Note-se que, na segunda linha, uma taxa de juros nominal anual de 251% não é afetada, mesmo com uma taxa de inflação de 10% ao ano, desde que esta fique constante nos dois meses. Já uma taxa de juros nominal de 70% ao ano, em ambiente de inflações que variam de 3,7% para 4,0% ao mês, sofrem uma queda, em termos reais, de 9,9% para 6,2% ao ano.

É possível argumentar que o mesmo processo de redução de juros efetivos devido à defasagem do critério de indexação afetaria também o custo de captação das instituições financeiras prestadoras. Não haveria, portanto, perda de rentabilidade. O argumento é correto. Entretanto, o que se discute aqui é a dificuldade técnica de determinação da taxa de juros real em ambiente de inflação elevada, crescente e oscilante, e não os *spreads* das operações.

Em sentido contrário, haveria também o risco de, ocorrendo inflação declinante, haver superestimação do indexador, resultando em taxa de juros efetiva acima do teto constitucional. Tal situação poderia ensejar contestação judicial contra o credor, fragilizando a segurança jurídica dos contratos de financiamento.

As preocupações aqui expostas não são exageradas. Questões de menor complexidade e com menor fundamento técnico serviram de base a inúmeras demandas judiciais relacionadas a critérios de aplicação de juros e de correção monetária no País. Um exemplo é a chamada questão do *anatocismo*. Segundo esse conceito, seria ilegal a cobrança de juros capitalizados em dívidas. Entretanto, como essa definição claramente inviabilizaria as práticas consagradas de matemática financeira, o Judiciário entendeu que a proibição não vigorava para as instituições financeiras⁴.

Outras dificuldades técnicas relativas a escolhas metodológicas estariam à espreita e poderiam desembocar nos tribunais. Apenas para ilustrar, uma delas seria a escolha do índice de inflação a ser considerado para apurar a taxa de juros real. Existem vários índices igualmente válidos: O INPC, o IPCA, o Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M). Qual deles deveria ser utilizado? A depender da parte interessada, qualquer um poderia servir de indexador em contratos. De igual modo, qualquer um deles poderia ser, em tese, contestado no Judiciário, conforme os resultados *ex-post* fossem ou não favoráveis às partes.

⁴ A esse respeito, ver, por exemplo, o teor do Recurso Especial nº 475.632 – SC, do Superior Tribunal de Justiça.

Embora não exaustivos, os comentários até o momento expostos nos parecem suficientes para demonstrar as principais dificuldades técnicas envolvidas na implementação técnica do tabelamento de juros reais.

3. Análise de mérito do tabelamento dos juros

Além das dificuldades técnicas para a implantação do tabelamento de juros, há vários argumentos de mérito contrários à medida. Antes de abordar especificamente cada um deles, é possível adiantar que a existência de juros baixos é produto de um conjunto de condições institucionais e econômicas. Juros reais não podem ser estipulados discricionariamente, sem consideração do ambiente econômico e suas variáveis.

Previamente a outras considerações, é importante definir dois tipos de taxas de juros: as *taxas básicas* e as *taxas ao tomador final*.

As taxas básicas – taxa Selic⁵, no caso brasileiro – são aquelas praticadas no mercado aberto pelo Banco Central na compra e venda de títulos de dívida pública. Há mesmo uma parte da dívida pública cuja rentabilidade é derivada da taxa Selic, mas nem toda a dívida pública tem rentabilidade atrelada a ela. A taxa do mercado aberto acaba se tornando o parâmetro para as taxas de captação e de empréstimo de todo o sistema financeiro. O mecanismo é o seguinte: se o banco necessitar de mais dinheiro para emprestar a seus clientes, terá duas alternativas de captação: tomar recursos com seus depositantes ou ir ao mercado interbancário, onde a taxa CDI⁶ guarda estreita relação com a Selic. Em último caso, pode recorrer aos empréstimos de redesconto do Banco Central, que cobram a taxa Selic e mais um percentual punitivo. Se os aplicadores quiserem juros maiores do que os do interbancário ou do redesconto, o banco desistirá de captar desse modo e apelará para aquelas alternativas, a que for mais barata ou viável. Do lado das operações de crédito, se os clientes dos bancos se recusarem a tomar empréstimos a uma taxa no mínimo igual à do interbancário, o Banco não terá problemas para fazer empréstimos com esse dinheiro: sempre haverá demanda no mercado interbancário.

As taxas ao tomador final, por sua vez, são as aquelas cobradas nas operações de crédito aos clientes dos bancos, mais altas que as taxas básicas e as do mercado interbancário⁷. Elas são compostas pelas taxas de captação (inferiores ou iguais à taxa básica), pelos impostos,

⁵ Selic: “Sistema Especial de Liquidação e Custódia”.

⁶ “Certificado de Depósito Interbancário”.

⁷ Há diferenças entre os valores das taxas do mercado interbancário e das taxas básicas, embora sejam muito pequenas. Por essa razão, esses conceitos serão, daqui por diante, iguais, não havendo prejuízo para a lógica da argumentação subsequente.

pela margem de inadimplência, pelos custos administrativos e pelo lucro dos bancos. Esses quatro últimos componentes podem ser agrupados no conceito de *spread* bancário. Assim, a taxa de juros ao tomador final se compõe, de forma simplificada, de uma taxa bastante próxima da taxa básica de juros + *spread* bancário.

O tabelamento de juros deveria, desse modo, ser precedido, do ponto de vista lógico, da existência de uma taxa de juros básica real inferior a 12% ao ano. Além disso, o somatório das parcelas do *spread* bancário não poderia ser superior à diferença entre 12% e os juros básicos, tudo em termos reais.

Quanto aos juros básicos, deve-se considerar que, mesmo nos modelos econômicos mais simplificados, não podem eles ser manipulados de acordo com os desejos da autoridade monetária ou dos governos. Isso não significa, contudo, que o governo não tenha um papel fundamental na determinação do nível da taxa de juros básica. Ocorre, entretanto, que essa influência é exercida de maneira indireta.

A ação da autoridade monetária tem efeitos limitados no tempo. De acordo com a teoria monetária mais aceita, a moeda afeta os juros e a produção no curto prazo, mas é neutra no longo prazo. O aumento da oferta de moeda só é capaz de reduzir os juros reais e elevar a produção no curto prazo. Passado o efeito inicial da expansão da moeda, a inflação muda de patamar e os juros reais e a produção voltam ao nível anterior (BLANCHARD, 2004; MANKIWI, 2007). De forma simplificada, o Banco Central controla uma variável nominal: a taxa básica de juros da economia. E, no longo prazo, variáveis nominais não podem afetar variáveis reais, que incluem a taxa de crescimento da economia, o poder de compra dos trabalhadores, a taxa de desemprego e, como o nome sugere, os juros reais.

Essa teoria, portanto, apresenta o mecanismo segundo o qual é grande a tentação para que os governos adotem a expansão dos gastos por meio da emissão de moeda como instrumento de política econômica. Embora os efeitos dessa expansão da moeda venham finalmente a se revelar na forma de elevação do nível da inflação – o que terá certamente efeitos políticos adversos –, não são eles imediatos. No exato momento da expansão do gasto não há elevação de preços (BLANCHARD, 2004), nem necessidade de elevação da carga tributária (DRAZEN, 2000). Tal estratégia é conhecida como *cobrança de imposto inflacionário*⁸. No caso brasileiro, em função do fim da inflação pela adoção do Plano Real,

⁸ Mais rigorosamente, o *imposto inflacionário* é a receita governamental decorrente da recomposição da base monetária necessária para compensar a perda de valor real do estoque de moeda existente provocada pelo processo inflacionário. A *senhoriagem* é a receita governamental equivalente à expansão dos encaixes monetários necessária ao atendimento da demanda por moeda decorrente do crescimento da renda.

segundo estimativas de Penha Cysne (FEITOSA, 2004), houve uma perda anual de receita de imposto inflacionário da ordem de 3,4% do PIB.

Não é possível, portanto, obter a redução da taxa básica de juros por meio de tabelamento, ressalvado o fato de que, no curto prazo, o Banco Central poderia reduzir a taxa de juros nominal, promovendo um “espasmo” de crescimento, que seria seguido pelo aumento do nível de preços, da taxa nominal de juros e pela volta dos juros reais ao seu patamar anterior.

Resta analisar o mérito do tabelamento para os componentes dos juros reais relativos ao *spread* bancário. Como já foi dito, o *spread* se divide em custos administrativos, margem para cobertura da inadimplência, impostos e lucro do banco. Na tabela seguinte temos a evolução do *spread* bancário e da inadimplência superior a 90 dias, em comparação com os custos de captação, para pessoas físicas e jurídicas, nos meses de julho e janeiro, no período de julho de 2000 a janeiro de 2008.

Tabela 2. Evolução do Custo de Captação e do Spread entre 2000 e 2008

Mês/Ano	Captação		<i>Spread</i>		Inadimplência > 90 dias	
	P. Jurídica	P. Física	P. Jurídica	P. Física	P. Jurídica	P. Física
jul/00	15,62	17,64	12,24	55,73	5,40	5,67
jan/01	14,89	15,70	11,47	47,93	4,70	5,43
jul/01	21,81	24,90	10,90	44,84	2,40	6,26
jan/02	19,68	20,07	13,05	52,78	2,60	7,95
jul/02	13,53	25,73	13,69	49,21	2,30	8,18
jan/03	19,93	26,82	14,90	56,79	2,10	7,69
jul/03	23,12	21,52	14,59	56,35	2,60	7,82
jan/04	15,75	15,37	14,37	50,00	2,20	7,42
jul/04	16,61	16,71	13,10	45,29	1,90	6,54
jan/05	18,31	18,21	13,86	43,78	1,80	6,09
jul/05	19,62	18,22	13,36	43,04	1,80	6,12
jan/06	16,98	16,17	14,34	43,51	2,20	6,93
jul/06	14,91	14,56	13,38	39,71	2,40	7,54
jan/07	12,58	12,34	13,58	39,94	2,80	7,46
jul/07	10,85	10,72	12,13	36,28	2,44	7,12
jan/08	10,97	12,23	13,69	36,61	1,69	7,01

Fonte: Banco Central do Brasil⁹.

Da observação da Tabela 2, é fácil concluir que o *spread* bancário no Brasil atinge valores muito superiores aos das taxas de captação, e não são apenas um acréscimo a elas.

É interessante observar que o componente relativo à inadimplência, no caso das pessoas físicas, se manteve na faixa de 5% a 7% do total de empréstimos com recursos livres. Mesmo considerando que uma parte dessa inadimplência constituirá mero atraso e não perda

⁹ Ver: <<http://www.bcb.gov.br/ftp/depec/NITJ200807.xls>> e Séries temporais, códigos 7937 e 7938. Acesso em: 14/8/2008.

definitiva para as instituições financeiras, o indicador sozinho responderá por metade do que seriam os juros reais de 12%, teto permitido pela redação original do art. 192 da CF. O dado revela que todo o aparato judicial de cobrança e de garantias é bastante frouxo no País, o que eleva sobremaneira os custos de empréstimos para os bons pagadores. Nesse sentido, antes de tabelar, caberia ao Estado promover um ambiente mais propício e seguro, sob o aspecto jurídico, à concessão de crédito.

Outro fator significativo para os elevados *spreads* e, conseqüentemente, para os altos juros reais é a estrutura do mercado financeiro no País, em que prevalece pouca competição. Um excelente indicador de competitividade é a lucratividade sobre o patrimônio líquido obtida pelos participantes de um mercado (RoE – *Return on Equity*, na nomenclatura inglesa). Se a lucratividade sobre o patrimônio encontrar-se persistentemente acima da média, configura-se uma situação de baixa competição. Na década de 90, a rentabilidade sobre o patrimônio líquido (RoE) do grupo dos cinco maiores bancos privados (Bradesco, Itaú, Unibanco, Real e BCN) se situou em 14,1%, em média; esse indicador saltou 30,6% e 26,2%, ao ano, a partir de 2000, para as duas maiores instituições privadas brasileiras – Itaú e Bradesco (KÖHLER, 2007).

O RoE dos bancos Itaú, Bradesco, Banco do Brasil e Banespa superou o indicador dos cinco maiores bancos dos EUA no ano de 2005. O do Itaú, com lucro sobre o patrimônio líquido de 37,6%, foi o maior, seguido pelo do Bradesco (36,2%) e pelo do Banco do Brasil (29,4%). Entre os bancos americanos, o que obteve melhor resultado no mesmo período foi o Citigroup, com RoE de 22,2% (KÖHLER, 2006). Uma forma de contestar a conclusão de que há baixa competitividade no setor bancário brasileiro seria lembrar que o indicador mais preciso para aferir a rentabilidade é o *RoE ponderado pelo risco*. De fato, o RoE ponderado pelo risco é um indicador mais adequado, visto que maiores riscos devem ser compensados por maiores rentabilidades. Esse argumento, entretanto, não se sustenta, uma vez que o risco das operações empreendidas pelos bancos internacionais, especialmente americanos e europeus, é evidentemente muito maior do que aqueles nos quais incorrem os bancos brasileiros. Enquanto os primeiros se viram na contingência de, recentemente, se capitalizarem por meio de novos acionistas, por meio de fusões e aquisições ou por grandes subsídios públicos, em função das grandes perdas que sofreram em arriscadas operações hipotecárias e com derivativos lastreados nesses créditos, os bancos brasileiros continuaram, em 2008, ostentando invejáveis indicadores de rentabilidade, na contramão do resto do mundo. O Banco Itaú teve um RoE de 27,5% no primeiro semestre de 2008 e o Bradesco, de 28,6%. Assim, a excessiva rentabilidade dos bancos brasileiros diante dos padrões

internacionais não pode ser explicada por um suposto diferencial no risco. Se esse diferencial existir, como provou a crise norte-americana das hipotecas, ele vai no sentido de que os bancos brasileiros têm riscos menores que a média dos bancos mundiais. Portanto, a excessiva rentabilidade dos bancos brasileiros só pode ser explicada pela baixa concorrência, o que se revela nos elevados *spreads* bancários praticados no País.

Para o baixo grau de competição no mercado, mais útil que a imposição de um tabelamento seria introduzir um marco regulatório para o setor que, de fato, induzisse à competição nas taxas de juros, a exemplo do que foi feito para ampliar a competição no mercado de tarifas bancárias¹⁰.

Para finalizar esse tópico relativo aos componentes do *spread* bancário, vale lembrar que a estrutura de impostos do País jamais guardou coerência com a existência do tabelamento dos juros reais em 12%. Por exemplo, a cobrança do chamado *imposto do cheque* – que tomou a forma da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) em sua última versão – implicava, antes de sua extinção, uma cunha fiscal de 0,38% sobre as aplicações financeiras. Supondo-se um prazo médio de aplicações de três meses, isso elevaria o custo de captação em aproximadamente 0,13% ao mês. Somente esse componente tributário do *spread* – que não era o único – responderia por 1,6 p.p. na taxa de juros anual.

4. Aprimoramentos institucionais e de gestão nas finanças públicas desde 1988

Se, de acordo com a teoria econômica, não é possível ao governo controlar e reduzir diretamente os juros, que papel lhe caberia nesse campo? Há que se diferenciar, na resposta, os impactos da atuação governamental sobre os juros básicos e sobre os *spreads*.

Com relação ao nível da taxa básica, a situação fiscal do governo é a variável mais relevante. Além disso, deve haver credibilidade de que as decisões que afetam a macroeconomia serão consistentes, especialmente no que se refere à manutenção de políticas de baixa inflação.

É pacífico na teoria econômica que a elevação da receita pública ou o corte de gastos levam à redução dos juros no longo prazo, sem que haja perda de produção e mantendo constante o nível dos preços (BLANCHARD, 2004; MANKIWI, 2007). Essas duas providências, isoladamente ou em conjunto, levam à melhoria do resultado primário do

¹⁰ Após permitir, durante anos, plena liberdade na determinação da política de tarifas pelos bancos, com base numa inadequada visão microeconômica do mercado de serviços bancários, o Conselho Monetário Nacional reconsiderou seu posicionamento e editou a Resolução nº 3.518, de 6 de dezembro de 2007, que, por suas características, reconhece a necessidade de intervenção no mercado e estabelece controles e limites relativamente à introdução de produtos e serviços, bem como à respectiva cobrança.

governo, que corresponde à diferença entre receitas e despesas não-financeiras (BACHA, 2004). A redução dos juros e a melhoria do resultado primário são fatores que tendem a gerar redução na dívida líquida do setor público como proporção do Produto Interno Bruto (PIB). A redução dessa proporção, por sua vez, pode ter impactos recursivos sobre a própria taxa de juros.

Um dos fatores que também afetam a taxa de juros é o prêmio de risco do título de crédito correspondente. Quanto maior o risco, maior tende a ser a taxa de juros. No caso dos países, a percepção de risco depende de alguns fatores específicos, entre eles a *relação dívida líquida/PIB* (OLIVEIRA JR., 2005). Como parte importante da dívida pública é atrelada à taxa básica, a redução da relação dívida/PIB induz a sequências recursivas de redução dos juros básicos, pois a redução desses tende a reduzir a relação dívida/PIB, que tende a reduzir a percepção de risco, que, por sua vez, tende a reduzir novamente os juros básicos.

Giambiagi (2007) aponta uma série de medidas de gestão e aperfeiçoamentos institucionais que permitiram uma sensível melhoria situação fiscal do País desde a promulgação da Constituição:

A rigor, o processo teve início ainda nos anos 1980, com a criação do caixa único do Tesouro através do sistema de controle estabelecido com o surgimento da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) em 1986, que passou a permitir uma apuração fidedigna do resultado fiscal 'acima da linha' a partir do começo da década seguinte. Já nos anos 1990 e na primeira década do novo século, oito transformações merecem destaque:

1. a privatização de diversas empresas estatais, especialmente importante no que se refere às empresas estaduais, o que mudou significativamente o resultado primário das mesmas;
2. a venda de diversos bancos estaduais de propriedade estatal, o que acabou com um mecanismo clássico de financiamento dos déficits públicos estaduais;
3. o Plano Real, de 1994, que devido ao fim da altíssima inflação, contribuiu para ampliar muito a transparência das contas públicas, ao se poder aferir com maior precisão o verdadeiro significado das variáveis nominais, o que era impossível quando a inflação era de 3.000% ou 4.000% ao ano;
4. a realização de três reformas parciais do sistema previdenciário, duas delas no Governo Fernando Henrique Cardoso e uma no Governo Lula;
5. a renegociação das dívidas estaduais em 1997-1998, processo esse que esteve na raiz do ajustamento fiscal pelo qual passaram os estados e municípios a partir de 1999;
6. a adoção de um sistema de metas razoavelmente rígidas de resultado primário para o setor público consolidado, religiosamente cumpridas desde então, a partir de 1999;
7. as medidas de aumento da receita para viabilizar um profundo ajuste fiscal, em 1999, prática posteriormente repetida diversas vezes;
8. a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) no segundo mandato de FHC, consolidando o processo iniciado com a privatização dos bancos estaduais e continuado com a renegociação das dívidas estaduais e municipais, fruto de uma reflexão acerca da importância de definir regras formais como parte de uma abordagem fiscal baseadas na definição de novas instituições.

O efeito combinado desses avanços institucionais e de gestão não é desprezível. Ao longo do tempo foi possível vencer a hiperinflação e caminhar na direção da redução dos juros nominais com elevação da taxa de crescimento econômico. A tabela a seguir mostra essa combinação de fatores:

Tabela 3. Média de indicadores macroeconômicos do Brasil nos períodos indicados¹¹

Períodos	Em %			
	Superávit primário/PIB	Juros reais ao ano	Crescimento PIB ao ano	IPCA anual
1985-1989	0,7	4,5	4,4	476,7
1990-1994	2,8	10,6	1,2	1.157,7
1995-1998	-0,2	21,6	2,5	9,4
1999-2002	3,3	10,2	2,1	8,8
2003-2006	4,1	11,3	3,4	6,4
2007-	4,0	7,6	5,4	4,5

Fontes: Giambiagi, IBGE, Banco Central do Brasil.

Elaboração do autor.

Os dados da tabela demonstram excelente evolução dos indicadores macroeconômicos relevantes em relação ao período da Constituinte. O superávit primário subiu de 0,7% para 4,0%; a taxa de crescimento avançou de 4,4% para 5,4% e a taxa de inflação anual caiu de 476% para 4,5%. Os juros reais básicos, de fato, estão em nível superior ao verificado no período da alta inflação, mas já recuaram bastante em relação à etapa de maior sacrifício requerida para o ajuste.

É preciso considerar que, no processo de estabilização, o governo perdeu a capacidade de cobrar o chamado imposto inflacionário. Para os setores de menor renda, que são os que acabam sofrendo mais com esse imposto, o ganho foi muito significativo.

Como a relação dívida líquida/PIB vem caindo consistentemente, se mantida a geração de superávits primários haverá espaço para reduções maiores na taxa de juros básica (GIAMBIAGI, 2007).

5. Spreads bancários

Os juros reais ao tomador final dependem não apenas da taxa básica, mas também dos *spreads* bancários. Nesse particular, parece haver muito espaço para a intervenção estatal.

No que respeita à estrutura do mercado financeiro, a persistência de rentabilidades sobre patrimônio líquido muito acima da média internacional e as evidências de que os riscos

¹¹ Os dados do Banco Central sobre a taxa Selic só estão disponíveis a partir de julho de 1986. Por essa razão, o cálculo dos juros reais básicos para o período de 1985 a 1989 foram feitos, de fato, para o período de julho/86 a dez/89.

enfrentados pelos bancos brasileiros são inferiores aos enfrentados pelos bancos internacionais não deixam dúvidas quanto ao poder de mercado dessas instituições.

Caberia, portanto, ao Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência e ao Banco Central uma ação mais incisiva no sentido de regular o mercado para obter uma situação mais próxima daquela em que houvesse efetiva competição.

Ao analisar o mercado de cartões de crédito, Freitas (2007) demonstra que haveria ganhos para consumidores e lojistas caso se estabelecesse o compartilhamento dos terminais de venda e das estruturas de captura de informações utilizados pelas administradoras de cartão. Uma outra providência seria eliminar a proibição de preços de venda diferenciados para compras com cartões de crédito e a dinheiro.

Infelizmente, tais medidas, que poderiam ser adotadas por iniciativa do Executivo ou das autoridades reguladoras, não são levadas a efeito ou sequer discutidas. Como já foi apontado neste artigo, passaram-se muitos anos e foi necessário um sem-número de protestos de clientes de bancos para que o Conselho Monetário Nacional finalmente regulamentasse a cobrança de tarifas bancárias.

No que respeita à tributação, a extinção da CPMF, conquanto não planejada pelo governo, teria consistido em importante passo na redução do custo dos financiamentos para o tomador final, caso não tivesse sido substituída pela cobrança do IOF nas operações de crédito. Tudo se passou como se o tributo anterior não tivesse sido extinto; houve apenas uma mudança de nome. Essa circunstância demonstra que ainda há uma grande distância entre as intenções presentes na retórica oficial – de reduzir o *spread* bancário – e a prática efetiva das autoridades.

Com relação à inadimplência, é importante que sejam reforçadas as garantias de crédito e que haja uma efetiva atuação do Judiciário no sentido de garantir a qualidade do crédito. Na verdade, o Judiciário pode ser considerado uma instituição econômica e sua atuação é determinante para o comportamento da economia:

A percepção de que o mau funcionamento do Judiciário tem impacto significativo sobre o desempenho da economia é relativamente recente, e reflete o crescente interesse no papel das instituições enquanto determinantes do desenvolvimento econômico. (...) Este reconhecimento tardio, mas que ganha crescente atenção, não é um mero acidente histórico. Pelo contrário, ele reflete o fato de que em economias de mercado, como são cada vez mais as existentes em países em desenvolvimento e em transição, as instituições econômicas são mais importantes do que quando é o Estado que executa ou coordena a atividade econômica, particularmente em setores em que contratos intertemporais são a regra, como é o caso da infra-estrutura e do mercado de crédito. De fato, é crescente o reconhecimento de que a qualidade das instituições explica uma parcela importante das elevadas diferenças de renda entre países (PINHEIRO, 2003).

6. Considerações finais

O tabelamento de juros reais em 12% previsto no § 3º do art. 192 da redação original da Constituição de 1988 jamais foi regulamentado. O dispositivo foi finalmente revogado pela Emenda nº 40, de 2003. Neste artigo, procurou-se demonstrar que a não-regulamentação pode ter decorrido de dois fatores principais:

- a) sua completa inconsistência com o funcionamento de uma economia de mercado¹²;
- b) a impossibilidade técnica¹³ de implementação prática da proposta, em função da grande dificuldade de determinação do conceito de *juros reais*, especialmente no período de alta inflação que transcorreu de 1988 a 1994.

Felizmente, ao longo dos últimos vinte anos, houve inegável evolução na gestão e no marco institucional da gestão das finanças públicas no Brasil. Assim, a situação vai apresentando melhora contínua e, conseqüentemente, aumentam as chances de o País vir a ter taxas de juros básica menores que as que prevaleceram até aqui.

Por outro lado, como os juros ao tomador final dependem não apenas das taxas básicas, mas também dos *spreads*, é necessário um grande aperfeiçoamento da regulação do mercado financeiro, para que se reduzam as margens de lucro dos bancos e as perdas por inadimplência. Essa regulação não é papel apenas do Executivo ou do Banco Central, mas também do Judiciário, que cumpre importante papel na economia, por ser a última instância no arbitramento dos contratos.

A redução dos juros reais, portanto, não será fruto de um dispositivo legal, mas resultará, como já vem ocorrendo, de um longo amadurecimento político e institucional. Se, como disse Nelson Rodrigues, o subdesenvolvimento é um trabalho de séculos, o desenvolvimento não será alcançado do dia para a noite. Um país não se desenvolve a golpes de caneta, ainda que as páginas em que se escrevam as boas intenções sejam da Constituição Federal.

¹² No mérito, a teoria econômica mais aceita, como vimos, conclui que não é possível controlar, por um período significativo, a taxa de juros real. Além disso, qualquer tentativa de redução no curto prazo dessa variável provoca elevação do nível da inflação.

¹³ A implementação prática da proposta seria complexa do ponto de vista estritamente matemático. Do ponto de vista jurídico, mais ainda. Questões de muito menor complexidade e que, considerando apenas seus efeitos financeiros, seriam pacíficas, são causa de controvérsias no Judiciário, como a chamada questão do anatocismo, que nada mais é que a trivial capitalização de juros, princípio largamente adotado em todos os sistemas financeiros do mundo.

Referências bibliográficas

BACHA, Carlos J. C. *Macroeconomia aplicada à análise da economia brasileira*. São Paulo: Edusp, 2004.

BLANCHARD, Oliver. *Macroeconomia*. 3. Ed. São Paulo: Prentice Hall.

DRAZEN, Allan. *Political economy in macroeconomics*. Princeton: Princeton University Press, 2000.

FEITOSA, Oliveira. Do imposto inflacionário à elevação da carga tributária – plano Real de 1994 a 2000. *Cadernos de finanças públicas*, nº 5. Brasília: Esaf, 2004. (p. 29-49). Disponível em: <http://www.esaf.fazenda.gov.br/esafsite/publicacoes-esaf/caderno-financas/CFP5/CFP_n5.pdf>

FREITAS, Paulo Springer. Mercado de Cartões de Crédito no Brasil: problemas de regulação e oportunidades de aperfeiçoamento da legislação. *Textos para Discussão*, nº 38, Brasília, Consultoria Legislativa do Senado Federal, 2007. Disponível em: <http://www.senado.gov.br/conleg/textos_discussao/textoParaDiscussao37paulospringer.pdf>

GIAMBIAGI, Fábio. 17 Anos de Política Fiscal no Brasil: 1991 a 2007. *Textos para Discussão*. Rio de Janeiro, Ipea, nº 1309, novembro de 2007. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/publicacoes/tds/td_1309.pdf>.

KÖHLER, Marcos. Nota Informativa nº 1.564, de 2007. Brasília: Senado Federal – Consultoria Legislativa, 2007.

_____. Nota Informativa nº 409, de 2006. Brasília: Senado Federal – Consultoria Legislativa, 2006.

MANKIW, Gregory. *Macroeconomics*. 6. ed. New York: Worth Publisher, 2007.

MODIANO, Eduardo. The Cruzado Plan: Theoretical Foundations and Practical Limitations. *Textos para Discussão*. Rio de Janeiro, Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica, nº 154, janeiro de 1987. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/pdf/td154.pdf>>.

OLIVEIRA JR., Márcio. *Nota Técnica nº 472, de 2005*. Brasília: Senado Federal – Consultoria Legislativa, 2005.