

O PROCESSO INFLACIONÁRIO BRASILEIRO*

(Parte III)

ORLANDO MENEZES**

OS EFEITOS DA TAXA NEGATIVA DOS JUROS E OS PROBLEMAS DA POLÍTICA DE JUROS

Consideremos, primeiramente, as taxas negativas dos juros cobrados pelo Banco do Brasil. São êles:

a) O efeito direto, que consiste na concessão de um subsídio aos que tomam empréstimos no Banco subsídio êsse, na verdade, financiado pela expansão da oferta monetária primária (ou seja, pela expansão dos meios de pagamentos).¹

*) Ver I e II Partes na *Revista Brasileira de Economia*, Ano 19, n.º 4, set./dez. 1965, págs. 5-23.

***) Doutor em Economia — Universidade de Princeton, E.U.A. — Economista do Escritório Técnico de Pesquisa Aplicada — Min. Planejamento.

1) Em 1963, quando a taxa inflacionária era de cerca de 80% ao ano, enquanto a taxa de juros cobrada pelo Banco situava-se em 12%, sendo a média anual dos empréstimos de 390 bilhões, acima dos depósitos do público (inclusive os depósitos compulsórios, para apresentarmos o caso sob o ângulo mais desfavorável) poder-se-ia estimar o subsídio (numa aproximação grosseira) como sendo de

$$\frac{80 - 12}{180} \times 390 \text{ bilhões} = 147 \text{ bilhões.}$$

Nesse cálculo considerou-se, apenas, o volume dos empréstimos que excederam aos depósitos do público. Isso porque, caso fossem iguais, a taxa

b) O efeito indireto, que consiste em estimular uma demanda de empréstimos superior às necessidades reais. Isso provoca uma distração do crédito para fins não econômicos ou especulativos e, possivelmente, um aumento no volume de crédito oferecido pelo Banco (o que agravaria a inflação).

Quanto maior a expansão inflacionária do crédito em termos reais, tanto maior a transferência do poder de compra do público, para as empresas, transferência esta semelhante à já mencionada no rodapé quando se explicou o efeito depositante da taxa negativa de juros em relação aos tomadores de empréstimos.

Tal transferência provavelmente tenderia a aumentar a taxa dos investimentos globais. (Advirta-se, no entanto, que esse aumento provavelmente não se daria senão nos estágios iniciais da inflação, quando a expansão do crédito poderia mais que contrabalançar a tendência do público de manter seus depósitos baixos para se defender da inflação.)

c) Outro efeito indireto que, na prática, não passa de um aspecto diferente de *b*: consistiria, em desestimular as empresas a aplicarem seu próprio capital, em vez do crédito bancário, em seus negócios, trazendo por exemplo dólar do exterior.

d) Por outro lado, a taxa negativa desestimula a poupança sob a forma de depósitos bancários. (Esse fenômeno foi contrabalançado pelo conseqüente desvio das poupanças para as letras de câmbio das Sociedades de Crédito, Investimentos e Financiamento. Parece provável que tal contrabalanceamento não foi senão parcial, em virtude da menor liquidez desses títulos, em relação aos depósitos bancários e ainda porque os juros pagos por eles, embora mais elevados que os dos depósitos bancários, não deixam de ser negativos em termos reais. Seria interessante calcular a tendência do valor do montante em circulação desses títulos, assim como o total do referido valor adicionado aos depósitos bancários, em percentuais da renda nacional. Essa série, especialmente em relação ao período em que esses títulos foram lançados ao público, ganhando popularidade, talvez indicasse o grau em que os investimentos nesses títulos resultou (e) numa distração da poupança, em detrimento dos depósitos bancários e (b) num aumento do volume total das poupanças líquidas em termos reais.)

Seria, portanto, possível criar um efeito antiinflacionário, que (1) pela elevação da taxa de juros do Banco do Brasil, quer (2) pela alte-

negativa de juros cobrada seria contrabalançada pela paga aos depositantes (que, provavelmente, na sua maioria, pertencem ao mesmo conjunto de pessoas que os tomadores de empréstimos). Dest'arte, a parte dos empréstimos financiada pelos depósitos não representa um subsídio, mas implica, apenas, na possibilidade de uma transferência, dentro do grupo de clientes do Banco do Brasil, daqueles que recebem empréstimos menores que seus depósitos, para os que recebem empréstimos maiores que seus depósitos.

ração da distribuição do total do crédito bancário, em favor dos Bancos privados; restringindo-se o volume real dos empréstimos pelo Banco do Brasil e abaixando-se a relação encaixe/depósitos dos Bancos privados (tal alteração teria, também, o mérito de reduzir as distorções criadas pela burocracia ou inversões políticas).

Essas medidas, naturalmente, não serão mais necessárias, uma vez que se alcance a estabilização monetária. Nada obstante, devem ser tomadas em consideração caso haja dificuldade em se atingir ou manter esta estabilidade.

No caso do sistema bancário privado, os subsídios decorrentes de uma taxa de juros artificialmente baixa não se baseiam na expansão do volume dos meios de pagamentos como no caso (a) acima em que nos referíamos ao Banco do Brasil. Implicam, apenas, em transferências de rendas dentro do setor privado. Têm, no entanto, efeitos semelhantes aos mencionados em (b), (c) e (d). Mas, ainda os efeitos (b) e (c) não são tão importantes como no primeiro caso, visto como o sistema privado cobra juros mais altos que o Banco do Brasil. Na verdade alguns Bancos cobram juros tão ou mais altos que a taxa inflacionária.

Acresce que o fato de cobrar taxas de juros negativos pode auxiliar o sistema bancário a manter o nível de seus depósitos, em termos reais estável, pois parece que, em muitos casos, o valor dos empréstimos que mantém junto a êle. Conseqüentemente, ao que parece, uma empresa um cliente pode obter de um Banco depende do nível de depósitos que que seja cliente de um Banco deve ponderar o seguinte:

1.º) Se o empréstimo que obtiver de um Banco fôr igual ao montante de seus depósitos, ela sofrerá uma perda líquida de juros, igual à diferença entre a taxa cobrada e a recebida, que é, em geral, muita baixa (não considerando os acórdos secretos que alguns Bancos fazem de pagar a alguns depositantes taxas mais altas).

b) Esse tipo de empréstimo representa um autofinanciamento circular. Se tomarmos o volume médio anual dos empréstimos e depósitos, vemos que o tomador de empréstimos está se autofinanciando, através do Banco, com uma perda de juros. Em compensação sua liquidez será maior que no caso de autofinanciar-se diretamente.

O Banco possivelmente permitirá que seu cliente retire todos os seus fundos em caso de necessidade, desde que, em média, mantenha um certo nível durante o ano (em relação aos empréstimos).

A empresa ao procurar satisfazer suas necessidades oscilantes de liquidez, teria dificuldades em encontrar haveres líquidos, que oferecessem uma taxa de juros negativa. Até hoje, os títulos, que mais de perto se aproximaram desse ideal, tem sido as letras negociáveis emitidas pelo Banco do Brasil em troca dos depósitos compulsórios para a importação sem uma taxa de juros negativa. Até hoje, os títulos que mais de perto

(A política do Governo é no sentido de eliminar êsses depósitos e, conseqüentemente, êsses títulos). Há, ainda, uma outra possibilidade, ou seja a letra de câmbio emitida pelas Companhias de Crédito, Investimento e Financiamento. Essas surgiram, principalmente, para escapar-se ao teto legal impôsto à taxa de juros. No entanto, os juros pagos por êles sempre permaneceram abaixo da taxa inflacionária e até mesmo da taxa de desconto das letras do Banco do Brasil.

2) As emprêsas, como um todo, recebem um volume de empréstimos superior ao de seus depósitos. Nesse caso, são os depósitos do público (os populares, que alcançam cerca de um terço de todos os depósitos) que cobrem a diferença.

a) Essa parcela constitui, naturalmente, uma fonte externa (não autofinanciada) de capital para a emprêsa.

b) Além dessa parcela, a emprêsa recebe um subsídio, que é a diferença entre os juros que pagam e a taxa inflacionária. Esse subsídio ocorre ainda no caso de empréstimos concedidos pelos Bancos privados, era êsse o caso pelo menos até há bem pouco tempo.

Como parece que as vantagens mencionadas em 1 (b) e 2 (a) (liquidez e capital adicional) não são suficientes para contrabalançarem as desvantagens de (1.º), vale dizer a perda dos juros inerentes ao processo de autofinanciamento circular as emprêsas deverão, talvez, obter a vantagem mencionada em 2b para que não baixem o nível real de seus depósitos junto aos Bancos. Essa baixa aumentaria a velocidade de circulação, agravando a inflação. Em outras palavras, enquanto os Bancos continuarem a pagar uma taxa negativa de juros sobre seus depósitos, inclusive os comerciais, essa taxa talvez seja mais antiinflacionária que inflacionária.

O ideal seria, naturalmente, que ambas as taxas, as cobradas e pagas pelo Banco, fôsem positivas. Quem perderia com isso seriam os devedores do Banco do Brasil e os Bancos privados (e, talvez, alguns de seus devedores). A conseqüente supressão da transferência artificial da renda para as emprêsas (à custa de um tributo que a inflação impõe ao público em geral, no caso do crédito subsidiado pelo Banco do Brasil) e para os Bancos privados (em detrimento de seus depositantes não comerciais) que se utilizam de parte dessas transferências para aumentar seus empréstimos às emprêsas, talvez resultasse numa redução da taxa da poupança e, conseqüentemente, num freio ao desenvolvimento econômico. Contudo, a supressão dêsses artificialismos seria neutra em relação à pressão inflacionária decorrente dos empréstimos dos Bancos particulares (assim como em nada alteraria o volume dos empréstimos do Banco do Brasil financiados pelos depósitos do público) enquanto nada significasse senão uma transferência de despesas do setor dos investimentos físicos, para o setor de consumo. Para que fôsse antiinflacionária seria de mister que resultasse num aumento da poupança em termos de depósitos bancários (entesouramento).