

As taxas de juros e a despesa pública

RICHARD LEWINSOHN

Dr. rer. pol.

I. ABUNDÂNCIA E ESCASSÊS DE CAPITAL

SE perguntarmos a pessoas que possuem conhecimentos da vida econômica por que motivo as taxas de juros no Brasil, são mais elevadas do que nos Estados Unidos, a maioria responderá: porque o capital é mais raro no Brasil (1). Esta resposta, entretanto, envolve grande número de problemas dos mais discutidos em ciência econômica, e para cada um dêles há pontos de vista muito divergentes entre os teóricos. Deixamos de lado os problemas básicos de que há milênios se ocupam os moralistas, a religião, a filosofia, e que continuam a exercer considerável influência sobre a legislação referente à matéria, e os quais se resumem em saber se os juros são, em princípio, justificáveis, até que grau e em que circunstâncias. Limitar-nos-emos, aqui, a examinar a questão das taxas de juros — questão de grande importância para as finanças públicas — sob um aspecto puramente técnico.

Formalmente, a taxa de juros é o preço, geralmente calculado em *per cento* e por ano, que o devedor tem de pagar ao credor pelo uso de uma quantia em dinheiro. Trata-se, pois de uma espécie de aluguel e, na França, ainda é chamado "loyer de l'argent" (aluguel do dinheiro). Porque as operações desta espécie são muito numerosas, em todos os países existe um mercado mais ou menos bem organizado por intermediários, notadamente pelos bancos, no qual se estabelecem taxas diferenciadas segundo as modalidades dos empréstimos, especialmente de acordo com o prazo, mas

(1) O Autor fez, antes de escrever este artigo, por motivos experimentais, uma pequena *enquête*, onde apresentou a questão a 28 personalidades de diferentes profissões (funcionários públicos, advogados, médicos, arquitetos, comerciantes, bancários e banqueiros). Seis dos entrevistados declararam ignorar o motivo. Os demais vinte e dois, sem exceção, responderam com a expressão acima indicada, (e a maior parte dêles com os mesmos termos), como se se tratasse de uma fórmula consagrada.

também conforme sua aplicação (empréstimos rurais, industriais, etc.), garantias especiais oferecidas ao credor (crédito hipotecário) e vários outros aspectos.

Virtualmente há, assim, toda uma série de mercados de crédito. Entretanto, também nos países em que cada um desses mercados é organizado separadamente por institutos bancários especializados, admite-se que todos êles constituem um conjunto e que suas taxas são interdependentes. A elevação das taxas de juros em um setor de crédito — digamos, para os empréstimos industriais, em consequência da industrialização do país — entrará idênticos movimentos em outros setores, o mesmo ocorrendo no tocante à baixa das taxas. Eis porque se fala "da" taxa de juros em determinado país, o que não significa o nível médio, e sim a taxa aplicada a um certo crédito-tipo, como, por exemplo, a que as empresas muito sólidas devem pagar por créditos a longo prazo.

Supondo que não haja qualquer limitação legal de taxas — na realidade tais regulamentações existem em quase todos os países, para uma ou outra categoria de créditos — a taxa de juros fixar-se-ão livremente pela oferta e procura. Da mesma forma que nos mercados de utilidades — diz a teoria clássica — o preço, isto é, a taxa de juros será baixa se a procura for grande e a oferta pequena. Nesse ponto, pois, já começam as dificuldades de uma justa interpretação. Qual a "mercadoria" propriamente dita negociada no mercado de crédito? Ainda que feita em dinheiro, a operação pressupõe a existência de um equivalente real em bens de produção ou de consumo, que o devedor pode adquirir por meio do empréstimo. Em última instância, a oferta depende então dos estoques disponíveis.

Neste raciocínio baseia-se a opinião mencionada no princípio deste trabalho, isto é, a de que num país rico de capital, isto é, de bens reais, a oferta de crédito é sempre maior que num país menos

rico e, conseqüentemente, as taxas de juros serão mais baixas no primeiro que no segundo. Esta conclusão implica, todavia, uma outra proposição, nada "natural": num país rico, a oferta de capitais ultrapassaria sempre a procura, ao passo que num país pobre de capital a procura deveria sempre exceder a oferta. A procura de crédito depende, ainda que não exclusivamente, do ritmo do desenvolvimento econômico, e é bem possível que este seja mais acentuado num país rico do que num de poucos recursos. Em períodos particularmente especulativos, como o do "boom" de 1928/29 a procura de crédito nos Estados Unidos foi tão imperiosa que, malgrado suas grandes riquezas em capital, a oferta era absolutamente insuficiente e o resultado foi uma grande elevação das taxas de juros, as quais só baixaram durante as crises seguintes.

II — TEORIA MONETÁRIA DOS JUROS

A suposição de que a riqueza de um país seria o fator decisivo para o nível das taxas de juros se choca, ainda, com uma outra idéia. Créditos não diretamente concedidos pelo vendedor ao comprador de mercadorias demandando dinheiro e mesmo aqueles concedidos em mercadorias são muitas vezes acompanhados de operações de crédito bancário, motivo por que não exigem moeda corrente em grande escala. A maior parte dos créditos é realizada em moeda escritural. Isso, não obstante, é preciso que haja um meio de pagamento geralmente reconhecido, ou seja, a moeda.

Desde o século XVII este fato levou os economistas a formularem a hipótese de que as taxas de juros não dependem da abundância ou carência de capital, mas sim da moeda. O argumento dos mercantilistas era o de que um grande volume monetário permite uma grande oferta de crédito e determina uma redução das taxas de juros, ao passo que um pequeno volume monetário tem efeito contrário (2). A teoria monetária dos juros — nome dado a esta concepção — teve sua renascença na famosa "General Theory of Interest", de Keynes. Lord Keynes modificou a teoria rudimentar do mercantilismo introduzindo-lhe a noção de *liquidity-preference*, seja a tendência de manter uma parte de seus recursos sob forma líquida, em moeda

corrente ou escritural. Ele exprime as relações entre o volume monetário, a *liquidity-preference* e a taxa de juros por uma fórmula algébrica, com a qual infelizmente não se pode operar — pois a *liquidity-preference* não é quantitativamente determinável — mas que serve para demonstrar claramente suas idéias:

"The quantity of money is the other factor, which, in conjunction with liquidity-preference, determines the actual rate of interest in given circumstances. Liquidity-preference is a potentiality or functional tendency, which fixes the quantity of money which the public will hold when the rate of interest is given; so that if r is the rate of interest, M the quantity of money and L the function of liquidity-preference, we have $M = L(r)$. This is where, and how, money enters into the economic scheme (3).

O conceito segundo o qual um grande volume monetário facilita a manutenção da taxa de juros em nível baixo, mesmo em período de expansão econômica, desempenhou importante papel na política do New Deal. E' fora de dúvida que o efeito moderador do volume monetário sobre a taxa de juros não se faz sentir indefinidamente. Se o aumento de volume monetário degenera em forte inflação, o efeito será contrário, pois os riscos de depreciação da moeda induzem os credores a procurar juros mais elevados e, na hiper-inflação as taxas podem atingir um nível fantástico de 1% ao dia e mais. Entretanto, na primeira fase do processo inflacionista, em que os preços não sobem tão rapidamente como o volume monetário, os juros tendem a estabilizar-se e mesmo a diminuir, como durante a guerra aconteceu em muitos países.

Esta observação leva-nos à verificação mais geral. Tanto em épocas normais como em períodos de inflação, do ponto de vista monetário, a taxa de juros revela um movimento semelhante ao do *income velocity*, isto é, da relação entre a renda nacional e o volume monetário. Na prosperidade, a *income velocity* tende a aumentar, assim como a taxa de juros; na depressão, ambas tendem a baixar. Na inflação moderada, uma e outra propendem também a diminuir, ao passo que na inflação acen-

(2) Cf. ELI F. HECKSCHER, "Mercantilism" (London 1935), Vol. II, pp. 200/201.

(3) JOHN MAYNARD KEYNES, "The General Theory of Employment Interest and Money" (London 1942), pp. 167/168.

tuada — desde que os preços aumentem mais que o volume monetário — uma e outra sobem.

Em resumo, se uma parte muito grande da renda nacional é mantida em moeda a tendência da taxa de juros é para a redução; se, porém, apenas uma pequena parte for assim conservada, aquela taxa se elevará. Esta verificação confirma a teoria de Ayres, ao mesmo tempo que dá sentido mais concreto à moção de *liquidity-preference*. Esta verificação confirma a teoria peynésiana ao mesmo tempo que dá noção mais concreta de *liquidity-preference*.

No fundo, ela não é mais do que o inverso da *income velocity*. Todavia, nenhuma dessas noções explica suficientemente o fato de serem as taxas de juros, em alguns países, independentemente de variações da conjuntura econômica, duas ou três vezes mais elevadas que em outros. Para explicá-lo, cumpre recorrer à teoria clássica dos juros, como foi notavelmente estabelecida por Adam Smith e David Ricardo.

III. LUCROS E JUROS

A idéia fundamental dos economistas da escola liberal é a de que, num mercado livre, a taxa de juros está condicionada ao lucro das empresas. Se estes forem elevados, as pessoas que emprestam capital sem participar ativamente da gestão da empresa respectiva, receberão, pela prestação deste serviço, maior remuneração; se o lucro é pequeno, a taxa de juros, no mercado de crédito, será mais baixa. Adam Smith, considera esta conexão entre o lucro comercial e a taxa de juros uma "máxima" (4). Ricardo examina mais minuciosamente os fatores que originam as variações dessas taxas principalmente para créditos a curto prazo, suas relações com a quantidade da moeda e o movimento dos preços, mas afirma também que a taxa de juros é "ultimately and permanently governed by the rate of profit" (5).

De acordo com esta concepção, a taxa de juros não passa de uma espécie de dividendo médio do capital investido na economia nacional. Suponhamos que durante um decênio composto de anos de prosperidade e alguns de depressão, o lucro médio das empresas é de 6% do capital inves-

tido: os capitalistas que emprestam dinheiro a taxas fixas e a longo prazo talvez não recebam 6%, porque correm menores riscos que os acionistas e os industriais, comerciantes e agricultores que trabalham com seu próprio dinheiro, mas apenas 4% ou 5%.

Não ignoramos que a doutrina dos economistas clássicos não goza presentemente de grande reputação (6). Sem dúvida sua terminologia não era muito clara a este respeito e suas explicações são um pouco sumárias; sua idéia central, contudo, é verdadeira: a taxa de juros é limitada, senão determinada, pelo lucro das empresas. Se esse lucro for, digamos, de 4%, em média, os acionistas não estarão dispostos a pagar permanentemente, a seus debenturistas ou aos bancos, 8% de juros, uma vez que, nessas condições, seria-lhes muito mais vantajoso emprestar capital a taxas fixas.

Conseqüentemente, as taxas de juros podem ser — e são geralmente — mais elevadas nos países em que os lucros das empresas são menos entravados por salários altos e impostos muito elevados. Esse fato explica, talvez melhor que todos os outros argumentos, a diferença entre as taxas de juros no Brasil e nos Estados Unidos.

Taxas de juros elevadas representam sério embaraço para muitos produtores que não logram obter de suas atividades receitas suficientes para cobrir o serviço de sua dívida, pelo menos em períodos de depressão. São, porém, ainda mais prejudiciais ao Estado — principalmente em épocas de prosperidade em que a procura de capital se acentua. Os objetivos para cuja consecução o Estado contrai empréstimos são úteis e necessários, mas, conquanto beneficiem diretamente a economia nacional, raramente são lucrativos. E ainda mesmo nos casos em que o Estado auferir uma renda industrial, seus lucros são em geral limitados em favor dos consumidores.

Este modo de proceder, embora indispensável para o bem do país, torna difícil a posição do Estado no mercado de crédito. Procurando subscritores para seus empréstimos, ele se encontra diante de pessoas físicas e jurídicas que podem obter lucros substanciais de seus investimentos e que, por

(4) ADAM SMITH, "The Wealth of Nations", Book I, chap. IX.

(5) DAVID RICARDO, "The Principles of Political Economy and Taxation", chap. XXI.

(6) Cf. EDMUNDO WHITTAKER, "A History of Economic Ideas" (New York-London-Toronto 1943), p. 540. — JOHN W. MC CORNELL, "The Basic Teachings of the Great Economists" (New York 1943), pp. 95 et seq.

consequente, podem pagar altos juros pelo capital emprestado. O Estado, nesse caso, é o mais fraco. E' evidente que êle poderá oferecer segurança absoluta aos credores, mas a maior parte dos particulares que procuram créditos são igualmente devedores seguros e poderão oferecer aos credores, quando necessário, garantias que virtualmente eliminam quaisquer riscos. Principalmente no mercado de crédito a curto prazo, as perdas dos credores são insignificantes. Sendo o fator de segurança menos importante, a taxa de juros torna-se então preponderante.

Nos países onde as taxas de juros são baixas, o Estado facilmente pode competir com os particulares que também procuram conseguir créditos. Os bancos preferem manter grande parte desses ativos em títulos do governo, ainda mesmo que a taxa de juros que êste paga seja ligeiramente inferior à dos particulares. Nos Estados Unidos os investimentos e empréstimos dos bancos comerciais representavam, em 30 de junho de 1945, um total de 114,5 bilhões de dólares, dos quais 84,1 bilhões, isto é, 73,4% consistiam em títulos do governo federal. (7)

Se as taxas de juros são muito elevadas, a escôlha do devedor toma outro aspecto para os fornecedores de crédito, principalmente para os bancos comerciais. Em princípio, é provável que estivessem dispostos também a dar preferência ao Estado; mas diante da alternativa de ou adquirir Letras do Tesouro, que rendem 3% de juros, ou emprestar seu dinheiro a particulares que lhe pagam 8%, e às vêzes mais, é claro que optam pela última hipótese. No mercado dos empréstimos a longo prazo a diferença das taxas de juros de apólices e debêntures é menos acentuada, porque é racional que as emprêsas não se podem sobrecarregar, durante vinte ou trinta anos, com um serviço de juros muito pesado; e se o fizerem, o público ficará cético e hesitará em subscrever suas emissões. Não obstante, também neste mercado as taxas de juros oferecidas pelos particulares são tão elevadas que o Estado dificilmente consegue colocar os próprios títulos.

Resulta, daí, o dilema: se o Estado, para cobrir um *deficit* ou financiar despesas extraordinárias, sujeita-se à "taxa do mercado" e oferece os mesmos juros que os particulares, que compensam estas

taxas com os lucros que obtêm, o serviço da dívida pública cresce de tal forma que a situação orçamentária se tornará cada vez mais difícil; se recusa fazer emissões insensatas, sob o ponto de vista fiscal, terá de recorrer a medidas inflacionistas para conseguir as receitas necessárias.

Como sair de tal dilema? De conformidade com a tese de Adam Smith e Ricardo, de que as taxas de juros elevadas são conseqüência dos lucros excessivos, o meio mais apropriado para reduzir as taxas de juros parece ser a redução dos lucros. Todavia, a limitação dos lucros em tempos de paz tem grandes inconvenientes de ordem técnico e psicológica, além de que a gravação dos lucros deverá ser extremamente rigorosa, a fim de exercer efeito imediato sobre a taxa de juros.

Essas as razões por que em vários países, principalmente nos Estados Unidos, ensaiou-se atacar diretamente o problema dos juros por meio de uma regulamentação inteiramente diversa dos esquemas antigos. A intervenção do Estado nesse domínio, desde a mais alta antiguidade até época mais recente, visava essencialmente a usura. No intuito de por paradeiro à exploração de pessoas em estado de penúria, taxas máximas foram determinadas pela lei. Na Inglaterra já se dera a tais medidas uma justificação mais econômica que social — assim, nos princípios do século XVIII, uma lei da rainha Ana fixou a taxa legal máxima em 5%. O objetivo sempre foi, porém, limitar as taxas de juros mais elevadas, isto é, cortar a pirâmide dos juros pelo vértice.

O novo método, aplicado pela primeira vez nos Estados Unidos em 1933 e aperfeiçoado pela lei bancária de 1935 (8), adota o princípio oposto: suprime as taxas na base da pirâmide para assim reduzir todo o edifício de juros. As taxas mais baixas normalmente são as que os bancos pagam a seus clientes pelos depósitos à vista, o que é proibido nos Estados Unidos. Graças a essa medida, os bancos podem fazer empréstimos a taxas mais módicas. As taxas para os depósitos a prazo são igualmente reguladas pelas autoridades bancárias (*Board of Governors of the Federal Reserve System* e *Board of Directors of the Federal Deposit Insurance Corporation*) e mantidas em nível muito baixo. De 1936 para cá tem sido de 1% para os depósitos a prazo inferior a 90 dias, chegando até 2 1/2% para aquêles superiores a 6 meses.

(7) Federal Reserve Bulletin (Washington), November 1945, p. 1.124.

(8) ROLLIN G. THOMAS, "Our Modern Banking and Monetary System" (New York 1942), pp. 78/79.

Ainda que tais dispositivos inicialmente tivessem por fim impedir que os bancos pouco sólidos seduzam o público oferecendo-lhe taxas mais elevadas, tiveram efeito decisivo sobre todo o sistema de juros. Independentemente das flutuações da conjuntura, os juros de todas as categorias, inclusive os não bancários, são mantidos em nível baixíssimo.

Favorecido por essa baixa, o Governo pôde conseguir, por meio de empréstimo, os meios necessários ao financiamento das numerosas obras inauguradas pelo New Deal, sem aumento sensível das despesas com o serviço da dívida. Em 1936, uma dívida de 34 bilhões de dólares dava uma despesa quase igual à de 17 bilhões em 1928. Em 1930 a taxa média dos juros da dívida pública era de 4%, em 1940, apenas 2 1/2% e, desse ano em diante,

chegou a menos de 2%. Não obstante o grande aumento dessa dívida, as apólices do Governo Americano são consideradas o melhor investimento, o que se evidencia pelo seu rendimento efetivo. Os títulos governamentais emitidos para um prazo de 7 a 9 anos dão um rendimento de 1,5%, os de 15 anos de prazo, 2,34%, ao passo que as debêntures das mais reputadas companhias, aos preços atuais rendem somente 2,62%.

A regulamentação dos juros nos Estados Unidos foi um sucesso tão incontestável que serviu de modelo a outros países. O Decreto-lei n.º 7.293, de 2 de fevereiro de 1945, que criou a Superintendência da Moeda e do Crédito foi inspirado, em parte, no sistema norte americano, prevendo a possibilidade de uma regulamentação das taxas de juros para os depósitos bancários.