

## O problema do dinheiro barato \*

EUGENIO GUDIN

Vimos no artigo anterior que a influência da taxa de juros varia com a natureza do empreendimento e com a maior ou menor importância do custo do capital, em relação ao dos demais fatores de produção. No caso geral das grandes obras públicas e da construção civil, por exemplo, a parcela de custo de capital é geralmente elevada. Ao passo que, para a maioria das indústrias, prevalece o valor das matérias primas, da energia consumida e dos salários sobre a importância dos juros do capital de instalação, no caso das grandes obras públicas e das construções civis o serviço de juros do capital avulta, geralmente, em relação aos demais elementos do custo de produção. As instalações hidrolétricas, as redes de abastecimento de água e de esgotos, as construções civis, exigem o investimento de grandes capitais de instalação enquanto que as despesas ordinárias de custeio são de pouca monta.

Nos países economicamente adiantados, em que a rede ferroviária já quase atingiu o grau de saturação, onde cidades e zonas rurais dispõem de todos os grandes serviços públicos e onde o ritmo de cres-

---

(\*) Em prosseguimento ao artigo, do mesmo Autor, intitulado: *Moeda de Ação Indireta e a Taxa de Juros*, publicado no n.º 2 (dezembro de 1947) desta REVISTA.

cimento demográfico é reduzido, a questão do custo do capital para essas grandes obras ou construções civis tem menor importância do que em países como o Brasil, onde quase tudo isso está por fazer.

HAWTREY faz a êsse respeito uma distinção pertinente quanto à espécie de investimento. Ele fala de “extensão em largura” (*widening*) do capital, no sentido de um alargamento horizontal da estrutura capitalista: mais estradas de ferro, mais eletrificação para zonas rurais, mais casas para atender ao aumento da população; e fala de “extensão em profundidade” (*deepening*) ou extensão vertical, no sentido do aprofundamento da estrutura capitalista, quando aumenta a proporção do capital em relação ao trabalho, em virtude de novas invenções ou do aperfeiçoamento dos processos de produção.

A “extensão em profundidade” não é, evidentemente, tão fácil quanto a “extensão em largura”; a primeira depende do advento de novas invenções ou de novos métodos de produção, enquanto que a segunda importa na simples aplicação de processos de produção já conhecidos e experimentados. Daí a razão por que, nos países novos, a procura de capital para investimentos é relativamente mais acentuada do que nos países economicamente desenvolvidos. Isso não importa em adesão à doutrina de KEYNES e de HANSEN, da chamada “estagnação secular” aplicável a êsses últimos países, no sentido de uma escassez de oportunidades para investimentos. Inclino-nos mais a crer, com HABERLER, que dificuldades oriundas dos ciclos e dos fatores institucionais são aí impròpriamente interpretadas como deficiência secular de oportunidades para investimentos. KEYNES entende que em países economicamente de-

envolvidos e em ritmo lento de crescimento demográfico, “o preço do capital deveria baixar a zero”, o que, na realidade, só não acontece, no dizer do mesmo autor, porque, quando a taxa de juros cai abaixo de certo nível, 2%, digamos, a “propensão a economizar” torna-se infinita, isto é, quanto mais dinheiro é emitido mais é entesourado; a elasticidade da procura de dinheiro torna-se infinita; a curva de preferência pela liquidez passa a ser horizontal.

Seja como fôr (e não nos inclinamos a crer que seja assim), o fato é que, em países economicamente pouco desenvolvidos, como o nosso, em que as possibilidades de investimentos remuneradores são quase ilimitadas, a procura de capital é, forçosamente, muito intensa, ao mesmo passo que o volume das economias é reduzido por força de uma renda nacional ainda baixa. Essa é a principal razão por que nossas taxas de juros são elevadas.

Nossa situação a êsse respeito assemelha-se à dos Estados Unidos da guerra civil até a primeira guerra mundial, isto é, na fase de sua grande expansão econômica e demográfica. Os norte-americanos levaram, porém, sobre nós, a vantagem de saberem atrair, para seu país, grande massa de capitais estrangeiros, não só pela confiante acolhida que lhe proporcionaram mas também pela relativa estabilidade de taxas cambiais que souberam manter. Entre nós, o nacionalismo econômico (paradoxalmente anti-patriótico) e a instabilidade cambial têm sido responsáveis pelo afluxo relativamente diminuto de capitais estrangeiros, em um país de tantas possibilidades.

Economias nacionais escassas e reduzida entrada de capitais estrangeiros, a par de uma grande pro-

cura de capitais para investimentos públicos e privados de urgente necessidade, têm-nos conduzido ao caminho funesto da inflação, isto é, à criação de papel moeda como meio de suprir a deficiência de capitais. Mas — e aí é o ponto capital da questão — inflação é, como sabemos, sinônimo de taxas de juros elevadas. Inflação quer dizer preços em alta, procura acentuada de empréstimos bancários, diminuição conseqüente das reservas dos bancos e taxas de juros elevadas. Quanto mais dinheiro se cria, mais sobem os preços, num processo de auto-progressão.

Sob pressão inflacionista, as taxas de juros têm de ser elevadas, da mesma forma que, em situação de pleno emprêgo, os salários são ascendentes. A tendência geral das taxas de juros no Brasil, mesmo sem pressão inflacionista, já é tendência de alta, resultante da acentuada procura de capitais, de escassez de sobras da renda nacional, depois de deduzido o consumo, e da corrente, também escassa, de capitais estrangeiros.

Essa tendência geral é agravada pela pressão inflacionista. E uma das mais sérias conseqüências é a dificuldade, senão impossibilidade, em que se vê o Govêrno de encontrar tomadores para seus títulos da Dívida Pública Interna a taxas de juros compatíveis com o decôro do crédito da Nação.

Forma-se, assim, um circulo vicioso. A pressão inflacionista faz elevar as taxas de juros; isso impossibilita o Govêrno de colocar seus títulos no mercado; não sendo ilimitada a capacidade tributária do país, os empreendimentos governamentais, sempre numerosos entre nós, passam a ser financiados pelo *deficit* orçamentário, que, novamente, provoca a pressão inflacionista.

O Brasil está longe de ser o único país em que a despesa do Governo é superior à receita dos impostos. Isso se verifica em muitos outros países. Mas, nos países de economia organizada, a despesa correspondente aos empreendimentos governamentais é financiada pela emissão e venda de títulos da Dívida Pública. <sup>(1)</sup> Na Suécia, por exemplo, há dois orçamentos paralelos: o da despesa ordinária, financiado por impostos, e o de novos empreendimentos, financiado por títulos da Dívida Pública. Leva-se, nesse país, a ordem financeira ao ponto de exigir que cada empreendimento governamental assuma a responsabilidade do serviço dos empréstimos feitos para sua realização.

Essa questão do crédito do Governo cresce de importância, no caso do Brasil, pela amplitude que aqui, infelizmente, tomou o campo econômico controlado pelo Estado. Estradas de ferro, portos, navegação, indústria siderúrgica, mineração de ferro, etc., para só citar as principais, são atividades controladas e dirigidas, em sua grande maioria, pelo Governo Federal Brasileiro, enquanto que, nos Estados Unidos, elas são da alçada exclusiva da iniciativa privada.

#### LIMITAÇÃO LEGAL DAS TAXAS DE JUROS

Em certos países, como a Argentina e o Chile, tem-se procurado combater as altas taxas de juros, por meio de dispositivos da lei bancária, que limitam as taxas que os bancos podem pagar a seus depositantes, permitindo-lhes, conseqüentemente, reduzir a taxa de seus empréstimos. Na Argentina, a lei ban-

---

(1) A nossa Dívida Pública Interna, de cerca de Cr\$ 10 bilhões, é inferior ao orçamento federal de um ano, diminuta, portanto, em comparação com a da maioria dos países.

cária <sup>(2)</sup> estipulava: “os juros, sôbre os depósitos à vista, serão inferiores de três pontos pelo menos à taxa de redesconto do Banco Central e, sobre depósitos a prazo, de um ponto pelo menos inferiores a essa taxa”. E’ claro que as taxas pagas aos depositantes têm de ser inferiores à taxa de redesconto, sem o que os bancos prefeririam financiar-se com o recurso ao redesconto.

Assim, com uma taxa de redesconto de 5%, por exemplo, os bancos não podiam pagar mais de 2% sôbre os depósitos à vista, nem mais de 4% sôbre os depósitos a prazo. Mas, é preciso observar que a lei argentina, de 1935, foi baixada sob o signo de uma depressão, conjugada com escassez de dinheiro resultante dos *deficits* de seu balanço de pagamentos e conseqüentes saídas de ouro. Nesse caso especial, é perfeitamente compreensível que se procure fazer baixar as taxas de juros, por acôrdo entre os bancos ou por dispositivo legal.

Igual providência se justifica em situação inversa, de inflação, quando bancos menos escrupulosos passam a tentar os depositantes, oferecendo-lhes taxas, cada vez mais altas, em detrimento dos bancos mais prudentes e respeitáveis. Acresce que uma alta excessiva das taxas repercute sôbre as cotações dos títulos da Dívida Pública, por cuja relativa estabilidade cabe ao Banco Central velar.

Mas, nesse caso de inflação, a limitação das taxas há de ser moderada, não só porque sua baixa excessiva agravaria a inflação, como porque isso poderia dar lugar a uma retirada de depósitos dos bancos, pelo menos os de prazo fixo, para obter juros melhores por outros meios. “Chassez le naturel, il revient au

---

(2) Lei 12.156, de 1935.

galop". A Autoridade Monetária não pode pretender forçar a baixa das taxas de juros em período de inflação, além de certo limite, quando ela própria é responsável pela inflação que as faz subir.

De modo geral, não há como fugir ao princípio geral da correlação entre as taxas de juros e os preços. Preços em alta, taxas de juros elevadas. Só há uma política monetária realmente capaz de fazer baixar as taxas de juros. É suprimir a pressão inflacionista, para fazer declinar a procura de empréstimos. Governo e Banco Central devem conjugar seus esforços no sentido de limitar essa procura por parte do Governo e aliviá-la no setor privado. Nem por isso deixa de ser útil a outorga ao Banco Central da faculdade de fixar os limites máximos das taxas pagáveis aos depositantes, o que lhe permite corrigir anomalias ou abusos. E dada a possível diversidade de conjunturas, é preferível que essa faculdade não seja, como foi na lei argentina, ligada ao nível da taxa de redesconto. A outorga ao Banco Central dessa autoridade para fixar os limites de taxas pagas aos depósitos bancários, justifica-se, além do mais, pelo fato de exercerem os bancos a função pública de emissores de moeda bancária, moeda fiduciária do 2.<sup>a</sup> grau, como por ser o Banco Central responsável pela solidez do sistema bancário do país.

#### O CASO ATUAL DA INGLATERRA E OS E. UNIDOS

Um exame superficial da política monetária da Inglaterra, durante e após a guerra, pode fazer crer que é possível conjugar a pressão inflacionista com taxas de juros baixas. A partir de 1932, enveredou a Inglaterra, decididamente, pela política de dinheiro barato. Com o ouro e as disponibilidades que en-

tão afluíam ao mercado de Londres, puderam o Banco de Inglaterra e, especialmente, o "Exchange Equalization Fund", executar grandes compras de ouro, títulos e divisas, tornando o dinheiro abundante e fazendo baixar as taxas.

Essa política não oferecia dificuldade, uma vez que a situação econômica da Inglaterra, desde 1932 até o advento da segunda guerra mundial, era de constante depressão e desemprego. Durante e após a guerra, só foi possível manter a política de baixas taxas de juros, sob pressão incontestavelmente inflacionista, através do estrito racionamento e controle de preços. É o que se tem chamado de inflação reprimida, (*repressed inflation*). Mas isso não pode durar sempre. As baixas taxas de juros só poderão ser mantidas enquanto durar o controle absoluto dos preços e dos investimentos.

Nos Estados Unidos as taxas têm-se mantido baixas depois da guerra apesar da pressão inflacionista <sup>(3)</sup> por vários motivos. Primeiro, porque o Governo não recorre ao mercado monetário; o produto dos impostos, ainda muito elevados, é superior às despesas do Governo, o que lhe permite proceder, gradativamente, ao resgate da dívida flutuante, reduzindo empréstimos e depósitos bancários; segundo, porque, sendo de grande liquidez a situação das grandes empresas americanas, graças aos lucros acumulados durante a guerra, não precisam elas recorrer ao mercado monetário; terceiro, porque o parque industrial americano saiu da guerra mais bem aparelhado do que no seu início; quarto, porque a alta de preços e a situação de plena utilização dos fatores

---

(3) É de notar-se a considerável alta de preços nos últimos 12 meses.



de produção do país têm feito recuar a execução de novos empreendimentos.

Em um e em outro país, na Inglaterra como nos Estados Unidos, tem-se procurado evitar, por todos os meios, a elevação da taxa de juros, porque isso teria dois efeitos desastrosos: o aumento do serviço de juros de uma dívida pública de enormes proporções e, sobretudo, o prejuízo que essa elevação causaria aos bancos em cujas carteiras predominam hoje os títulos da Dívida Pública; a queda de cotação desses títulos, proporcional à alta da taxa de juros, poderia acarretar para os bancos a perda de boa parte de seu capital e reservas. <sup>(4)</sup>

#### CONEXÃO DAS TAXAS A CURTO E LONGO PRAZO

Tôdas essas considerações referem-se às taxas de depósitos bancários, isto é, à taxa a curto prazo. A taxa que mais nos interessa, porém, é a taxa de juros a longo prazo, que diz, diretamente, com o crédito do Governo e com os investimentos privados. A conexão entre as taxas a curto e a longo prazo varia, a nosso ver, de país a país, conforme o grau de unidade do sistema econômico e do mercado monetário. Esse grau de unidade é maior na Grã-Bretanha, por exemplo, do que nos Estados Unidos, e maior nos Estados Unidos do que no Brasil.

Num país pequeno como a Grã-Bretanha, que dispõe de grandes facilidades de comunicação entre suas várias regiões, e em que a população apresenta grau elevado de coesão nacional, a unidade econômi-

---

(4) Há, contudo, quem pondere (P. SAMUELSON — *American Economic Review* — 1945) que o prejuízo dos bancos seria, simplesmente, escritural, podendo eles conservar os títulos em carteira até o vencimento, para substituí-los, então, por outros de taxa mais alta.

ca e a influência do mercado monetário de Londres sobre o resto do país são muito mais pronunciadas do que em países de grandes dimensões, de imprensa e características regionais, de menor coesão nacional e de variedade de zonas geo-econômicas, como os Estados Unidos ou o Brasil.

Para a Grã-Bretanha, escreve o *Economist* <sup>(5)</sup> “considera-se que a política do dinheiro barato”, tendo atingido o mercado de títulos de primeira categoria (*gilt-edge*) e o mercado monetário, três quartas partes do problema estão resolvidas”. “Para os Estados Unidos”, escreve ALVIN HANSEN, <sup>(6)</sup> “o setor atingível pela política do banco central é o das taxas a curto prazo e o dos títulos de primeira categoria (*gilt-edge*). Mas, estes setores não são os únicos, nem, talvez, os mais importantes. As taxas baixas propagam-se, em certa medida, por outros setores, mas não muito efetivamente. A estrutura das taxas não é tão fluida e flexível como seria para desejar ... Seu efeito é reduzido sobre as taxas de hipoteca, sobre os títulos mais especulativos e sobre empréstimos comerciais e pessoais nas pequenas cidades e nas zonas rurais”.

No caso do Brasil, a extensão do país, a diversidade das zonas geo-econômicas e a precariedade das comunicações são elementos tendentes a diminuir o grau de unidade econômica. Pode haver, ao mesmo tempo, prosperidade no Nordeste, graças a bons preços de açúcar, e depressão em São Paulo, por má colheita ou baixa de preços do café, sem que o intercâmbio e as comunicações entre as duas regiões sejam de intensidade suficiente para compensar as diversidades.

(5) *Economist*, de 25 de maio de 1943, pág. 647.

(6) HANSEN, *Fiscal Policy*, pág. 80.

A conexão entre as duas taxas, a curto e a longo prazo, em determinado país ou região é assim descrita por Hicks: <sup>(7)</sup> “Se não se prevê uma alteração das taxas a curto prazo, a taxa a prazo longo excederá a de prazo curto de um prêmio normal de risco; se a taxa a curto prazo é considerada como anormalmente baixa, a taxa a longo prazo se estabelecerá a um nível nitidamente superior a ela; a taxa a curto prazo só será superior à taxa a prazo longo quando se considera que a taxa a curto prazo, no momento, é, anormalmente, alta”. Tudo se baseia, pois, no sistema de Hicks, na “elasticidade das antecipações” a que nos referimos no artigo anterior.

E a idéia de Keynes, sob êsse aspecto, é a mesma que a de Hicks. “A taxa de juros é determinada, a cada momento, em larga medida, pela idéia que se faz de seu valor futuro”. <sup>(8)</sup>

“Se se considera desprezível o custo da conservação do dinheiro”, prossegue Hicks, será mais vantajoso guardar-se o dinheiro do que emprestá-lo, sempre que a taxa de juros não exceder de zero. Nesse caso limite, a taxa a curto prazo para o período mais curto pode ser próxima de zero. Mas a taxa a prazo longo, tendo de considerar o risco de alta da taxa a curto prazo, durante o período do empréstimo, sempre se firmará em nível superior . . . E’ preciso, também, levar em conta outro risco mais importante: o credor a prazo longo (obrigações, por exemplo) pode querer vender seus títulos antes do vencimento, e se a taxa a prazo curto se elevou, nesse meio tempo, o credor sofrerá um prejuízo que pode ser importante”.

---

(7) HICKS, *Value and Capital*, págs. 144-152.

(8) KEYNES, *General Theory*, pág. 203.

Vê-se, assim, em resumo:

a) que a taxa a longo prazo excede, via de regra, a taxa a curto prazo de "um prêmio normal de risco" correspondente à possibilidade de alta da taxa a curto prazo durante o período;

b) êsse prêmio será tanto maior quanto menor fôr a possibilidade de monetização (venda) do título; um título da Dívida Pública é mais facilmente monetizável do que outro título de mercado mais restrito; uma hipoteca é, em geral, mais difícil de transferir do que um título cotado em Bôlsa;

c) além dêsse prêmio de risco, resultante da possibilidade de alta da taxa a curto prazo durante o período e da conseqüente baixa do valor do título a longo prazo, a que Hicks se refere, há um segundo prêmio variável com o grau de confiança no devedor, quer se trate de um Governo estrangeiro ou de uma empresa: o dinheiro será tanto mais caro quanto menor a confiança que merecer o devedor.

#### PERCALÇOS DO DINHEIRO BARATO

A redução generalizada das taxas de juros não é desacompanhada de percalços. Não somente os bancos vêm reduzir-se uma parte das receitas que lhes permitem suprir ao público o serviço bancário, mas os Institutos de Previdência Social, as Companhias de Seguros, as fundações, as sociedades de investimento, as universidades e instituições educacionais ou de caridade vêm-se desprovidas de boa parte de seus recursos. Como estas instituições são de interesse público e não podem deixar de ser mantidas, a comunhão terá, de um ou de outro modo, de aumentar suas contribuições para êsse fim.

O Conselho de Reserva Federal Americano observava, num relatório ao Congresso em 1940, que "a política de dinheiro fácil está levantando problemas sérios e de longa duração para o bem-estar futuro de nossas instituições de caridade e de educação, para os possuidores de apólices de seguros e de contas em caixas econômicas e para tôda a economia nacional".

De outro lado, a política de dinheiro barato cria também, um sério problema, quando a Autoridade Monetária, forçada a medidas de prevenção contra um surto inflacionista, é obrigada a levantar a taxa de juros, acarretando a baixa geral dos títulos do Governo e outros de igual categoria. Na atual conjuntura, tal eventualidade poderia ter sérias consequências para os bancos, tanto na Inglaterra como nos Estados Unidos.

Além disso, com uma Dívida Pública de perto de 300 bilhões de dólares, se os E. Unidos permitissem a alta da taxa de juros de 1% apenas, isso representaria um encargo orçamentário adicional de perto de 3 bilhões de dólares, quase a importância total do orçamento federal até 1930.

Nós não temos no Brasil, como têm os Estados Unidos e a Inglaterra, uma dívida pública interna de vulto excessivo nem grandes investimentos bancários em títulos. Mas temos necessidade de atrair o capital estrangeiro e sabemos que o principal estímulo à migração desse capital é o da diferença das taxas de remuneração. Uma redução apreciável de nossas taxas de juros teria o efeito de afastar o capital estrangeiro da aquisição de títulos ou obrigações nacionais. Isso não tem, contudo, maior importância; primeiro, porque a aplicação de capitais estrangeiros em títulos nacionais depende, na verdade,

mais da confiança em nossas leis e instituições e em nossa estabilidade cambial do que da taxa de juros e, segundo, porque o argumento não se aplica aos investimentos diretos de capitais estrangeiros no Brasil, porque a taxa de juros que, no caso, prevalece, é a do país de origem e não a nossa. Em nosso país, portanto, mais do que em outros, as vantagens da política de dinheiro barato para a economia nacional, em conjunto, sobrepujariam largamente seus percalços.

### S U M M A R Y

#### THE PROBLEM OF CHEAP MONEY

1) — *The Author explains the distinction proposed by HAWTREY between "widening" and "deepening" capital extensions, and says that in the case of Brazil investments of both types are badly needed.*

*With almost unlimited possibilities of remunerative investment, the demand for capital in Brazil is necessarily very intense, while supply of capital is restricted to the small surplus (after consumption) of a small national income, only supplemented by an inflow of foreign capital which, for several reasons, is still meagre in comparison to the possibilities.*

2) — *Scarce national savings and limited entries of foreign capital, facing an intense capital demand, often lead to the evil road of inflation. But inflation means rise in prices, accrued demand for bank credit and further rise of the rate of interest.*

*So the natural tendency for higher rates of interest, resulting from heavy demand and insufficient supply of capital, is only aggravated by the recurrent spurs of inflation.*

3) — *High rates of interest precludes the Government from selling its bonds on the market at anything like decent rates of interest. A vicious circle then often takes place. The inflationary pressure raises the rates of interest, this preclu-*

des the Government from placing its loans; the pressing necessity for investments forces the Government to carry them out; this leads to budgetary deficits and issues of paper-money, which reinforces the original inflationary pressure.

4) — In the Argentine and Chile attempts have been made to prevent the excessive rise of the rates of interest by banking laws, limiting the rates payable by the banks to their depositors, sight or time.

This legal weapon may prove to be useful under special circumstances, but it is directed to the symptoms rather than to the causes.

Rates of interest rise because of inflationary pressure and only by reducing or suppressing this pressure is it possible to reduce them.

5) — A superficial view of what now happens in Great Britain and in the United States may lead one to think that it is possible to reconcile low rates of interest with inflationary pressure. In Great Britain this can only happen due to the prevailing "repressed" or "suppressed" inflation, i.e. to the strict control of prices, rationing, etc.

In the United States the Monetary Authority is still able to hold the rate of interest at low levels while inflationary pressure prevails, mainly because the effective demand for capital is much alleviated: a) by the Government having ceased to borrow and obtaining a budget surplus which permits the reduction of the floating debt; b) by the condition of liquidity prevailing among most important corporations, which considerably reduces the demand for private capital; c) by the fact that industry in general came out of the war with efficient and modern equipment.

In both countries, there is a strong endeavour to avoid a rise in the rates of interest, not only for the burden on the budget but mainly for the feared consequences of the fall in the capital value of Government and other securities, representing a very large percentage of the banks portfolios.

6) — Explaining the connection between short and long term rates of interest on the principles laid by HICK (Value and Capital), the Author says that the command of the short rate over the long rate varies from country to country, accor-

ding to the degree of unity of the economic system and of the money market. This degree of unity, the Author say, is greater in Great Britain than in the United States and greater in the United States than in Brazil.

7) — Finally attention is called to the fact that low rates of interest are not deprived of evil consequences. Institutions for public savings, charitable and educational, universities, insurance and investment companies lose a good part of their resources and as they are institutions of public interest, they have to be maintained by some other form of contributions. Then a low rate of interest also involves the possibility or necessity of it having to be raised, with the inevitable consequences upon the value of securities.

This however hardly applies in the case of Brazil, where the size of the National Debt is still small and where the Banks do not keep large investments in their portfolios.

On the other hand, a low rate of interest in a country like Brazil might make it less attractive to foreign capital. But the inflow of foreign capital depends more on the confidence in the countries, behaviour and in the stability of its exchange rate than on the level of the rate of interest, within reasonable limits. As for direct investments of foreign capital, the influential rate of interest is that prevailing in the country of origin and not that prevailing in Brazil.

## R E S U M E'

### LE PROBLÈME DE L'ARGENT A BON MARCHÉ

1) L'auteur explique ce qu'entend HAWTREY lorsqu'il propose de distinguer les accroissements de capital en largeur (widening) et en profondeur (deepening). Pour le Brésil, dit-il, le besoin de l'une et l'autre de ces sortes d'investissements se fait puissamment sentir.

Le Brésil a des possibilités presque illimitées d'investissements rémunérateurs. Il en résulte que la demande de capitaux y est nécessairement très intense, cependant que l'offre de capitaux est réduite au faible excédent que laisse chaque année, sur la consommation, un revenu national très limité. A cet excédent s'ajoute seulement un afflux de capitaux étrangers



qui, pour un certain nombre de raisons, demeure maigre en comparaison des possibilités d'investissement.

2) Une épargne nationale insuffisante et des importations de capitaux limitées, en face d'une intense demande de capitaux, c'est là une situation qui conduit souvent sur la funeste voie de l'inflation. Mais l'inflation signifie montée des prix, demande accrue de crédits bancaires et donc hausse supplémentaire du taux de l'intérêt.

Ainsi la tendance naturelle à des taux relativement élevés d'intérêt, qui résulte déjà d'une demande de capitaux pressante en face d'une offre insuffisante, ne fait que s'accroître sous l'action répétée des stimulants de l'inflation.

3) Des taux élevés d'intérêt excluent pour l'Etat la possibilité de placer ses bons sur le marché à des conditions tant soit peu décentes. Un cercle vicieux se dessine alors fréquemment. La pression de l'inflation élève les taux d'intérêt, et cela empêche le gouvernement d'emprunter. Cependant le besoin pressant d'investissements le contraint à dépenser; cela conduit à des déficits budgétaires et à des émissions de papier monnaie qui viennent renforcer encore la tension inflationniste.

4) En République Argentine et au Chili, on a tenté de prévenir la hausse excessive des taux d'intérêt par des lois bancaires, qui limitent les taux que les banques peuvent consentir à leurs déposants à vue ou à terme.

Les armes législatives peuvent dans certaines circonstances se révéler utiles, mais leurs objectifs sont plus souvent des symptômes que des causes.

Si les taux d'intérêt s'élèvent, la cause en est dans la pression inflationniste: ce n'est qu'en atténuant ou en supprimant la pression inflationniste qu'on les peut eux-mêmes réduire.

5) A première vue, l'expérience actuelle de la Grande-Bretagne et des Etats-Unis pourrait faire supposer qu'il est possible de réconcilier de bas taux d'intérêt avec l'inflation.

Or en Grande-Bretagne cela n'a été rendu possible que grâce au système de l'inflation "réprimée" — ou supprimée — qui prévaut depuis la guerre (c'est-à-dire contrôle strict des prix, rationnement de la consommation, etc...)

Si aux Etats-Unis les autorités monétaires sont encore en mesure de maintenir les taux d'intérêt à des niveaux modérés cependant que la pression inflationniste ne se relâche point, c'est avant tout parce que la demande effective de capitaux se trouve très allégée, et cela pour les raisons suivantes: a) parce que le gouvernement a cessé d'emprunter, et dispose d'excédents budgétaires qui lui permettent de réduire sa dette flottante; b) à cause du haut degré de liquidité dont bénéficient les branches les plus importantes de l'activité économique, et qui réduit considérablement la demande privée de capitaux; c) enfin du fait que l'industrie en général est sortie de la guerre munie d'un équipement de haut rendement, et très moderne.

Dans ces deux pays, il y a une volonté arrêtée d'éviter la hausse des taux d'intérêt, non seulement pour ne pas alourdir le fardeau de la dette publique, mais surtout parce que l'on redoute les conséquences éventuelles d'une chute des cours des valeurs d'Etat, et d'autres titres qui représentent avec elles un pourcentage élevé des portefeuilles des banques.

6) L'auteur explique sur la base des principes formulés par HICKS (Value and Capital) quelles sont les liaisons entre les taux d'intérêt du court terme et ceux du long terme. Le taux du court terme gouverne plus ou moins étroitement celui du long terme selon les pays. Cela dépend du degré d'homogénéité du système économique et du marché monétaire. Cette homogénéité est plus poussée en Grande-Bretagne qu'aux Etats-Unis. Elle l'est aux Etats-Unis plus qu'au Brésil.

7) Enfin l'auteur fait remarquer que de bas taux d'intérêt ne sont pas eux non plus sans inconvénients. Les caisses d'épargne, les institutions de bienfaisance et d'éducation, les universités, les sociétés d'assurance et les sociétés de financement y perdent une grande part de leurs ressources, et comme ce sont là des organismes d'utilité publique, il faudra les soutenir autrement. D'autre part, un bas taux d'intérêt implique aussi bien l'éventualité ou la fatalité d'une hausse ultérieure, avec ses inévitables conséquences sur les cours de la bourse.

Ceci toutefois ne s'applique guère au cas du Brésil, où le volume de la dette publique est faible encore, et où les banques ne conservent que peu de titres en portefeuille.

---

*En revanche, un faible taux d'intérêt risque de rendre un pays comme le Brésil moins attrayant par les capitaux étrangers. Mais les importations de capitaux dépendent du degré de confiance qu'inspire la politique du pays et la stabilité de son change bien plus que du niveau de son taux d'intérêt, du moins tant que celui-ci évolue entre des limites raisonnables. Pour ce qui concerne les investissements directs de capitaux étrangers, le taux d'intérêt dont l'influence est décisive, c'est celui du pays d'origine des capitaux, et non pas celui du Brésil.*