

# A moeda de ação indireta e a taxa de juros

EUGENIO GUDIN

## 1. DUAS ESPÉCIES DE MOEDA

Do ponto de vista da Teoria Quantitativa, isto é, da ação da moeda sobre os preços, parece-nos que seria especialmente proveitoso distinguir entre a moeda utilizada no giro dos negócios e nas despesas dos indivíduos (negócios e despesas de consumo e de investimento), moeda que participa da formação da Renda Nacional, a que chamaríamos de “moeda de ação direta” e a moeda proveniente das economias ou reservas individuais e coletivas (criada pela Autoridade Monetária por operações de “open market”), moeda que procura aplicação através o mercado de crédito ou outra via, influenciando sobre a taxa de juros, a que chamaríamos de “moeda de ação indireta”.

A moeda utilizada nas transações correntes da produção, do consumo e da realização de investimentos, isto é, nas transações de que resulta a formação da Renda Nacional, a moeda proveniente de um excesso de exportações, de uma expansão de crédito à agricultura, à indústria ou ao consumo, de um deficit orçamentário para pagamento de empreendimentos públicos, vai, desde logo, constituir rendimentos de alguém e, se a situação já fôr de pleno emprego, incentivará, naturalmente, a alta de preços. É a “moeda de ação direta”.

De outro lado, a moeda originária de economias à procura de aplicação, a moeda resultante da venda de determinados bens e que procura investimento em outros bens, a moeda criada pela Autoridade Monetária ou pelos

bancos, mediante operações de “open-market”, isto é, toda a moeda que procura e aguarda aplicação pela via dos mercados de crédito ou por outra via, não está participando da formação da renda nacional e sim, unicamente, contribuindo, por sua abundância ou escassez, para reduzir ou aumentar a taxa de juros. É a “moeda de ação indireta”.

Entre os dois setores monetários, a intercomunicação se estabelece através os investimentos e as economias. Se e quando a “moeda de ação indireta” transfere-se do mercado de crédito para as mãos dos empreendedores, isto é, para execução de investimentos, ela passa a ser “moeda de ação direta”. Na teoria wickselliana, a taxa de juros é o elemento decisivo dessa intercomunicação. Vice-versa, o aumento dos investimentos e conseqüente crescimento da Renda Nacional permite a formação de novas economias, que afluem ao mercado de crédito, transformando “moeda de ação direta” em “moeda de ação indireta.”

Ao estabelecer a distinção entre as duas espécies de moeda, não nos animou qualquer propósito de criar uma terminologia original. Somos bem conscientes da “propensão à confusão” (sem falar no pedantismo) em que se incorre ao acrescer, desnecessariamente, o vocabulário econômico. No caso vertente, porém, parece-nos que as expressões “moeda de ação direta” e “moeda de ação indireta” são especialmente úteis para que se faça a distinção entre duas formas diversas, entre dois caminhos diferentes, que caracterizam a ação da moeda sobre os preços. O conceito decorre, aliás, naturalmente da simples proposição de RICARDO, de que o dinheiro que vai ao mercado de crédito afetar a taxa de juros, *é o que sobra* das transações dos negócios e das despesas dos indivíduos.

A distinção parece oportuna quando consideramos que alguns discípulos de KEYNES, interpretando rigidamente sua Teoria, chegam a escrever, como a economista Mrs. JOAN ROBINSON, em sua crítica ao livro de BRESCIANI-TURRONI

sôbre a inflação alemã<sup>(1)</sup>, que — para se provar que as grandes emissões de papel-moeda causaram a alta dos preços na Alemanha — teria sido necessário provar, primeiramente, que essas emissões fizeram baixar a taxa de juros e que, em virtude dessa baixa, os investimentos cresceram e os preços subiram! Ora, para quem conhece os fatos da inflação alemã, tal proposição é perfeitamente ridícula, como seria igualmente ridículo dizer-se que a inflação, ainda existente em nosso país, se processou através a baixa da taxa de juros no mercado de crédito!

Comparando o efeito inflacionário de um excêso de exportações do Brasil, por exemplo, com o que provoca um afluxo de ouro ou de capitais para Londres ou Nova York, referiu-se o Professor G. HABERLER<sup>(2)</sup>, em uma de suas conferências no Rio de Janeiro, à nossa distinção entre “moeda de ação direta” e “moeda de ação indireta”, dizendo:

*“Um saldo favorável do balanço de pagamentos em consequência de um saldo de exportações no Brasil tem, de certo, um maior efeito inflacionário e é mais difícil de combater do que um afluxo de ouro para os Estados Unidos ou a Grã-Bretanha, por transferência de capitais. Seria mais difícil de combater mesmo se houvesse no Brasil um mercado monetário desenvolvido. A razão dessa diferença pode ser facilmente explicada utilizando a importante distinção entre “moeda de ação direta” e “moeda de ação indireta”. O dinheiro que aflúe para um país em consequência de um saldo de exportações é “moeda de ação direta”, enquanto que o dinheiro resultante de um afluxo de capital, é “moeda de ação indireta.”*”

---

(1) *Economic Journal* — 1938 — pág. 509.

(2) G. HABERLER — “*Problemas de Conjuntura e de Política Econômica*” — Edição da Revista Brasileira de Economia, da Fundação Getúlio Vargas, no prélo.

ALVIN HANSEN (*Review of Economic Statistics*, pág. 186, nov. 1946) exprime a mesma idéia por outra forma:

*“Há grande diferença entre uma expansão monetária feita através a monetização de ativos pertencentes a capitalistas ou a indivíduos ricos e a nova moeda criada para um programa de expansão do consumo ou para execução de obras públicas que vão aumentar diretamente os rendimentos dos trabalhadores e estimular a despesa.”*

Analisando os três motivos indicados por KEYNES para a procura de moeda, ressalta HAWTREY<sup>(3)</sup> a inconveniência de não ter o autor dado denominação às várias espécies de moeda correspondentes aos respectivos “motivos” e sugere a denominação de “idle balances” (literalmente, saldos estagnados ou inativos) para a moeda do “motivo especulativo”.

A denominação de “idle” (parado, estagnado, inativo) não nos parece feliz por várias razões. Primeiro, porque moeda inativa é sinônimo de moeda entesourada<sup>(4)</sup> e se bem que nos Estados Unidos e na Inglaterra possa-se desprezar o entesouramento, no sentido de absoluta preferência pela liquidez, êle ainda se verifica em muitos países, como na França, na Espanha, no Brasil, etc. Em segundo lugar, a sugestão de HAWTREY refere-se à moeda correspondente ao que KEYNES chama de “motivo especulativo”, motivo êsse que é simplesmente função “da previsão das oscilações da taxa de juros.”<sup>5)</sup> E não é isso que temos em mente como “moeda de ação indireta.” Essa é toda e qualquer moeda que procura aplicação, através o mercado de crédito ou por outras vias, em títulos de Bolsa, mais ou menos dependentes da taxa de juros, em edifícios, em hipotécas, em imóveis, fábricas, usinas ou qualquer outro investimento.

(3) R. G. HAWTREY — “*Capital and Employment*”, pág. 166.

(4) KEYNES — no “*Economic Journal*”, 1937, pág. 250, retrurando a HAWTREY, chama os “idle balances” de “hoards”, isto é, moeda entesourada.

(5) KEYNES — “*General Theory*” — pág. 197.

ROBERTSON<sup>(6)</sup> acentúa que essa moeda não é unicamente a que se conserva inativa na perspectiva das oscilações da taxa de juros<sup>(7)</sup> e aconselha KEYNES a estender o seu conceito a outras categorias (de moeda de ação indireta) além da puramente especulativa.

## 2. A IMPORTÂNCIA RELATIVA DA TAXA DE JUROS

As reservas e limitações que se podem opôr ao processo cumulativo de WICKSELL não atingem a proposição de que a diferença entre a taxa do mercado e a taxa natural ou normal constitúe um fator de estímulo ou de depressão da atividade econômica. Os economistas que seguiram a sua róta, denominados néo-wicksellianos, como HAYEK, MISES, MYRDAL, etc. mantiveram a ênfase que WICKSELL pusera na influência da taxa de juros sobre o sistema econômico. Na teoria keynesiana (Teoria Geral), o volume da produção e do emprego, isto é, a sorte da comunhão econômica, é função da propensão a consumir, da eficiência marginal do capital (que corresponde à taxa natural ou normal de WICKSELL) e da taxa de juros do mercado. Os discípulos de KEYNES foram, como vimos, ao extremo dessa ênfase, declarando que a moeda só podia atuar sobre os preços através a taxa de juros.

Esse prestígio da taxa de juros vinha reforçar a importância que já lhe era atribuída pela política do padrão-ouro do Século XIX, como instrumento regulador do movimento internacional de capitais. Economistas não filiados à escola de WICKSELL, como R. G. HAWTREY e outros, também dedi-

---

(6) "Economic Journal", 1937 - pág. 433.

(7) No Brasil, a perspectiva de oscilações do preço dos imóveis urbanos, das fazendas, das indústrias, etc. é, pelo menos, tão importante quanto a perspectiva de oscilações na cotação dos títulos da Bolsa.

caram estudos especiais à taxa de juros.<sup>(8)</sup> Dêse conjunto de circunstâncias resultou uma certa hipertrofia da importância atribuída à taxa de juros, o que, em parte, se explica por prestar-se ela a fórmulas sedutoras de teoria pura, enquanto não se desce a uma análise mais detida da realidade. Vamos, então, examinar até que ponto se justifica a destacada influência atribuída à taxa de juros sobre a atividade econômica e em que medida e em que setôres parece ela ter sido exagerada.

a) — A influência que os clássicos, e depois WICKSELL, atribuíam à taxa de juros sobre a formação de economias não tem fundamento. Outros economistas já se haviam referido ao fato evidente de que o volume das economias depende, precipuamente, do vulto da renda nacional, mas foi KEYNES quem, por força mesmo de seu sistema, deu a necessária e definitiva ênfase a essa proposição. Do vulto da renda, como de sua distribuição entre as várias classes sociais, depende a formação de economias. Quanto ao princípio de que uma taxa de juros baixa tende a reduzir as economias e vice-versa, discutida a questão em termos de capacidade de economisar e de incentivo à economia, entendem, geralmente, os economistas que é difícil reconciliar êsse princípio com o senso comum e a experiência, prevalecendo, geralmente, o conceito de que o efeito de uma alteração da taxa de juros sobre o volume das economias tanto se pode verificar em um sentido como em outro, não sendo em qualquer caso de maior importância. CASSEL<sup>(9)</sup> observa, com razão, que o indivíduo que economisa com o fim de viver mais tarde, no todo ou em parte, de seus rendimentos, pode ser levado a aumentar suas economias se a

(8) HAWTREY — “*Century of Bank Rate*” — LAVINGTON — “*The British Capital Market*” — KARIN KOCK — “*Study of Interest Rates*”.

(9) G. CASSEL — “*Theory of Social Economy*” — II.º Vol. págs. 238/9.

taxa de juros baixa, isto é, exatamente o oposto do que supunham os clássicos. Na verdade, a tendência tanto pode ser uma como outra, não se podendo, portanto, estabelecer qualquer correlação determinada entre a propensão a economisar e a taxa de juros.

b) — Conquanto seja indiscutível a interdependência dos mercados de crédito a curto e a longo prazo, é conveniente considerar aqui, separadamente, os dois mercados. Examinemos primeiramente o caso da taxa de juros a curto prazo, geralmente denominada taxa de desconto e o grau de sua influência sobre a atividade econômica e os negócios. O volume dos stocks de negociantes e industriais depende muito mais de suas antecipações quanto à alta ou à baixa dos preços do que da taxa de juros. Secundária é também a influência da taxa de juros sobre as transações dos negociantes. Se a taxa passa de 6% a 9%, por exemplo (elevação considerável), o negociante pagará mais 3%, ao ano, sobre a importância média de seus saldos devedores ao banco. Mas, como o volume de suas vendas atinge, facilmente, três vezes o seu capital de giro, os 3% sobre o capital de giro correspondem a 1%, apenas, sobre seu algarismo anual dos negócios. Qualquer antecipação de oscilação do preço das mercadorias, para a alta ou para a baixa, terá, pois, muito maior influência em suas decisões do que os 50% de alta na taxa de juros.

Suponhamos o caso de um industrial, com Cr\$ 300.000,00, digamos, de capital de movimento, capital êsse que êle faz girar 3 vezes ao ano e suponhamos que sua produção seja de 100.000 unidades, cujo custo de produção, em materiais e mão de obra é de Cr\$ 900.000,00 (3 vezes o capital de giro). Com uma taxa de 5%, os juros de seu capital de movimento de Cr\$ 300.000,00, são de Cr\$ 15.000,00, sendo, portanto, o custo da unidade produzida de Cr\$ 9,15. Uma

redução da taxa de juros de 5% para 4% (isto é, de 20%), reduziria os juros a Cr\$ 12.000,00 e, portanto, o custo da unidade produzida de Cr\$ 9,15 a Cr\$ 9,12<sup>(10)</sup>. Donde se vê que uma simples variação de 1% no custo dos materiais e mão de obra teria tido uma influência muito maior sobre o custo total do que os 20% de redução da taxa de juros. O mesmo se pode dizer do especulador. Quem especula na alta ou na baixa de um título ou de uma mercadoria é porque acredita que seu preço subirá ou baixará de 10% ou 5% pelo menos, dentro de 3 ou de 6 meses. Três por cento de elevação da taxa de juros, que corresponde a 1½% para 6 meses ou a 0,75% para 3 meses, não terão pois apreciável influência na decisão do especulador. Não é diferente o que ocorre no tocante à elevação da taxa dos bancos centrais para redesconto aos bancos comerciais. O produto do redesconto equivale à caixa para os bancos comerciais, mas, como a relação usual de caixa para depósitos ou empréstimos não excede de 20%, uma alta da taxa de redesconto do banco central de 1% não inflúe, em princípio, em mais de 1/5% sobre a taxa a que os bancos podem emprestar.

c) — Nas operações a longo prazo, a influência da taxa de juros depende do maior ou menor grau em que o juro do capital, como fator de produção, entra na composição do custo total do produto. Tome-se, por exemplo, o caso das estradas de ferro, geralmente apontadas como em forte dependência da taxa de juros; o coeficiente de tráfego de 75% (isto é, despeza com materiais, salários, administração, etc. igual a 75% da receita) é, geralmente, considerado satisfatório e capaz de permitir o equilíbrio financeiro da empresa. Isso quer dizer que a remuneração do fator capital (25%) é de importância 3 vezes menor do que a dos demais fatores e que, portanto, a variação de custo dêesses outros

(10) C. HALM — "Monetary Theory" — pág. 243.



fatores (salários, preços de materiais, etc.) é bem mais importante do que a da taxa de juros<sup>(11)</sup>. O mesmo se poderá dizer sobre um grande número de indústrias, quanto à relação da parcela remuneração do capital para os demais elementos de custo de produção. E se, como é comum, os contratos de empréstimo dão ao devedor a faculdade de resgate dos títulos ao par, nada impede que um empréstimo feito na base de uma taxa de juros elevada, seja convertido, em oportunidade favorável, a uma taxa de juros mais baixa, como tem tantas vezes sido feito com empréstimos do Estado. Uma empresa constituída em época de dinheiro caro, pode, mais tarde, converter seus títulos de dívida a juro mais baixo<sup>(12)</sup>.

A influência da taxa de juros é maior quando o custo do produto acabado compõe-se, preponderantemente, dos juros do capital, como é o caso das construções civis, em que o valôr do aluguel corresponde ao juro do capital, acrescido apenas de conservação, impostos e lucro. É o caso também das instalações hidro-elétricas ou dos oleodutos (pipelines), por exemplo, em que as despesas de exploração são mínimas. Mas mesmo nesses casos, como bem observa ALVIN HANSEN<sup>(13)</sup>, os preços mais altos ou mais baixos dos

(11) Os defensores arraigados da doutrina do "custo histórico" para as empresas de serviços públicos esquecem, geralmente, que essa doutrina só afeta "uma parte" da tarifa. Se a tarifa é de Cr\$ 1,00 por unidade de serviço, dos quais Cr\$ 0,80 correspondem a material e mão de obra e Cr\$ 0,20 a juros do capital, e se o poder de compra da moeda baixa de metade, a parcela de Cr\$ 0,80 passará, forçosamente, a Cr\$ 1,60, restando, afinal, decidir se a parcela de Cr\$ 0,20 do capital também sóbe a Cr\$ 0,40 ou se permanece, historicamente em Cr\$ 0,20, isto é, se a tarifa passa de Cr\$ 1,00 a Cr\$ 1,80 ou a Cr\$ 2,00.

(12) A este respeito é interessante notar a posição vantajosa do empreendedor em relação ao prestamista. Se o empréstimo foi tomado a 8% e o dinheiro baixa a 4%, o empreendedor pôde efetuar a conversão, mas se o empréstimo foi de 4% e o dinheiro sóbe a 8%, o resgate nunca se fará, senão por metade do valôr dos títulos.

(13) ALVIN HANSEN — "Full Recovery or Stagnation" — pág. 145/7.

materiais e do aparelhamento, na ocasião, podem ter sobre a decisão do empreendedor influência maior do que a taxa de juros. “A tésé wickselliana”, escreve HANSEN, “não leva suficientemente em conta o fator da incerteza nos cálculos dos empreendedores para seus investimentos. Sob certas condições, a taxa de lucro antecipada depende de numerosas incertezas, enquanto que, em outras épocas, o futuro aparece mais seguro. O espírito de empreendimento depende, em grande parte, do estado de confiança. Por maior que seja o lucro em perspectiva, os empreendedores podem deixar de realizar os investimentos, se confrontados com elementos numerosos de incerteza”. Por outro lado, “seria errado”, escreve OHLIN<sup>(14)</sup>, “presumir que os empreendedores projetam realizar todos os investimentos capazes de dar uma renda superior à taxa de juros do mercado. De todos os investimentos que parecem lucrativos, alguns, apenas, são planejados para o período seguinte e de fato iniciados. Às vezes é a situação de caixa ou de crédito da firma que não permite. Outras vezes, firmas importantes que poderiam levantar grandes somas, preferem não fazê-lo para não aumentar seu endividamento”.

Há uma série de motivos que pesam consideravelmente, nas antecipações e decisões do empreendedor, independentes da taxa de juros. Se êle tem a convicção, por informações que acredita fidedignas, que a curva da procura vai se deslocar para a direita; se, conhecedor de seu ofício, êle acredita que os concorrentes estão trabalhando mal e que sua capacidade técnica e administrativa lhe permitirá produzir a preços mais baixos; se êle já é proprietário de uma determinada indústria e vê a oportunidade de aparelhá-la melhor antes que um concorrente o faça; se êle dispõe de lucros acumulados que prefere reinvestir no negócio de que

---

(14) OHLIN - “*Economic Journal*”, 1937 - pág. 61.

tem conhecimento e experiência, de preferência a outros negócios que êle desconhece ; se êle espera alcançar uma posição de relativo monopólio em determinado artigo ; se êle tem certeza do sucesso do empreendimento ; se a situação geral lhe inspira confiança quanto à abundância de mão de obra e quanto às leis trabalhistas e à sua aplicação equânime ; se o imposto de renda e os encargos fiscais não são de vulto a desencorajá-lo ; se a perspectiva da situação internacional não o amedronta ; se todas essas antecipações são favoráveis (e nenhuma delas é mensurável para que se possa determinar uma “taxa natural” resultante, a ser comparada com a taxa de juros do mercado), não será, dentro de largos limites, a taxa de juros maior ou menor que fará recuar o empreendedor.

Suponhamos, escreve HAWTREY<sup>(15)</sup>, que sendo de 4% a taxa de juros, tem um industrial de decidir se adquire ou não uma nova máquina ou equipamento. Se suas estimativas de rentabilidade “provável” não fôrem da ordem de 10%, 15% ou 20%, deduzidas a conservação e a depreciação, êle não as adquirirá. O investimento propriamente “marginal”, na realidade não existe e o efeito da taxa de juros é imperceptível. O próprio KEYNES, cujo sistema se baseia na taxa de juros e na eficiência marginal do capital, escreve<sup>(16)</sup> que uma larga proporção de nossas atividades positivas depende mais de nosso otimismo espontâneo do que de uma expectativa matemática, seja ela moral, hedonística ou econômica. Todos os economistas reconhecem, aliás, a importância dos fatores psicológicos ou de confiança. Numa conjuntura de depressão generalizada, por exemplo, quando predomina o pessimismo e os preços continuam a cair, não há taxa de juros, por mais baixa que seja, capaz de reanimar a atividade econômica. Se essas considerações são verdadeiras para

(15) HAWTREY — ob. cit. pág. 217.

(16) KEYNES — “General Theory”, pág. 161/2.

países de mais adiantada civilização e de maior estabilidade econômica, que dizer dos países latino-americanos, de economia em que prepondera a produção primária, sujeita aos repetidos impactos vindos do exterior e a tantas incertezas?

d) — Na realidade não existe uma só taxa de juros do mercado e sim uma série de taxas diferentes conforme o prazo dos empréstimos e outras circunstâncias da situação<sup>(17)</sup>. Assim também a taxa natural. O conceito de WICKSELL, de uma taxa natural aplicável a todos os empreendimentos em determinado momento, é uma simples abstração. MYRDAL<sup>(18)</sup> faz notar a necessidade de introduzir-se, para cada caso e cada empresa, um “coeficiente de reação dos investimentos”, correspondente à importância dos investimentos que a empresa decide realizar, diante do incentivo de uma determinada perspectiva de lucro. Uma empresa que gosa de uma situação mais ou menos monopolística, por exemplo, reagirá de forma diferente da de uma outra exposta à pressão da concorrência. HICKS<sup>(19)</sup> recorre à noção de um “coeficiente de elasticidade das antecipações” (elasticity of expectation). Ele define a elasticidade da antecipação de determinada empresa ou indivíduo quanto aos preços da mercadoria X, como a relação entre a percentagem de alta dos preços futuros e a percentagem de alta dos preços correntes. Se a elasticidade é igual a 1, a antecipação das variações de preços futuros variará na mesma direção e na mesma proporção das variações dos preços correntes. Diante de tantos “coeficientes de incerteza”, o cálculo fica, na prática, eivado de insuperáveis dificuldades. Acresce que, em muitos casos, não é propriamente a taxa de juros do mercado que prepondera nas decisões do empreendedor, senão a anui-

(17) MYRDAL — “*Monetary Equilibrium*”, pág. 68. KARIN KOCK — “*Study in Interest Rates*”, pág. 23.

(18) MYRDAL — ob. cit. págs. 77-78.

(19) HICKS — “*Value and Capital*” — pág. 205.

dade a pagar, inclusive amortização. Se o progresso técnico vier a exigir a substituição de uma maquinária dentro de 5 ou de 3 anos, conquanto sua duração pudesse ser de 10 ou de 20 anos, a parte da anuidade correspondente à amortização sobrelevará, consideravelmente, à que corresponde aos juros.

Há cada vez mais dúvida no espírito dos economistas, escreve ALVIN HANSEN<sup>(20)</sup>, sobre a influência da taxa de juros, pelo menos dentro de certos limites, como um meio de estimular os investimentos, especialmente no que se refere a capital de relativamente curta duração, como maquinária, para os quais as variações da taxa de juros em razoáveis limites, de 2% a 7% digamos, não constituem uma consideração importante. A taxa de juros tem maior influência, prossegue HANSEN, sobre os investimentos de longa duração, como estradas de ferro, construções civis, etc. Mas, neste setor há a considerar, de um lado, que quanto mais longa é a duração do investimento, mais incerto se torna o futuro. O risco passa a constituir o elemento predominante, de maior influência do que as variações moderadas da taxa de juros. “A taxa de juros é um elemento fraco demais para ter muita influência sobre o futuro próximo; o risco é forte demais para permitir que a taxa de juros tenha muita influência sobre o futuro distante”, escreve HICKS<sup>(21)</sup>. Assim, prossegue HANSEN, fica-se muito incerto a respeito do possível efeito da taxa de juros sobre o volume dos investimentos e do consumo, enquanto as estatísticas e o estudo de casos específicos só fazem confirmar esse cepticismo.

e) — Isso tudo não quer dizer que se possa desprezar a influência da taxa de juros sobre a atividade econômica. Mostra, apenas, o exagêro a que se chegou na hipertrofia de

---

(20) ALVIN HANSEN — “*Fiscal Policy and Business Cycles*” — pág. 330.

(21) HICKS — ob. cit. pág. 226.

sua influência. A importância da taxa a longo prazo para todos os empreendimentos em que os juros do capital representam uma parcela importante dos custos de produção, é inegável. É o caso da indústria das edificações, das usinas hidro-elétricas, das instalações de água e esgotos, das eletrificações e mesmo das construções de estradas de ferro, das indústrias de alto equipamento e reduzida mão de obra, etc. Estas espécies de empreendimentos têm mais importância para países como o Brasil, onde tanto ainda está por fazer, do que para países onde o campo dos investimentos já não é tão amplo. E justamente por se tratar de empreendimentos que exigem “vultosos capitais a juro razoável”, sempre os recomendamos como aqueles para os quais deveríamos especialmente atrair o capital estrangeiro, mais abundante e mais barato.

HAWTREY diz, e diz muito bem, que não há, na verdade, investimento marginal; nenhum empreendedor vai adquirir ou deixar de adquirir uma máquina sob o critério da sua “provável” rentabilidade ser de 3% ou de 5%. Mas, o fato é que, realizado o empreendimento, as vicissitudes que o futuro quasi sempre lhe reserva num mundo de oscilações cíclicas, podem ser apreciavelmente agravadas ou aliviadas, conforme a taxa de juros que o empreendedor tiver de pagar, sempre que isso represente uma parcela importante de suas responsabilidades. A própria taxa de desconto (curto prazo), cujas variações tão pouco pesam (como mostrámos na letra *b*), no resultado dos negócios<sup>(22)</sup>, tem sua influência sobre a atividade dos negócios. Essa influência é em parte psicológica e, em parte, real. Uma elevação da taxa de

---

(22) Nos mercados monetários de Londres ou Nova York, onde se opera, com margens de lucro muito reduzidas, sobre aceites, letras do Tesouro, “call-money”, etc., pequenas diferenças da taxa de desconto podem ter sérias consequências, inclusive, na Inglaterra, a de forçar o mercado monetário a buscar apoio no Banco de Inglaterra.

redescoto pelo banco central tem o efeito de um sinal de alarme, não pela sobrecarga de onus que representa e que é insignificante, mas pelo aviso implícito, que nêle se contém, de que o crédito vai ser reduzido e racionado. Psicologicamente, é um aviso aos imprudentes e aos que operam em negócios de vulto superior a suas possibilidades. Realmente, é um aviso de crédito mais escasso. É que, como escreve o Professor HABERLER, “o mercado de crédito não é e nunca poderá ser um mercado perfeito, como o figuramos em teoria pura. Sempre há um elemento de racionamento e muitas imperfeições. Uma alta da taxa de juros é um indício de maior severidade no racionamento”. Isso se aplica igualmente ao mercado de crédito a longo prazo, onde, como escreve HAWTREY, o equilíbrio se restabelece mais pela recusa de lançar novas emprêsas do que pela variação da taxa de juros.

Os economistas de Oxford<sup>(23)</sup>, depois de desenvolverem várias críticas à excessiva influência geralmente atribuída à taxa de juros, muitas delas coincidentes com as que acabamos de formular, reconhecem, entretanto, a importância dessa influência no que diz respeito à produção de bens duráveis de consumo (casas, automóveis, etc.). Êles atribuem também importância aos efeitos da taxa sobre a cotação dos títulos em bolsa, dizendo que “quando a tendência das cotações da Bolsa é ascendente, intermediários e especuladores dispõem-se a gastar mais do que nos máus tempos. É que mesmo a propensão à despeza das pessoas que, raramente, alteram a composição de sua carteira de títulos, sofre a influência da alta do valôr de seu capital, passando elas a gastar mais do que quando as cotações baixam”. Conquanto seja um tanto paradoxal que os indivíduos, que não vendem seus títulos nem especulam e cujo rendimento permanece, por-

---

(23) *Oxford Economic Papers* — N.º 1 — 1938.

tanto, inalterado, se disponham a gastar mais ou a gastar menos, conforme sobe ou desce o valor nominal de seus títulos, essa opinião parece aceita por muitos observadores.

Ao avaliar a influência da taxa de juros sobre a atividade econômica, importa, pois, considerar a aplicação, para cada caso, dos preceitos gerais que aqui tentamos sintetisar. Em próximo artigo, tentaremos examinar quais os meios de que se pode lançar mão para promover a redução da taxa de juros, isto é, quais os instrumentos da técnica do dinheiro barato.

### SUMMARY

#### INDIRECT ACTION MONEY AND THE RATE OF INTEREST

1) — *From the point of view of the Quantitative Theory, i. e. of the action of money on prices, the Author thinks it would be especially useful to distinguish between the money which circulates in the ordinary transaction of business and in the expenditures of individuals (be it for consumption or for investment), money which participates in the formation of the National Income, which he proposes to call "direct action money" — and the money corresponding to savings or reserves, individual or collective, or created by the Monetary Authority through open market transactions, which seeks investment through the credit market and influences the rate of interest, money which he proposes to call "indirect action money".*

*Inter-communication between the two kinds of money takes place through investments and savings. If and when "indirect action money" passes, through the credit market, to the hands of the entrepreneurs for the execution of investments, it becomes "direct action money". According to the wicksellian theory, the rate of interest is the decisive factor of this inter-communication. Vice-versa, when investments are performed, the resulting growth of National Income permits the formation of new savings, "direct action money" them becoming "indirect action money".*

2) — *The Author says he has no desire to unnecessarily increase the economic vocabulary, which only tends to propensity to con-*



fusion, and explains that the proposed distinction aims at stressing particularly two different ways or forms of action, by which money affects prices.

The distinction, the Author says, is a natural corollarium of RICARDO's statement that the money that flows to the credit market is that which is left over from the business transactions and expenses of individuals.

The distinction appears to be the more necessary, when some keynesian economist, such as the distinguished economist Mrs. J. ROBINSON, state (Economic Journal, 1938 — page 509) that money only affect prices through the reduction of the rate of interest and consequent increase in investments, a statement which is, in the Author's opinion, ridiculous in the case of German inflation as well as in that of the recent Brazilian inflation. The Author explains that he did not adopt HAWTREY's denomination of "idle money" for his "indirect action money" (Capital & Employment, page 166) for various reasons. First, because "idle" seems to mean "hoarded" money (KEYNES — Economic Journal, 1937 — page 250) and there are still a large number of countries, such as France, Spain, Brazil, etc., where actual hoarding, in the sense of absolute preference for liquidity, takes place. Second, that HAWTREY's "idle" money corresponds to KEYNES' "speculative motive", a motive which is simply a function of the rate of interest, whereas what the Author has in mind is all kinds of money which seek some form of investment, through the credit or other way, in securities more or less dependent on the rate of interest, in building, in land, factories, etc. This widening of the concept of idle money is recommended by ROBERTSON in this rejoinder to KEYNES (Economic Journal, 1937 — page 433).

3) — The Author then turns to the second part of this subject, that of the "relative" importance of the rate of interest.

a) — The importance attached to the rate of interest in the formation of savings is not justified, the Author states. Savings depend mainly on the size of the National Income. It is very doubtful whether a low rate tends to reduce savings and a high rate to stimulate them. The opposite may also happen.

b) — The material influence of the short term rate of interest (rate of discount) on the business of industry's and trade, is indeed very small. If working capital is turned over three times in the

years, a rise of 3% (6% to 9%, say) in the rate of interest only means 1% on total sales. A slight rise or fall in prices is therefore of greater importance than a 50% rise in the discount rate. The same applies to the speculator, who expects a rise or a fall of at least 5% to 10% in 3 to 6 months time. A rise of the Central Bank's rediscount rate of 1%, on a basis of 20% of cash to deposits, only means 1/5% to the commercial banks.

c) — As to the long term rate of interest, its influence depends on the relative importance of interest as an item of cost of production. It is more marked in building, in large capital schemes, such as hydro-electrics, etc. But even here, high or low prices of materials may have as large if not a larger influence on decisions. The wicksellain thesis does not take sufficiently into account the uncertainty and psychological factors. If the entrepreneur firmly believes that the demand curve is going to shift to the right; if he believes that prevailing conditions of competition give him a good chance; if he disposes of surplus balances in his business; if general situation inspires confidence; if he happens to have a semi-monopolistic situation, etc., a higher rate of interest, within reasonable limits, will not deter him. There are actually no "marginal" investments, in the sense that the entrepreneur bases his decisions on a margin of between 3% and 5%, say. He works in wider margins than that. If this is so in countries of greater economic stability, what to say of countries such as in Latin-America, where "coefficients of uncertainty" are so much larger?

d) — WICKSELL'S natural rate is an abstraction. MYRDAL refers to a "coefficient of investment reaction"; HICKS of a "coefficient of elasticity of expectations"; which means that "coefficients of uncertainty" are many. HICKS says rightly that "the rate of interest is too weak an element to have much influence in the near future; the risk is too strong to permit the rate of interest to have much influence on the distant future".

e) — This means that the influence of the rate of interest has been very often exaggerated; sometimes grossly so. But it does not mean it is not important in many cases, such as in buildings, public utility companies and other investments, where interest represents an important item of cost. Especially during depressions, it makes a great deal of difference whether interest is due on the basis of 5% instead of 3%. Then there are the psychological factors.

*The meaning of a rise of the rate of interest by the Central Bank is that of an alarm signal to the effect that credit is going to be restricted, i. e. rationed. The effect of the rate of interest on the Stock Exchange quotations has also a marked psychological effect. When securities prices rise people feel as they were getting richer.*

*In a next article the question of the technique of cheap money will be dealt with.*

## RESUMÉ

### LA MONNAIE À EFFET INDIRECT ET LE TAUX DE L'INTÉRÊT

1. — *Du point de vue de la théorie quantitative — c'est-à-dire du point de vue de l'action qu'exerce sur les prix la monnaie — l'auteur croit opportun de distinguer entre d'une part la monnaie qui circule pour les transactions ordinaires des entreprises et pour les dépenses des individus, et qui donc participe à la formation du revenu national — il propose de l'appeler "monnaie à effet direct" — et d'autre part la monnaie qui correspond à l'épargne ou aux réserves des individus et des collectivités, ou celle que crée l'autorité monétaire à l'occasion d'opérations d'open market, — qui cherche à se placer par l'intermédiaire du marché des capitaux à court et à long terme (credit market), et donc pèse sur le taux de l'intérêt : — il propose de l'appeler : monnaie à effet indirect.*

*Ces deux sortes de monnaie communiquent entre elles par l'intermédiaire des investissements et de l'épargne. Si — et lorsque : de la "monnaie à effet indirect" passe, à travers le marché des capitaux (credit market) aux mains d'entrepreneurs en veine d'investissements, elle devient de la "monnaie à effet direct". D'après la théorie wicksellienne, le taux de l'intérêt est la clé de ce genre d'intercommunications. En revanche, une fois que des investissements ont été réalisés, l'augmentation du revenu national qui en résulte permet la formation de nouvelles épargnes : de la "monnaie à effet direct" se transforme en "monnaie à effet indirect".*

2. — *Il n'entre pas dans les intentions de l'auteur d'étendre sans nécessité le vocabulaire des économistes au risque d'augmenter la confusion (propensity to confusion). La distinction qu'il propose vise seulement à mieux dégager les différents processus par les-*

*quels la monnaie agit sur les prix. Elle est un simple corollaire, de cette thèse déjà formulée par RICARDO à savoir que la monnaie qui s'écoule par le marché des capitaux est celle qui se trouve libérée par les transactions des entreprises et les dépenses des consommateurs.*

*La nécessité de la distinction proposée apparaîtra surtout évidente lorsque nous verrons certains économistes de l'école keynesienne, telle l'éminente Mrs. JOAN ROBINSON, affirmer que la monnaie ne saurait jamais affecter les prix que par l'intermédiaire de la baisse du taux de l'intérêt, et de l'augmentation des investissements que cette baisse déclenche.*

*Cette thèse apparaîtra tout de suite ridicule, dès qu'on prétendra l'appliquer par exemple au cas de l'inflation allemande de 1923, ou bien à l'inflation dont le Brésil a récemment été le théâtre.*

*L'auteur indique les diverses raisons pour lesquelles il n'a pas retenu l'expression "monnaie inactive" (idle money) de HAWTREY (Capital and Employment, p. 166) pour désigner ce qu'il nomme "monnaie à effet indirect". D'abord, monnaie inactive" paraît signifier "monnaie thésaurisée". (KEYNES, Economic Journal, 1937, p. 250), or il existe encore un grand nombre de pays — tels la France, l'Espagne, le Brésil, etc... — où l'on observe une thésaurisation proprement dite, c'est-à-dire une préférence absolue pour la liquidité. En second lieu, la "monnaie inactive" de HAWTREY correspond au "motif de spéculation" de KEYNES; un "motif" qui est une simple fonction du taux de l'intérêt. Or ce que l'auteur a en vue c'est de la monnaie sous toutes ses formes, qui cherche à s'investir de n'importe quelle façon, par l'intermédiaire du marché monétaire ou du marché financier ou autrement, en des valeurs qui dépendent plus ou moins du taux de l'intérêt; bâtiments, terre, usines, etc... Cette extension du concept de "monnaie inactive" a déjà été suggérée par ROBERTSON dans sa réplique à KEYNES (Economic Journal, 1937, p. 433).*

3 — *L'auteur passe ensuite à la seconde partie de son sujet qui a trait à l'importance "relative" du taux de l'intérêt.*

a) *L'influence que l'on attribue souvent au taux de l'intérêt sur la formation de l'épargne, semble à l'auteur très exagérée. L'épargne dépend principalement du revenu national. Il est très*

contestable qu'un bas taux d'intérêt tende à la restreindre, cependant qu'un taux élevé la stimulerait. Le contraire peut bien se produire.

b) Les répercussions directes et purement mécaniques du taux de l'intérêt à court terme sur la position des entreprises industrielles et commerciales est vraiment très faible. Si le rythme de la rotation du capital circulant est de trois fois l'an, 3% de plus dans le taux de l'intérêt (qui passe par exemple de 6% à 9%) n'affectent les coûts qu'à raison d'1% du chiffre d'affaires. Une légère augmentation ou diminution des prix de vente est donc plus grosse de conséquences, pour les entreprises qu'une augmentation de 50% du taux de l'ex-compte. Il en est de même pour le spéculateur qui joue une hausse ou une baisse d'au moins 5 à 10% en trois à six mois.

L'élévation de 1% du taux de réescompte de la banque centrale ne peut signifier — pour une banque commerciale qui travaille sur la base d'un rapport de 20% entre ses dépôts et son encaisse — qu'un accroissement de charges de tout au plus 0,20%.

c) Pour ce qui concerne le taux de l'intérêt à long terme, son influence dépend de l'importance relative des charges de capital dans l'ensemble du coût de production. Cette importance est particulièrement marquée dans le bâtiment, et dans les entreprises qui mettent en jeu de longs investissements comme les entreprises de constructions hydroélectriques. Même en ce cas toutefois il se peut fort bien que le prix des matières premières affecte les décisions de l'entrepreneur plus que le taux de l'intérêt.

La théorie de WICKSELL ne tient pas assez compte des facteurs psychologiques et des coefficients d'imprévision. Si l'entrepreneur croit fermement que la courbe de la demande va se déplacer vers la droite; s'il est persuadé que les conditions présentes de la concurrence lui sont favorables; si son affaire a des disponibilités, si la situation générale lui inspire confiance, s'il se trouve bénéficiaire d'une situation de semi-monopole, etc... ce n'est pas une hausse modérée de taux de l'intérêt qui pourra le retenir.

En fait il n'y a pas d'investissements marginaux: en ce sens que les variations du taux de l'intérêt — disons entre 3 et 5% — n'affectent pas les décisions de l'entrepreneur. Il travaille sur des marges plus larges que cela.

*Et s'il en est ainsi dans les pays qui bénéficient d'une économie relativement stable, que dire de ceux où — comme en Amérique Latine — le coefficient d'imprévision est beaucoup plus élevé.*

*d) Le "taux naturel" de WICKSELL est une abstraction. MYRDAL se réfère à un "coefficient de réaction des investissements" (coefficient of investment reaction), HICKES à un "coefficient d'élasticité des prévisions" (coefficient of elasticity of expectations): tout cela signifie que les coefficients d'incertitude sont nombreux. HICKS écrit avec raison que le taux de l'intérêt est un élément trop faible des coûts pour avoir beaucoup d'importance, à tout terme. Et qu'à long terme, le risque est trop grand pour qu'il puisse jouer un rôle décisif.*

*e) Tout cela suggère que le rôle du taux de l'intérêt a très souvent été exagéré, parfois grossièrement. Cela ne veut pas dire toutefois qu'il ne soit pas important dans certains cas, comme celui du bâtiment, des travaux d'utilité publique et dans d'autres branches d'investissements, où les charges du capital représentent un élément important des coûts. Spécialement pendant les dépressions, il n'est pas indifférent que l'intérêt soit de 5% ou de 3%. Et puis il y a les facteurs psychologiques. Une hausse du taux de l'escompte de la banque centrale résonne comme un signal d'alarme: elle avertit qu'il va se produire une restriction, c'est-à-dire, un rationnement du crédit. L'effet du taux de l'intérêt sur la Bourse a lui aussi des répercussions psychologiques importantes. Quand les cours des valeurs montent, les gens ont l'impression qu'ils deviennent plus riches.*

*Dans un prochain article, l'auteur traitera de la technique d'une monnaie "bon marché".*