

A ECONOMIA DA UNIVERSIDADE AO GOVÊRNO

OCTAVIO GOUVÊA DE BULHÕES*

I

Os problemas econômicos, por sua complexidade, não permitem, ao primeiro relance, formar uma idéia do que se passa. Como, entretanto, todos nós, na atividade cotidiana, somos envolvidos por êsses problemas, é natural que sejamos tentados a manifestar nossa opinião ao primeiro impacto que sofremos. Até aí nada de mais. O extraordinário, porém, é a repetição dos argumentos ilógicos, impregnados dos mesmos preconceitos, no correr dos séculos. Parte apreciável dos diálogos contidos no "Compendious on certayne ordinary complains", publicado em 1581, em Londres, não se afasta muito dos debates que mantemos, no Brasil, sôbre a alta do custo de vida, sôbre o comércio exterior, sôbre a desvalorização da moeda.

A insistência de idéias que surgem e ressurgem, a repetição de argumentos e contra-argumentos, leva alguns economistas a duvidar do êxito do ensino da economia, considerando-o incapaz de figurar ao lado das demais ciências. Os que descreem do atual ensino da economia, costumam invocar uma interessante observação de W. Leontief, segundo a qual se o grande físico do século XIX, James Maxwell, comparecesse a uma sessão ordinária da sociedade de físicos da América, êle teria sérias dificuldades para acompanhar os debates. Entretanto, no campo da economia, seu contemporâneo James Stuart Mill, seguiria, sem maiores embaraços, o raciocínio dos argumentos de seus sucessores, em pleno século XX.

O estranho não seria o conhecimento de Stuart Mill dos assuntos em debate. O realmente estranhável, sobretudo para Stuart Mill, seria o generalizado desconhecimento do público sôbre a lógica da interpretação dos fatos, depois de tantos anos de divulgação do ensino da economia, a partir das notáveis observações de Adam Smith.

*) Professor da Faculdade de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro e vice-presidente do Instituto Brasileiro de Economia da FGV.

Não se deve desdenhar do acêrvo de conhecimentos econômicos acumulado nas Universidades. Muito embora sejam acentuadas as condições peculiares de cada país e marcantes as mutações conjunturais, os governos, em suas linhas mestras, podem contar com seguros ensinamentos de averiguação dos fatos na conduta da política econômica. Se os governos sentem, às vezes, dificuldade de seguir o roteiro da lógica suprida pelas Universidades é porque a opinião pública ainda se acha sob a influência de preconceitos que perduram no curso do tempo.

Mas essa resistência não é motivo de desânimo e, muito menos de desespero. Esclarecimentos sôbre esclarecimentos, demonstrações sôbre demonstrações, nos permitirão convencer e vencer. Lembremo-nos de que a Igreja, com a sabedoria e a beleza das parábolas semeia as palavras do Evangelho há quase dois mil anos e, até hoje, as sementes ainda caem entre pedregulhos e espinhos, não é de admirar, pois, que os princípios da economia, de recente formulação, que apelam mais para o raciocínio do que para o coração, encontrem obstáculos e incompreensões.

Voltemos, contudo, os olhos para o passado, não muito remoto, e será fácil ver para os que compreendem a dificuldade de educar os povos, o quanto se progrediu no campo da economia, a par da barbarie que ainda envolve a humanidade. A conquista tem sido enorme. São raros os governos que desprezam a assistência honesta e imparcial de economistas universitários. É cada vez mais freqüente a adoção de medidas racionais, isentas de preconceitos, eqüidistantes do interesse dos indivíduos e das coletividades.

Os governos têm lucrado muito com a análise preparada nas Universidades. Por outro lado, no cipoal da vida econômica, as autoridades podem extrair observações que venham completar as pesquisas ou a concatenação das idéias acadêmicas. É meu propósito, nesta exposição, pedir a atenção para os seguintes pontos:

- a) preços relativos e nível geral de preços;
- b) lucros em geral e lucro do investimento;
- c) taxa de juros na ascensão e no declínio da inflação.

II

PREÇOS RELATIVOS E NÍVEL DE PREÇOS

1) A análise dos fatos econômicos impõe um processo de simplificação. O propósito é ressaltar os elementos relevantes, de maneira a impedir que o raciocínio se perca no emaranhado do irrelevante. Algumas vezes, incorremos, em excesso de simplificação. Depois, para corrigí-lo, inserimos um adendo que não recompõe a análise em seus devidos termos. Está neste

caso a simplificação que se costuma imprimir ao conceito dos preços relativos.

2) Ao dissociarmos, em compartimentos, os preços relativos e o nível geral de preços, somos induzidos a estabelecer uma dicotomia entre os primeiros e o segundo e não será o *encaixe monetário* a ponte capaz de ligar os dois setores. Para bem compreendermos a evolução dos preços, devemos nos empenhar em explicá-la de maneira direta com as variações dos meios de pagamento, considerando, concomitantemente, os preços relativos e o nível geral dos preços. Se assim não procedermos, estaremos deturpando o próprio conceito de preço que, antes de mais nada, é relação entre quantidade de mercadoria e quantidade de dinheiro. Não desejamos, porém, apresentar inovações no campo da análise. Limitaremos a assinalar quando as variações dos meios de pagamento realçam ou invalidam o sistema de preços relativos.

Enquanto os meios de pagamento variarem de modo a assegurar a constância do nível geral de preços, o que implica na elevação de preços de certos produtos como compensação da redução de outros, o nível geral refletirá a eficácia da relatividade dos preços. Nesse ambiente monetário, o sistema de preços relativos prevalece como fonte de orientação da produção e do consumo. Caso o acréscimo da procura de determinados produtos advenha de uma expansão monetária, é provável que a elevação de preços das mercadorias mais procuradas não seja contrabalançada pela redução de preço de outras mercadorias. Desaparecerá a tendência compensatória na variação da relação dos preços. As mutações tendem tôdas para o mesmo sentido. Há um movimento acumulativo de alta que aniquila a significação econômica da relatividade dos preços.

Com o prosseguimento inflacionário, altera-se o roteiro da orientação empresarial. Em vez dos empresários compararem as variações dos preços em determinado período, êles são induzidos a relacionar, de preferência, o preço de qualquer produto, do presente para o futuro, em consonância com a evolução do nível geral de preços. O ponto de referência é o nível geral e não mais, a relatividade dos preços.

No ambiente inflacionário, os empresários, sem receio da concorrência, são estimulados a elevar o preço de venda de seus produtos, uma vez que se capacitam das compras precipitadas por parte dos consumidores. Embora um produtor seja concorrente de outro, a diferença de preços deixa de prevalecer. O consumidor adquire as mercadorias sem a preocupação de comparar valores. A concorrência perde a sua expressividade. Os preços relativos passam para um plano secundário.

3) Durante a estabilidade do nível geral de preços, ao verificar-se o aumento da procura de um produto, o empresário poderá produzir mais, até o limite da produtividade máxima, isto é, até o limite do custo mínimo de produção. Daí em diante, a expansão da produção depende da construção de nova escala de produção — depende de um investimento — a

não ser que o empresário, em caso de possibilidade, julgue preferível aumentar a produção a custos crescentes.

Mas se o nível geral de preços se mantiver estável, ainda que o preço de um produto esteja em alta, em face do aumento da procura, o empresário receia perder a oportunidade de aumentar sua produção a custos constantes. Receia a concorrência de outros produtores. Mesmo na hipótese de livre concorrência, em que se parte do pressuposto do empresário não ter a veleidade de interferir no mercado, em se tratando de construção de novas escalas de produção, existe a preocupação do pioneirismo. As primeiras empresas, de maior eficiência produtiva, alcançam maiores lucros e por mais tempo.

Convenhamos, porém, que o estímulo da eficiência crescente da produção esmorece e chega a desaparecer quando se acentua a alta dos preços. Em um ambiente de nível geral de preços em elevações sucessivas, os empresários não se aventuram ao investimento. Contentam-se em expandir a produção a custos crescentes, já que em clima de inflação pouco importa operar a custos em alta. Perigoso é o preparo de nova escala de produção. Exige tempo e requer elevadas despesas. Se os preços sobem em ritmo acelerado, é impossível armar um orçamento, a não ser mediante revisões freqüentes e, nem sempre, se há de contar com capitais adicionais por ocasião dessas revisões.

4) Do exposto nos parágrafos anteriores, podemos inferir que os empresários deixam de orientar-se pelos preços relativos e voltam-se para a evolução do nível geral de preços, à medida que se generaliza e se intensifica a desvalorização da moeda.

Verificamos, também, ser nocivo aos investimentos o ambiente inflacionário.

Em resumo: pelo fato de haver flexibilidade de produção, ou seja capacidade para produzir mais, isso não significa a prevalência de desestímulo à construção de novas escalas de produção. Muito embora o consumo esteja sendo atendido, existe a perspectiva de acréscimo da procura. As empresas que estiverem melhor aparelhadas serão aquelas em condições de auferir maiores lucros. A produção pioneira é sempre rendosa, ainda que se trate de simples acréscimo de quantidade. É constante a renovação do processo produtivo. As inovações não cessam.

O que desencoraja os investimentos são os custos crescentes, sem perspectiva de estabilidade. O que deixa de induzir ao investimento é o desinteresse da eficiência provocado pelo declínio da concorrência, com a ruptura do sistema dos preços relativos.

Se a variação do nível geral de preços fôr em sentido oposto ao descrito nos parágrafos anteriores, as conseqüências não serão de ruptura do sistema de preços relativos. Ao contrário, ele se apresentará, provável-

mente, mais aguçado. Mas o ambiente depressivo não induzirá à expansão e, muito menos, aos investimentos.

5) Repete-se, com frequência, que a evolução econômica, fundamentada no desenvolvimento das grandes empresas, com acentuada influência na compra dos fatores de produção e na venda dos produtos, tornado inexpressivo o mercado. Segundo esse ponto de vista, o preço de mercado é o preço fixado pelas empresas. De qualquer modo, porém, o mercado subsiste porque o poder de substituição dos produtos supera a força monopolística. Mercadoria alguma, cujo preço é comercializado em termos incompatíveis com os preços dos demais bens e serviços, escapa à substituição.

A importância dos preços relativos tanto se faz sentir no amplo mercado de milhares de vendedores e de compradores, como no restrito círculo de poucos entre muitos. E, tanto em um como em outro caso, a importância dos preços relativos desaparece quando o nível geral de preços sobe, acentuada e sistematicamente.

Rompido o sistema de preços relativos, por força da desvalorização monetária, como se restabelece o sistema, uma vez eliminada a inflação?

No Brasil, a inflação ainda não foi eliminada. Todavia, as primeiras provas de um combate mais sistematizado, permitem algumas observações.

Tivesse a inflação brasileira se desenrolado em inflação aberta, provavelmente, seria bem mais simples eliminá-la e restabelecer o império do sistema dos preços relativos. Ocorre, porém, que a par da inflação aberta para os produtos industriais, com subsídio cambial, houve inflação represada para diversos produtos agro-pecuários, a maioria dos serviços públicos, os aluguéis de imóveis e as exportações. Impunha-se, conseqüentemente, uma política de liberação de preço dos produtos agro-pecuários, o reajustamento das tarifas dos serviços públicos, dos aluguéis e da taxa de câmbio.

Na fase de combate à inflação, contrabalançando a elevação dos preços que tinham sido represados, os preços dos produtos industriais deveriam manter-se estáveis. Como, entretanto, poderiam eles alcançar a estabilidade, logo no começo do combate à inflação, se subiam os preços da energia elétrica e dos combustíveis?

Nos primeiros meses de 1965, as empresas industriais encontravam-se em dificuldade de venda de seus produtos. Os preços começaram a declinar e os consumidores, retraídos, aguardavam maiores quedas. Era um princípio de recessão. Nessa oportunidade, o Governo suprimiu, temporariamente, o imposto que recai sobre os bens duráveis de consumo, ato que determinou o aceleramento das compras. Infelizmente, nesse mesmo período, eram expandidos os meios de pagamento para atender aos excedentes agrícolas e o excesso de cambiais, em decorrência do grande saldo das exportações sobre as importações. Se, paralelamente, o Governo tivesse conseguido um saldo orçamentário, é provável que viesse a registrar-se a

estabilização dos preços. Não haveria aumento do produto nacional, mas, provavelmente, não se chegaria à recessão, ainda que o setor particular fôsse, também, parco na realização de investimentos.

O adiamento de novos investimentos não retardaria o progresso do País porque aceleraria o combate à inflação e consolidaria, rapidamente, as finanças públicas e particulares, possibilitando uma expansão econômica em bases mais seguras do que as atuais. O Governo, com menores dispêndios, poderia substituir a receita da venda das Obrigações do Tesouro em favor de uma redução da receita tributária. Seria um meio de aliviar as disponibilidades financeiras das empresas e alargaria a receita dos consumidores. As empresas particulares, por seu turno, abstendo-se de investir, reforçariam seu capital de giro, sem necessidade de pressionarem o mercado de crédito. *

6) Acredito que as considerações expostas, com o refôrço da análise constante do anexo I, permitem demonstrar a dificuldade da separação dos preços relativos e do nível de preços, conquanto sejam elementos diferenciáveis. Não chegamos, pois, ao extremo das observações de Oscar Lange ou de Patinkin. Não sei, porém, se, praticamente, podemos seguir as conciliações de Garner Ackley ou de Mario Henrique Simonsen. O que me parece possível, porém, é considerar as variações dos preços relativos com a atenção voltada para a variação dos meios de pagamento e a evolução do nível geral de preços.

III

LUCROS EM GERAL E LUCRO DO INVESTIMENTO

7) Os livros didáticos, atualmente em uso, passam muito por alto a caracterização do investimento como produção indireta. Hague e Stonier constituem uma exceção e, assim mesmo, muito perfunctória. Ninguém acompanha as explanações de um Taussig sobre a produtividade dos investimentos. Relaciona-se, demasiadamente, o lucro ao risco, deturpando-se o sentido da lucratividade do investimento. Não se estabelece a distinção entre os lucros exclusivamente pecuniários dos lucros originados da modificação do processo produtivo.

Esse defeito da análise acadêmica deixa de esclarecer a ligação entre os investimentos e o problema monetário e, sobretudo, não contribui para eliminar sérios preconceitos contra os lucros.

8) As escalas de produção contêm fatores indivisíveis, tais como os edifícios construídos, os equipamentos instalados, a técnica produtiva assen-

*) No anexo I são apresentadas maiores explicações.

tada, a direção administrativa admitida. Tudo isso pode ser alterado. Mas é necessário edificar nova escala de produção. É necessário adotar novo processo produtivo. Durante o preparo do novo processo produtivo, (construindo, instalando, instruindo e adaptando) muito se produz sem conseguir produto algum a ofertar. É uma produção indireta, cuja finalidade consiste na obtenção de produtos no futuro. É o oposto do que se verifica nas escalas de produção em funcionamento, em que há produção e, simultaneamente, possibilidade de oferta de produtos ao mercado. Produz-se para o presente.

Enquanto os economistas não se lembraram de separar a produção indireta da produção direta, a compreensão do investimento manteve-se na mais densa nebulosidade.

Graças à engenhosidade de Böhm-Bawerk e, sobretudo, à lucidez de Wicksell, o investimento tornou-se inteligível. Ao seu tempo, a palavra "investimento" era desconhecida. Falava-se, apenas, em capital. Na verdade, porém referia-se Wicksell à aplicação de recursos economizados para financiar a produção indireta, *durante o seu período de elaboração*.

Grifamos a expressão *durante o período de elaboração* para realçar o elemento tempo, tão bem assinalado por Wicksell, quando explicou o processo indireto de produção. *

*) Capital é um termo genérico. Abrange investimentos já realizados, compreende a acumulação de mercadorias ou de recursos financeiros. Tem a conotação de estoque. A produção indireta, porém, é fluxo, é aplicação de recursos *durante um período*. Fosse a palavra *investimento* usada ao tempo de Wicksell e certamente o seguinte trecho de sua lavra seria ainda mais lúcido:

"Em que consiste o capital? É de uso pensar-se em estoques de bens, nos armazéns dos industriais ou comerciantes, prontos para o consumo. Mas isso é incorreto. A magnitude dos estoques é de diminuta importância para a compreensão do fenômeno de capital. Ao contrário, devemos ignorar os estoques e admitir que todos os bens se destinem ao consumo e ao processo produtivo. O capital não deve ter a forma material. Deve ser entendido como ato de renúncia ao consumo presente. Devido à redução do consumo, o trabalho e a terra ficam liberados para a elaboração de capital fixo para produção de consumo futuro.

Esse trecho, que consta do volume II do "Lecturas on Political Economy", explica a seguinte definição de capital (investimento) que figura no volume I: "Investimento significa trabalho e terra economizados (fatores não utilizados na produção direta, liberados para a produção indireta). Juro (o lucro do investimento) é a diferença entre a produtividade marginal do trabalho e da terra economizados e a do trabalho e da terra empregados na produção direta".

Usando a terminologia corrente, poderemos dizer que investimento é a aplicação de recursos poupados na realização de novas escalas de produção e que o lucro do investimento advém da expectativa de aumento da produtividade dos fatores nas novas escalas de produção, em comparação com a produtividade dos fatores nas escalas de produção existentes.

Uma vez considerado o investimento como produção indireta, destinada a suprir produtos no futuro, surge necessariamente o problema do período de produção. Enquanto se realiza o investimento, aumenta-se a pressão da procura, fenômeno de grande importância, sobretudo nos países em desenvolvimento. É importante, sob o ponto de vista da empresa, porque, durante esse período, há despesas sem receita. É importante para a coletividade, porque, durante esse período, há retenção de fatores de produção, utilização de serviços, emprêgo de combustíveis e de matéria-prima, sem a contra-partida da oferta de produtos. Esse o importante aspecto de ligação do investimento com a política monetária.

Com o propósito de realçar a importância do período da produção indireta, no que concerne à retenção de recursos, sem a oferta de produtos, compensada, porém, com o futuro aumento de produtividade, Wicksell julgou de bom aviso elucidar o fenômeno do investimento com a melhoria de produção do vinho. O exemplo é feliz porque permite destacar, com facilidade, os seguintes componentes da conceituação do investimento:

- 1º) Em vez de consumir-se o vinho verde, decide-se transformá-lo em bebidas de maior apuro. Renuncia-se ao consumo imediato. (poupança e investimento) .
- 2º) O tempo de aprimoramento do vinho é o período de produção indireta; é o período do investimento.
- 3º) O tempo de duração da produção indireta está subordinado à melhoria da qualidade do produto, indicada pelas margens de acréscimo do preço do produto.
- 4º) Os diferentes acréscimos de preços, resultantes dos diferentes períodos de envelhecimento do vinho, são relacionados ao valor inicial do investimento, o valor do vinho verde, permitindo desse modo, a escolha da taxa de rentabilidade capitalizada que seja relativamente mais significativa.

Em lugar, porém, dos continuadores de Wicksell manterem a ênfase nos acréscimos de produtividade, preferiram dar realce à “espera”,

Resta um esclarecimento sobre a produtividade. É produtividade em termos físicos ou em termos monetários?

Se apelarmos para as quantidades, somente em casos excepcionais teremos meios de chegar à comparação. Frequentemente, nos perdemos no mar da heterogeneidade dos bens e serviços. Se apelarmos para os valores, surgirão complicações. Mas são obstáculos vensíveis ou contornáveis. A definição de Keynes — da eficiência marginal do capital — é, em linhas gerais, a definição do investimento de Wicksell, expressa em termos monetários. Oferece, entretanto, a desvantagem de silenciar sobre a disponibilidade dos fatores de produção poupados que, a meu ver, é inerente à conceituação do investimento. Se apelarmos para as contribuições de Wicksell e de Keynes, conjugando-as, alcançaremos resultados satisfatórios.

uma vez que o próprio Wicksell, no seu exemplo, falava mais na espera do que na melhoria do vinho. De fato, o exemplo do vinho está tão ligado ao prazo de armazenamento que nos descuidamos da produtividade, ou seja, da melhoria da qualidade do vinho registrada nas diferenças de preços de venda, fonte da taxa de rentabilidade. Mas, sem dúvida, com esse descuido, deturpou-se a análise.

A deturpação advém do fato da “espera” achar-se mais relacionada com o mercado monetário do que com a inovação do processo produtivo, isto é, com os investimentos. Se, entretanto, dermos ênfase à “espera”, poderemos ser induzidos a admitir uma influência da taxa de juros sobre o período da produção indireta que é logicamente inaceitável. Basta ponderar que empresário algum prolonga ou encurta o período de produção, em fase da taxa de juros do mercado monetário. O tempo de elaboração de um investimento é requisito técnico. Quem pode levantar uma construção em menos de um ano não prolonga o período de produção por mais de dois anos, ainda que se mantenha muito módica a taxa de juros. Quem precisa de dois anos de investimento não consegue concluí-lo em menos de um ano.

A importância do período de produção está no tempo do preparo do investimento, porque é nesse período que a renda se desdobra, *enquanto não há oferta de produto*.

9) Difícilmente se admite o preparo de um projeto, visando à construção de uma nova escala de produção, a não ser que haja fundada expectativa de apreciável aumento de produtividade, em relação aos resultados apurados nas escalas de produção em funcionamento. Ainda que se cogite de simples substituição de equipamentos já instalados, o empresário não deixa de examinar a possibilidade de melhoria da eficiência produtiva. É na melhoria da produtividade que se encontra a fonte da formação dos lucros. Há, sem dúvida, um risco em qualquer inovação, como, também, pode haver um risco na preservação da obsolescência.

O empresário mede as vantagens da construção de nova escala de produção. Estima sua rentabilidade. Reconhece o acréscimo de produtividade. Falta-lhe, contudo, a certeza. O empreendimento não é infalível em sua execução. O empresário há de arriscar, porque se não superar o obstáculo do risco, ele ficará vacilante. E o vacilante nada realiza, como já dizia Goethe.

Concluir, todavia, que o lucro advém do risco é enveredar pelo acessório. Por mais romântico que seja esse acessório, a explicação da formação do lucro continua a ser a do acréscimo de produtividade, previsto no projeto de investimento.

A comparação da rentabilidade dos fatores de produção entre uma nova escala de produção e a escala de produção em funcionamento é exequível, embora, às vezes, envolva cálculos complexos.

Influem nessa comparação a expectativa da evolução do consumo, da evolução da técnica dos processos produtivos, da evolução dos preços. O que menos influi é a taxa de juros, conforme exporemos mais adiante, a não ser nos casos extremos de anormalidade monetária.

10) Em um país que se desenvolve a propensão marginal a poupar é de primordial importância.

A expressão propensão marginal a poupar é feliz. Em poucas palavras pede-se a atenção para a utilização do acréscimo de renda. Um país que evolui, que progride, acusa acréscimos de renda, de ano para ano. Se o acréscimo da renda não fôr investido, mediante elevada propensão a poupar, o crescimento da economia tende a estabilizar-se. E para que a propensão a poupar seja acentuada, é necessário haver estímulos. É indispensável remunerar a poupança.

A longa exposição feita em torno da conceituação do investimento visou a demonstrar que sua realização depende da utilização de recursos disponíveis. Ora, se utilizarmos os recursos disponíveis na produção indireta, isso significa que não podemos, ao mesmo tempo, empregá-los na produção direta. Em outros termos, devemos retirar parte do acréscimo da renda de sua aplicação na procura de bens de consumo. Ao estimularmos a propensão marginal a poupar, evitamos que a propensão marginal a consumir force a elevação dos preços dos bens de consumo, trazendo essa alta uma perturbação ao custo da produção, isto é, encareça e dificulte os investimentos. Podemos, pois dizer que *a remuneração da poupança é o custo da transferência dos fatores de produção do setor do consumo para o setor dos investimentos.*

De onde provém a soma destinada a remunerar a poupança? Do resultado do investimento. É soma que resulta do acréscimo de produtividade. Não se trata apenas de produção adicional. É produção adicional, conjugada com o acréscimo da eficiência. (Ver Anexo II)

11) Tão arraigada é a idéia de lucro subordinado à transferência de renda que devemos insistir na lucratividade do investimento.

O lucro do investimento, pelo fato de resultar do acréscimo de produtividade, permite a obtenção de um excedente de produção que a todos favorece: consumidores, assalariados e capitalistas, ou sejam aqueles que pouparam para financiar o investimento. Não se retira parcela alguma de ninguém. Todos recebem, direta ou indiretamente, um acréscimo de renda.

É frequente, entretanto, a generalização do lucro "confisco". Fala-se muito em lucro como vantagem para uns, em detrimento de outros. Afirma-se e repete-se que o enriquecimento de uns é o empobrecimento de outros.

Devemos admitir que antes da revolução industrial, quando prevalecia o espírito da lucratividade baseada na escassês, o lucro fôsse associado à transferência de renda. Mas depois de desencadeados os investimentos já não se pode ligar o lucro ao provento da escassês.

Os historiadores da vida econômica referem-se ao pré-capitalismo e ao capitalismo. O pré-capitalismo é apresentado em ambiente bucólico, caracterizado por uma economia de consumo, no sentido da produção obedecer à procura mais ou menos definida, segundo a hierarquia social dos consumidores. É um fenômeno característico da Idade Média. O capitalismo, compreendendo o mercantilismo, é pintado com côres mais negras.

Mas o capitalismo da revolução industrial é muito diferente do capitalismo da era mercantilista. No próprio Adam Smith podemos observar essa diferença, quando êle fez sentir que a produção não poderia estar sujeita aos privilégios mercantilistas que asseguravam aos produtores lucros oriundos da imposição de preços baixos aos que forneciam as matérias primas, nem a imposição de preços altos aos que adquiriam os produtos. "O consumo" diz Adam Smith "é a finalidade e único propósito da produção; o interesse do produtor deve estar subordinado ao interesse do consumidor" ... "Entretanto, no sistema mercantilista, o interesse do consumidor é constantemente sacrificado, em benefício do produtor; considera-se a produção e não o consumo a finalidade da indústria e do comércio" (Livro IV, capítulo VIII, do *Wealth of Nations*).

Adam Smith apela para a liberdade de produzir porque tem em vista uma produção cuja lucratividade repousa na eficiência produtiva e não em artifícios pecuniários. A êsse propósito parecem-me muito sugestivas as ponderações formuladas pelo professor Wesley Mitchell, ao dirigir-se a uma sessão conjunta da "American Economic Association", e da "American Society of Mechanical Engineers", em dezembro de 1922, nos seguintes termos: "Adam Smith e James Watt eram amigos na Universidade de Glasgow, quando Smith lecionava e Watt fazia suas experiências. Ambos arquitetavam o acréscimo da eficiência da produção"... "São decorridos 160 anos desde que Adam Smith e James Watt começaram suas carreiras em Glasgow. Nesse intervalo, a revolução industrial, que começou no decênio de 1750, produziu um novo mundo. Olhando para trás, vemos com clareza que êsse nôvo mundo é o produto da associação da engenharia com a economia."

Tivessem alguns historiadores prestado mais atenção ao aspecto técnico do processo produtivo e, provavelmente, o capitalismo seria menos discutido em face do catolicismo e do protestantismo. Afinal, como conclui Amirtori Fanfani — "Tendo presente que na Espanha não existiu a preocupação de realizar metódicamente a racionalização mais adequada da técnica econômica e que, apesar da Itália possuir um agudo espírito inventivo, poucos louros alcançou no campo das aplicações industriais,

não é difícil concluir que os países latinos foram prejudicados pelo seu mais lento progresso técnico, ao passo que, entre os países nórdicos, a Inglaterra colheu os melhores frutos da racionalização sistemática, sobretudo porque soube orientar a tempo os seus esforços para a produção em massa”.

Há no mercantilismo o espírito empresarial e há o recurso a capitais para a realização de empreendimentos, notadamente na navegação. Esse capitalismo, porém, está longe de abranger o aumento de produção pelo acréscimo da eficiência produtiva. O processo indireto de produção é incipiente e a idéia de lucros relacionada com o acréscimo de produtividade é desconhecida. O lucro está subordinado à valorização ou desvalorização do produto. Não se pressupõe o lucro baseado no acréscimo da quantidade, em decorrência do aperfeiçoamento produtivo. O lucro do investimento, como soma adicional de renda, capaz de favorecer simultaneamente produtores e consumidores, capital e trabalho, somente veio a ser compreendido no Século XX, embora no curso do Século XIX a sistemática dos investimentos fôsse notória. Perdurou, porém, por muito tempo, a noção exclusiva da lucratividade da escassês, do lucro confisco.

Se nos lembrarmos, sem contar o passado mais remoto, que a partir de Cristo, no total de vinte séculos, apenas os dois últimos é que abrangem uma fase de investimentos sistemáticos, não será de estranhar-se a dificuldade da compreensão do lucro como renda adicionada ao conjunto da renda da coletividade. Persiste a idéia do lucro diabólico de transferência de renda, a favor de uns e contra outros, bem registrado na “Imitação de Cristo”.

“Trabalha a natureza para o seu próprio interêsse e calcula o lucro que lhe pode advir dos outros. A graça, porém, sem cuidar no que lhe é útil ou vantajoso, considera mais o que aproveita ao maior número”.

A mentalidade de dezoito séculos completos em vinte séculos incompletos não pode deixar de trazer preconceitos de um passado econômico profundamente diferente da era dos investimentos. É natural que a idéia arraigada do lucro “confisco”, do lucro que pode advir dos outros, dificulte a compreensão do lucro originado do progresso técnico, um lucro global, que, na verdade, *aproveita ao maior número*.

12) Tão persistente é o conceito de lucro subordinado à transferência de valores, que freqüentemente observamos a tendência à *valorização* dos produtos. Na própria esfera acadêmica, faz-se sentir a influência das diferenças de valores em vez dos acréscimos da produtividade.

A Escola Austriaca, com sua argumentação contra a Escola Socialista, obviamente adepta do lucro confisco, deixa-se envolver por considerações que ligam a idéia de lucro à transferência de recursos. Böhm-Bawerk, o primeiro economista a dar ênfase à produção indireta — chave

da explicação do investimento — em vez de cingir-se à produtividade, como fonte do lucro, envereda pela explicação da “espera” ou da diferença psicológica de valores entre os “bens presentes” e “bens futuros”, diferença que nos conduz à idéia de uns receberem a mais o que outros conservam a menos.

A confusão dos lucros de caráter pecuniário — lucros decorrentes da transferência de renda — com os lucros originados do acréscimo de renda dos investimentos, trás como consequência um clima prejudicial ao desenvolvimento econômico. Cria antagonismos, levanta obstáculos à iniciativa empresarial, e, por não separar o jôio do trigo, é nociva até na economia socialista, onde a integral eliminação de lucro acarreta dificuldades à consistência do equilíbrio entre a procura e a oferta de bens de consumo.

Nos países socialistas, pela ausência de cooperação exterior, a transferência de recursos da área do consumo para a do investimento foi extraordinariamente marcante. Desde que se transfiram recursos e trabalho para o setor dos investimentos, obviamente a oferta de bens de consumo não corresponde à procura determinada pelo poder de compra proveniente da totalidade da remuneração recebida pelos assalariados, quer os que trabalham na elaboração de bens de consumo, quer os empregados no preparo dos investimentos. É pois, necessário reduzir a pressão da procura dos bens de consumo.

Nos países denominados capitalistas, a aludida pressão é consideravelmente suavizada pelo estímulo à capitalização. A parcela de renda que forçaria o aumento de preços dos bens de consumo é encaminhada para a área dos investimentos, mediante a perspectiva de lucros proporcionados pelos investimentos.

A perspectiva de lucro é, portanto, um meio que possibilita uma distribuição de renda superior à oferta de bens de consumo, uma vez que o excedente da renda sobre a produção de bens de consumo é utilizado no dispêndio do preparo dos investimentos.

O surgimento, de quando em vez, do mercado negro nos países socialistas é sinal da escassez de bens de consumo conjugada com a pressão da procura. Os governos poderiam eliminá-los ampliando a produção de bens de consumo e reduzindo os investimentos. Mas êsse procedimento significaria a diminuição da expansão da economia. Representaria o sacrifício de um desenvolvimento programado. Preferiam, pois, as autoridades, o alvitre da tributação. Em outros termos: o excedente da renda que deixa de corresponder à oferta de bens de consumo é absorvida por meio de impostos. O equilíbrio é alcançado, mas mediante a redução da renda real. É o processo da economia forçada. Retiram-se parcelas da renda sem o propósito de retribuição. Entretanto, essa retribuição representa o custo da transferência dos fatôres da área do consumo para a área do investimento. Nestas condições, quando no regime socia-

lista se deixa de pagar juros ou dividendos, na verdade deixa-se de computar o custo do investimento. E é importantíssimo o levantamento desse custo para a própria seleção dos investimentos. Graves desperdícios podem ser evitados quando se afere o custo do investimento. Creio ser esse um motivo suficiente para desaconselhar o Estado a recorrer à receita tributária com o propósito de financiar investimentos de natureza rentável. O apêlo ao crédito público é o caminho mais acertado.

Estou convencido de que mais cedo do que se supõe, os países socialistas, sem instituírem a propriedade particular dos meios de produção, acabarão por adotar a poupança voluntária, remunerando-a com o propósito de dar consistência ao equilíbrio entre a oferta e a procura dos bens de consumo.

IV

A TAXA DE JUROS NA ASCENSÃO E NO DECLÍNIO DA INFLAÇÃO

13) Antes de analisarmos certo número de dados que se relacionam com a opção entre a compra de ações e a compra de letras de câmbio — títulos de crédito de prazo curto — parece conveniente ressaltarmos alguns aspectos da formação das reservas monetárias e do sectionamento do mercado de capitais. São explicações que poderão contribuir para maior precisão da análise da evolução da taxa de juros e sua influência sobre o mercado de capitais.

a) *Reservas Monetárias*

14) A simples periodicidade de recebimento da renda, como seja o pagamento mensal de salários ou o pagamento semestral de dividendos, nos permite reconhecer o imperativo da formação de reservas monetárias, mantidas em disponibilidade líquida enquanto não são transformadas em despesas de consumo ou aplicadas em investimentos.

Se uns mantêm disponibilidades líquidas, outros, desprovidos de reservas monetárias, precisam atender a compromissos imediatos. É natural que estes procurem aqueles, com a solicitação de crédito. Mas o detentor de uma reserva monetária, ao atender ao pedido de crédito, sofre uma redução de liquidez em suas disponibilidades. Ao transformar-se o dinheiro em títulos de crédito, é necessário aguardar algum tempo para readquirir a liquidez. Se fôr negociado o título antes do prazo poderá haver o risco de prejuízo. Há que suportar uma “espera”. Todavia, parece assistir razão a Keynes quando assinala a peculiaridade da preservação da liquidez como determinante da taxa de juros no mercado monetário. Os que procuram as reservas monetárias, beneficiam-se da liquidez das disponibilidades; os que oferecem as reservas monetárias so-

frem a redução da liquidez. A liquidez é o elemento de aferição do valor do crédito, seja por parte dos que buscam a liquidez, seja por parte dos que renunciam à liquidez.

Não devemos, entretanto, nos apegar à opção dos termos "liquidez" ou "espera" porque alguém poderá assegurar sua sinonímia ao afirmar que a liquidez é a ausência de espera para a compra imediata de bens. Poderá, ainda, recorrer a Böhm-Bawerk e dizer que a liquidez está ligada aos bens presentes, com ágio sobre os bens futuros.

15) A atividade da intermediação, ou seja a do comércio, obedece à orientação diferente da que se verifica na produção e no consumo. Excluídos os serviços de transporte, armazenamento, classificação ou promoção de vendas, não há no comércio, a preocupação da produtividade que norteia o processo produtivo; não há, no comércio, a preocupação da utilidade dos bens que é peculiar ao consumidor final. O roteiro da atividade comercial é o da relação entre os preços no presente e a expectativa de sua variação no futuro.

Se há a expectativa de elevação do preço de um produto, o comerciante adquire maior quantidade desse produto e adia a sua venda. O comerciante tende a transformar seus haveres líquidos em estoque de mercadorias. Todavia, esse procedimento requer o apelo ao crédito, uma vez que há diminuição de receita com a redução da venda do produto ao consumidor final e há necessidade de mais recursos para a intensificação das compras nos centros de produção.

Normalmente, a procura de crédito, quer para ampliação do capital de giro, quer para o nivelamento dos preços, entre o presente e o futuro, mantém-se em termos rotineiros. As variações globais são diminutas porque as empresas solicitam crédito dentro de limites de segurança. Se há algumas ampliações, há também, reduções. As empresas têm a preocupação de solicitar empréstimos em proporção razoável com seus recursos próprios, tanto no que concerne ao capital de giro, como no que diz respeito à especulação dos preços. Além disso, em fase normal da atividade econômica, se há expectativa de alta de preço de alguns produtos, outros acusam tendência contrária. Para que algum produto exerça influência decisiva no conjunto do mercado financeiro, é preciso que a economia seja muito pobre em diversificação produtiva.

Note-se acima de tudo que a remuneração do juro, paga aos titulares das reservas monetárias, é soma levantada no consumo. No preço de venda dos produtos estão incluídos os juros devidos aos titulares das reservas monetárias. Diferentemente da hipótese do investimento, não há acréscimo de produtividade e, portanto, acréscimo de produção. Não há adição de renda. A remuneração das reservas monetárias, pela natureza de sua utilização, advém de uma redistribuição de renda, isto é, da transferência de renda dos consumidores para os proprietários das reservas monetárias. Nestas condições, se houver estabilidade dos preços

em geral, a taxa de juros do mercado monetário (mercado que estamos considerando) manter-se-á estável e em nível módico, bem inferior a qualquer taxa de lucratividade dos investimentos.

Conseqüentemente, em regime de estabilidade monetária a taxa de juros não representa um embaraço aos investimentos ainda mesmo quando se verifica sua elevação implícita através da queda de valores dos títulos, como veremos a seguir.

b) *O Seccionamento do Mercado de Capitais Invalidados na Fase de Declínio da Inflação*

Os recursos disponíveis para a capitalização nem sempre se destinam à compra de títulos representativos de investimentos presentes. Há compra de títulos representativos de investimentos passados.

A opção pela compra de títulos de investimentos passados nos induz a admitir um desvio de capital dos investimentos presentes. Se um indivíduo, em vez de adquirir ações novas, compra, de outros acionistas, ações antigas, relacionadas com investimentos passados, parece estar criando obstáculos ao financiamento de empreendimentos novos. É comum dizer-se que essa opção é estimulada pela variação dos valores dos títulos. Assim, se um título de rendimento de 6% ao ano, estiver cotado com um deságio de 10%, quem o adquirir conseguirá a rentabilidade de 6,7% ao ano. É como se a taxa de juros tivesse aumentado de 5% para 6,7%. Daí dizer-se que o aumento da taxa de juros desestimula os investimentos presentes e favorece a procura de títulos de investimentos passados.

Observemos, porém, no exemplo, o contraste entre a perda de capital e o acréscimo de rentabilidade. Ninguém perde 10% do valor do capital sem motivo sério, nem o beneficiário do deságio arrisca-se à especulação para auferir uma diferença de rentabilidade de 0,7% ao ano. Os que se dedicam à compra e venda de títulos em Bolsa procuram o lucro na própria transação; não visam à rentabilidade do título.

Normalmente, a variação dos valores dos títulos se processa em torno de flutuações diminutas, suficientes para propiciar lucros nas operações de compra e venda, mas insuficientes para despertar o interesse pela diferença de rentabilidade.

A experiência parece demonstrar que os recursos aplicados na compra de títulos com a finalidade de ganho de capital são diferentes dos recursos utilizados na compra de títulos com o propósito de renda. Os que visam à rentabilidade não se desfazem das ações que possuem e se compram outras, tentam adquirir ações novas, por serem, em geral, mais rentáveis.

Destacam-se, também, os que se interessam em aplicar seus recursos em títulos de prazo certo. Procuram, de preferência, uma reserva e não, propriamente, uma fonte de renda.

O mercado financeiro compreende, pois, vários mercados, cada um com suas tendências peculiares, segundo os interesses e finalidades dos investidores. Entretanto, as demarcações do mercado desaparecem quando é persistente e aguda a influência monetária. Na presente fase da evolução monetária brasileira, em consequência de prolongada inflação e das medidas recentes de preservação do valor da moeda, é nítida a preferência pela procura de títulos de renda fixa, de diminuto prazo de vencimento, em prejuízo da procura de ações, quer novas, quer antigas.

Note-se, todavia, que a procura de títulos de renda fixa, em detrimento da procura de ações, somente se tornou pronunciada, no momento bem característico do declínio dos lucros das empresas pela redução dos lucros inflacionários, com o decréscimo da ascensão dos preços, e a preservação (acreditamos que por tempo curto) de uma taxa de preços excessivamente elevada.

c) *A Elevação da Taxa de Juros*

16) O prosseguimento insistente da alta dos preços, a partir de 1956, induziu à prática de operações de financiamento à margem do mercado bancário. O depositante solicitava ao Banco que concedesse suas reservas monetárias a determinado mutuário. A transação mantinha os requisitos bancários mas o preço do financiamento era bem diferente do que figurava nos registros do Banco. Várias burlas eram levadas a efeito, inclusive a evasão do imposto de renda.

Reagindo contra essa prática nefasta, organizaram os Bancos companhias de financiamento que se incumbiram de vender os títulos de crédito em deságio. Era a maneira de contornar a limitação legal dos juros, com a grande vantagem de suprimir-se o mercado clandestino. Os credores passaram a auferir, legalmente, uma rentabilidade da ordem de 25% a 35%. Para o devedor, a taxa de juros veio a oscilar entre 30% e 50%, atingindo o limite mais pronunciado, ultimamente, por força da acentuada restrição dos meios de pagamento durante todo o ano de 1966.

Depois de 1965, a taxa de juros começou a perder o caráter da taxa negativa, em face do declínio da intensidade da alta de preços. Podemos, pois, afirmar que a inflação começa a ser freiada quando a taxa de juros deixa de ser negativa. Agora, porém, o nível da taxa de juros está ultrapassando o aumento dos preços. Com a estabilidade dos preços, será inevitável a queda da taxa de juros. Mas esse período de transição requer medidas especiais. (Ver anexo I).

ANEXO I

A RECUPERAÇÃO FINANCEIRA PARA A EXPANSÃO ECONÔMICA

CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

Contando com a morosidade burocrática do executivo fiscal e sendo o endividamento a operação mais lucrativa quando é rápida a desvalorização monetária, apreciável número de empresas, até 1964, costumava reter a soma devida aos Institutos e ao Tesouro. A delonga no pagamento dos débitos fiscais, a despeito das multas de mora, ainda que acumulativas, constituía o melhor processo de refôrço do capital de giro. Tem, pois, razão a *Conjuntura Econômica*, em seu número de dezembro de 1966, em dizer que “a inflação concedia um prêmio aos que atrasavam o pagamento dos tributos, antes que a Lei n.º 4.357, de julho de 1964, instituísse a correção monetária dos débitos fiscais”.

Mas, a instituição da correção monetária não visou, tão-somente, à disciplina das contribuições fiscais. Sua principal finalidade foi restaurar a poupança, alicerce da preservação da produção corrente e garantia da realização de novos investimentos.

Com a inflação desapareceu o crédito público. Impunha-se seu restabelecimento, como meio de libertar os investimentos governamentais da exigência tributária.

Com a inflação foram varridos do sistema bancário os depósitos a prazo, excelente fonte de barateamento do crédito comercial.

Com a inflação foi obstado o lançamento dos debêntures, magnífico meio de captação de recursos, em complemento ao capital acionário.

Com a inflação, durante a fase da taxa de juros negativa, as empresas enveredaram pelo exagêro do endividamento, deixando de adotar adequada restrição da demanda ao crédito na fase do combate à inflação.

2) Sob o impacto inflacionário, ninguém se aventura a comprar títulos de renda fixa, nem fazer depósitos a prazo. O capital emprestado ou

depositado é corroído pela ação inflacionária. Tendo o Governo optado pelo combate gradual à inflação, o que significa prosseguimento da elevação dos preços, embora em ritmo decrescente, cumpria-lhe, para estimular a poupança na fase da alta dos preços, oferecer a garantia da preservação do valor do capital. Daí o recurso à correção monetária.

ASPECTOS NEGATIVOS E POSITIVOS DA CORREÇÃO MONETÁRIA DAS POUPANÇAS

I — *Obrigações do Tesouro*

3) A carga tributária dificulta a recuperação econômica das empresas, seja porque delas se exige um elevado contingente de disponibilidade financeira, seja porque se reduz a capacidade aquisitiva dos consumidores. Conseqüentemente, a primeira condição de êxito econômico do crédito público consiste em aliviar a carga tributária. Geralmente os que adquirem os títulos públicos estão em condições de oferecer recursos que não se destinam ao consumo, nem são importâncias dirigidas ao capital acionário. São disponibilidades ou pecúlios com características especiais de aplicação. Visam mais à garantia do capital do que à sua rentabilidade. Representa um meio-térmo entre a liquidez e o investimento. É uma reserva.

Uma vez que o Tesouro, através do Banco Central, pode dosar a oferta dos títulos públicos no mercado, êsses títulos representam a aplicação ideal por parte daqueles que precisam dispor de reservas ou queiram manter pecúlios de diminuta rentabilidade, mas de inequívoca garantia.

4) A venda das Obrigações do Tesouro, com a oferta da cláusula de correção monetária, não poderia encontrar acolhida imediata. Além disso, o Governo, ao assumir o poder, em abril de 1964, encontrou o País com enorme deficiência de energia elétrica; perigosa escassez de residências; alarmante insuficiência de produção agropecuária. Eram os setores da atividade econômica que vinham sofrendo os deletérios efeitos da inflação represada. Amedrontados os governos anteriores com os efeitos de uma inflação que não tinham a coragem de eliminar, julgaram preferível corrigir os efeitos em vez de atacar as causas. Determinaram o congelamento dos preços da energia elétrica, dos aluguéis e de alguns produtos da agricultura e da pecuária. Em resultado desse procedimento, havia em 1964 racionamento de energia elétrica; faziam-se filas intermináveis para a aquisição de produtos agropecuários e a habitação achava-se em contraditória crise: enorme procura de residências, a par de completo desestímulo à construção. Em face desse constrangedor panorama decidiu o Governo exigir uma taxação adicional para acelerar o suprimento de energia elétrica e imprimir maior rapidez à construção de residências populares. Não havia tempo para aguardar a conquista da poupança voluntária, não obstante os sinais de receptividade dos títulos públicos.

As medidas adotadas, em pouco tempo, suavizaram a escassez do suprimento de energia elétrica, permitiram o começo de edificações de residências populares, tornaram exequível a intensificação da produção agropecuária e favoreceram o crédito público. Hoje, há mercado para as Obrigações do Tesouro Nacional.

5) Alega-se terem as Obrigações do Tesouro dificultado o financiamento das empresas particulares.

Há uma semiverdade nessa afirmação. A parcela de verdade reside no fato da receita da venda das Obrigações não ter, ainda, contribuído de maneira mais decisiva, para reduzir os encargos tributários. A grande parcela de equívoco na alegação de que as Obrigações do Tesouro prejudicam os títulos particulares, está na falta de verificação do diminuto volume dos empréstimos públicos, em relação aos demais financiamentos, e, principalmente, na falta de reconhecimento da diversificação do mercado de capitais a que já fizemos alusão no § 3.º.

Examinemos os dois aspectos do problema de modo a equacioná-lo nos devidos termos:

a) Se o Governo está obtendo êxito no lançamento das Obrigações do Tesouro e se, paralelamente, não consegue reduzir a exigência tributária, algum exágero deve estar ocorrendo nas despesas.

A partir do exercício financeiro de 1965 o Governo federal conseguiu eliminar o deficit das despesas de custeio. Os orçamentos passaram a acusar saldos para as despesas de investimento. A causa mais grosseira da inflação pôde ser eliminada logo no início do Governo revolucionário. A execução orçamentária, segundo o movimento de Caixa do Tesouro, revela os seguintes dados, para os exercícios de 1964 a 1966:

Execução de Caixa *			
Valôres em NCr\$ milhões			
	1964	1965	1966
Receita	1,889	3,238	5,090
Despesas do Custeio e transferências	2,018	2,656	3,752
SALDOS	— 129	582	1,338

*) Propostas orçamentárias organizadas pelo Ministro do Planejamento.

As transferências e os saldos são, em parte, destinados à administração descentralizada, aos Estados e Municípios.

A administração descentralizada é constituída de organizações com autonomia financeira, tais como a Rêde Ferroviária, o Departamento de Estradas de Rodagem, o Banco de Investimentos e várias outras Empresas estatais. O conjunto desse grupo dispõe de um orçamento que supera em mais do dôbro o orçamento da administração centralizada.

A descentralização foi levada a efeito para imprimir eficiência às operações. Mas, segundo documento publicado pelo EPEA,* as despesas de custeio absorvem mais de 70% da receita, incluídas nessa receita a cobrança de impostos e as transferências da administração centralizada. Sendo tão elevada a despesa de custeio não é de admirar que o programa de investimento seja deficitário.

Se considerarmos o dispêndio da administração centralizada e o dispêndio da administração descentralizada, ambas com seus planos de investimento para 1966, o total apurado de 14 bilhões de cruzeiros novos significa um volume superior a 30% do valor estimado do produto nacional, para este ano.**

No sadio propósito de diminuir as despesas de custeio da administração descentralizada, ficou legalmente estabelecido que a administração centralizada não aumentaria as transferências para atender ao acréscimo de despesa de pessoal. A medida legal é, entretanto, redondamente burlada. Os administradores deixam de pagar seus compromissos financeiros no exterior e adiam *sine die* o pagamento das dívidas aos fornecedores e empreiteiros nacionais. A administração centralizada é, assim, compelida a liquidar os débitos. Em 1966, por exemplo, foram pagos no exterior, mais de 150 milhões de cruzeiros novos de compromissos que deixaram de ser liquidados e algumas centenas de milhões de cruzeiros foram adicionadas às despesas, com créditos especiais.

Mais grave, ainda, em 1966, foi a desordem financeira dos Estados. Dentro da filosofia cínica do fato consumado, a União foi obrigada a atender a vários Estados. Parte apreciável da receita vinda das Obrigações do Tesouro destinou-se a aliviar as dificuldades financeiras de fornecedores e empreiteiros, por falta de pagamento de suas contas. Se a União não tivesse socorrido os Estados, a iliquidez bancária em 1966, por inadimplência dos empreiteiros e fornecedores, provocaria uma crise bancária.

O relato desses fatos demonstra o quanto nos afastamos da realidade quando insistimos na necessidade de novos investimentos, sem dar atenção ao imperioso preparo da disciplina financeira. O País, depois de abril de 1964, avançou bastante no terreno financeiro. Há, porém, muito o que fazer e consolidar.

Levantamentos minuciosos, levados a efeito nesses últimos três anos permitem ao Governo estabelecer um esquema de prioridade de investimentos e aproveitar melhor os investimentos já realizados. O Governo dispõe de medidas legais que facilitam a coordenação administrativa e conta com uma disciplina salarial que não existia no passado. A tarefa

*) Escritório de Pesquisa Econômica Aplicada, do Ministério do Planejamento (Programa de Investimentos Públicos — 1966).

**) O Produto Nacional Bruto estimado pelo Inst. de Economia da Fund. Getúlio Vargas é de NCr\$ 45 bilhões, para 1966.

está longe de ser fácil. Mas, ao menos, agora, há margem para uma programação mais aperfeiçoada e meios mais apropriados para executá-la.

b) O Governo, por intermédio do Banco Central, conseguiu colocar no mercado soma promissora de Obrigações do Tesouro:

Valor das Subscrições (Dezembro/1964 a Dezembro/1966) NCR\$ 1 000	
Prazo de um ano	400
Acima de um ano	536
TOTAL	936

Em 1964, encerrou-se o ano com uma subscrição de 59 milhões de cruzeiros novos, dos quais apenas 37% eram de subscrição voluntária. Em 1966, 87% correspondiam a subscrição voluntária.

O êxito é incontestável. Ao compararmos, contudo, êsse montante com os demais financiamentos, destinados a empresas particulares, não parece válida a afirmativa da arrecadação da receita das Obrigações ter sido em detrimento do auxílio financeiro a empresas particulares.

FINANCIAMENTO A INDÚSTRIA E AO COMÉRCIO *

NCR\$ MILHÕES

ANOS	Empréstimos bancários		Letras de Câmbio	Subscrição de ações	Obrigações do Tesouro
	Capital de Giro	Investimentos			
1964	3367	579	245	377	60
1965	5343	979	695	1133	315
1966	7200	1678	852	1664	561

*) Os dados são do Banco Central e da *Conjuntura Econômica*.

O quadro demonstra que o vulto de subscrição das Obrigações do Tesouro, em 1966, não atinge a 5% do total dos recursos destinados às empresas. É uma proporção módica. Há, além disso, a considerar, a diversificação do mercado de capitais, mencionada no § 3.º.

As emissões iniciais das Obrigações, a prazo de um ano, foram, evidentemente, feitas para despertar a atenção do público. A receita da venda de títulos de prazo tão curto não poderia destinar-se à substituição da

receita tributária. Em face, porém, do êxito alcançado, deu-se início à colocação de títulos de prazo maior. A receita dessas vendas já poderia, de certo modo, ter contribuído para a redução da carga tributária, se não fôsse a anarquia financeira dos Estados e da administração descentralizada.

II — *Empréstimos Particulares*

6) O prosseguimento insistente da alta dos preços depois de 1956, com diminutos intervalos de redução inflacionária, acabou por induzir à prática de operações de financiamento à margem do mercado bancário, processo de fuga à limitação de juros, estabelecida pela lei contra a usura. O desenvolvimento da venda de bens duráveis veio dar maior impulso a êsse mercado clandestino, uma vez que os Bancos não se achavam em condições de conceder créditos de maneira satisfatória.

Qual a dificuldade dos Bancos na concessão de créditos? A razão principal residia na perda violenta dos depósitos a prazo*:

ANOS	NCr\$ m i l h õ e s		
	Depósitos totais (I)	Depósitos a prazo (II)	Percentagem de II sobre I
1951	69	17	24.4
1952	72	17	23.9
1955	122	19	16.2
1956	147	21	14.3
1957	200	24	12.1
1960	485	47	9.8
1961	665	55	8.7
1962	1094	56	5.1
1963	1793	89	5.0

Não podendo os Bancos atender ao financiamento da compra dos bens duráveis de consumo e procurando reagir contra as operações triangulares, organizaram companhias de financiamento. Estas, mediante aceites, vendiam Letras de Câmbio no mercado, com deságios variáveis.

De um modo geral, as taxas efetivas de juros passaram a ser as seguintes**:

*) Estatísticas do Banco Central.

**) Situação Monetária, Creditícia e do Mercado de Capital (EPEA).

Prazos	Taxa mensal para o mutuário	Taxa mensal para o mutuante
180	5,0	2,6
270	5,6	2,8
360	6,7	3,0

Até 1965, os mutuários poderiam suportar juros de tal modo elevados. A alta dos preços comportava os serviços dos empréstimos. Em 1965, porém, a tendência à elevação de preços sofreu substancial redução. Em princípios de 1966, verificou-se ligeira ascensão, voltando a tendência de declínio, em fins desse mesmo ano. Nestas condições, os juros tornaram-se extorsivos.

7) Os adquirentes das Letras de Câmbio habituaram-se a receber remuneração mensal de mais de 2% ao mês e resistem a receber menos. Esquecem-se de que a maior parcela da remuneração que vinham auferindo correspondia à contrapartida da perda do capital, por força da queda do valor da moeda. Uma vez que a elevação dos preços diminui, com tendência à estabilidade, a remuneração dos empréstimos não pode manter-se ao nível anterior. Há de sofrer baixa substancial. Se a correção monetária se torna diminuta, porque diminuta é a desvalorização monetária, não há motivo para exigir-se uma taxa de juros elevada.

Os mutuantes e mutuários do mercado particular negam-se a acompanhar o sistema de correção das Obrigações do Tesouro. A objeção se situa na dificuldade do mutuário aceitar um pagamento adicional, findo o prazo do empréstimo, de modo a compensar o credor contra a desvalorização do capital, durante o período do empréstimo. É compreensível a ponderação ante a incerteza da política monetária. Se, entretanto, consegue-se atingir uma fase em que a perspectiva de desvalorização monetária apresenta-se decisivamente declinante, é bem provável que o mutuário, daqui por diante, venha a aceitar a condição de um reajuste *a posteriori*. O crédito seria concedido a juros módicos, com a cláusula de acréscimo de uma soma ao valor do capital, caso no prazo do empréstimo, digamos de 180 dias, se verificasse uma elevação do nível geral de preços superior a 2%.

Não vejo dificuldade — desde que se firme a tendência de decréscimo da desvalorização monetária — em aceitar-se uma correção de valor ao término do prazo da operação. Assim, os banqueiros ao receberem o depósito a prazo mínimo de 180 dias, poderiam estabelecer que o depositante receberia um juro razoável e mais uma diferença correspondente à depreciação monetária que ocorresse no período. Terminaria, desse modo, o regime atual de uma oferta de remuneração de 18% a 22%, o que, evidentemente, acaba em mais de 25% para o mutuário. Este, por seu tur-

no, nos empréstimos de prazo superior a 90 dias, aceitaria a cláusula de reajuste ao término do empréstimo. Sem sombra de dúvida seus encargos seriam sensivelmente inferiores a 25%, desde que, volto a repetir, o Governo esteja em condições, como parece que está, de assegurar uma inflação em ritmo declinante.

8) Afirmam os Bancos serem obrigados a exigir dos mutuários mais de 20% de juros, ao ano, porque somente a esse nível de remuneração conseguem cobrir suas despesas. Obviamente, não há economia com estabilidade monetária que comporte tão disparatada taxa de juros.

O Sr. Obregon de Carvalho, banqueiro e conhecido economista, em minucioso artigo publicado no *Jornal do Brasil*, conclui suas observações reconhecendo os seguintes defeitos a serem corrigidos:

- a — baixa produtividade dos serviços bancários;
- b — excesso de estabelecimentos bancários que gerou a capacidade ociosa e não permite o aproveitamento das economias de escala;
- c — prestação de serviços não remunerados;
- d — o subsídio concedido às autoridades monetárias.

Todos os defeitos enumerados estão sendo corrigidos. O subsídio a que se refere o articulista prende-se ao depósito compulsório dos Bancos, no Banco Central. Trata-se de providência de caráter monetário que durante muito tempo foi deturpada, pelo excesso de despesas do Governo, na fase inflacionária. Retirava-se uma parcela das atividades comerciais para transferi-la para o Governo. Hoje, já não ocorre essa utilização. Além disso, parte não desprezível dos depósitos compulsórios é rentável, com a faculdade de aquisição de Obrigações do Tesouro. Mais ainda. Os depósitos a prazo não estão sujeitos ao depósito compulsório. Quanto aos demais itens, o Banco Central facilita as fusões, inclusive mediante isenção tributária, previstas em lei.

Uma referência muito importante deixou de ser feita pelo Sr. Obregon de Carvalho: o restabelecimento do depósito a prazo. No parágrafo anterior, demonstramos que os Bancos, no início do decênio de 1950, contavam com 25% do total de seus depósitos em depósitos a prazo. São recursos estáveis. Os encaixes requeridos são bem menores do que os necessários às retiradas frequentes dos depósitos à vista. Essa circunstância favorece custo do serviço e a estabilidade dos depósitos amplia o campo das aplicações, sem efeitos inflacionários.

Os banqueiros poderiam diminuir as atividades das Companhias de Financiamento, transferindo para os Bancos suas operações, à medida que aumentassem os depósitos a prazo. A legislação é favorável a essa

atuação. Com a intensificação da atividade das Companhias de financiamento, os Bancos comerciais perderam mais de 25% de suas aplicações, preservando, entretanto, toda sua grande estrutura de serviços e de dispêndio administrativo.

9) Se a taxa de juros mantém-se elevada não é apenas porque mutuante e mutuários resistem ao acerto *a posteriori* da correção monetária, nem porque os Bancos consideram difícil a redução de seu custo de operação. Há resistência e dificuldades porque a demanda de crédito, de prazo curto, persiste em nível inconsistente com a tendência à estabilização dos preços.

Habituar-se nossos empresários a recorrer com largueza ao crédito durante a fase ascensional da inflação, quando os preços de venda dos produtos subiam mais rapidamente do que a taxa de juros. Sentem, agora, que o caminho a seguir é outro, mas julgam impraticável a reordenação financeira.

No levantamento sistemático dos balanços das sociedades anônimas, feito pela *Conjuntura Econômica*, revista da Fundação Getúlio Vargas, verifica-se a seguinte evolução entre investimentos em imobilizações novas, capital de giro próprio e capital de terceiros:

	Í n d i c e s					
	1960	1961	1962	1963	1964	1965
Investimentos em imobilizações novas	100	130	291	389	1248	2511
Capital de giro próprio	100	155	266	537	1277	2226
Capital de giro de terceiros	100	211	359	656	1836	2463

A evolução dos dados demonstra a atitude lógica dos empresários. Entre 1960 e 1963, imobilizaram relativamente pouco e apelaram muito para o crédito. A partir de 1964, na expectativa da consolidação do valor da moeda, intensificaram os investimentos. Observe-se, porém, que persistiram no apêlo ao crédito.

Exemplos isolados são ainda mais elucidativos, na demonstração do exagêro do recurso ao crédito. O Presidente da Usiminas, o conhecido engenheiro Amaro Lanari, nos revela que os custos de fabricação são satisfatórios. O que contribui, de maneira acentuada, para eliminar o Brasil da concorrência com os demais países são os encargos financeiros e tributários:

Peço vênia ao engenheiro Lanari para reproduzir os instrutivos elementos de sua interessante análise:

	Dólares por toneladas	
Produção de Chapas Grossas	Brasil	Estados Unidos
Custo de fabricação	81,5	98,7
Juros	40,5	1,3
Impostos	22,9	7,9
TOTAIS	144,9	107,9

Confirmando o recurso excessivo ao crédito comercial, ou seja o crédito de prazo curto, que o Banco Central classifica de empréstimos de capital de giro, vimos, no parágrafo 4, letra (b), que o montante desses empréstimos, considerando os créditos dos Bancos e as Letras de Câmbio, representavam, em 1966, 8 bilhões de cruzeiros novos, ou sejam 18% do produto nacional bruto. Trata-se de percentagem muito elevada.

As indicações que acabamos de arrolar demonstram a enorme deturpação sofrida por nosso mercado financeiro em consequência da prolongada e intensa inflação. A política de controle à inflação, principalmente em sua etapa final, exige novo processo de financiamento.

10) O problema está equacionado. A solução consiste em reduzir os empréstimos e aumentar o capital de giro próprio e o capital acionário. Eis um desafio que devemos enfrentar e vencer.

É um desafio porque exige penoso trabalho de reestruturação financeira das empresas. Como primeiro passo, eles têm de utilizar os recursos disponíveis no reforço do capital de giro próprio, antes de prosseguirem na expansão de suas atividades ou na realização de novos investimentos. As empresas que se acham muito endividadas têm de substituir os empréstimos em favor do aumento de capital-ações, ainda que seja sob a forma de subscrição induzida ou compulsória, ambas previstas pela legislação do imposto de renda. Dê-se modo, em prazo relativamente curto, será possível diminuir a pressão sobre o mercado de crédito. A taxa de juros declinará, o que será favorável ao mercado de ações e contribuirá para o suprimento de recursos aos novos investimentos pelos meios adequados de financiamento: ações e debêntures, para as empresas e Obrigações do Tesouro para os investimentos públicos.

Enquanto insistirmos em repousar a expansão econômica das empresas em crédito de prazo curto e teirmos em financiar as obras públicas com sobrecargas tributárias, podemos estar convencidos de que continuaremos próximos da inflação e bem distante de um desenvolvimento econômico promissor. A impaciência não é construtiva. A vontade de progredir sem saber progredir nos conduzirá ao desânimo porque estaremos fadados a encontrar mais obstáculos do que degraus para subir.

III — *A Limitação do Uso da Correção Monetária*

11) Com a finalidade de assegurar a restauração financeira, a aplicação da correção monetária deve limitar-se à poupança nas modalidades indicadas nos parágrafos anteriores, ou sejam as Obrigações do Tesouro, os títulos de crédito de emprêsas, de prazo superior a um ano e os depósitos a prazo não inferior a 180 dias.

No caso dos aluguéis não há propriamente um ajustamento monetário e sim uma providência para impedir o descongelamento abrupto da renda dos imóveis. Houve necessidade de estabelecer-se certa restrição aos contratos de locação — considerada excessiva pelos proprietários e demasiadamente liberal para os inquilinos — em face da enorme escassez de residências. No que diz respeito ao financiamento da construção, aplica-se o sistema de correção descrito nos parágrafos anteriores, com determinadas modalidades para as residências populares, como bem analisa o editorial do Boletim da APEC de 5 de julho corrente.

Quanto ao imposto de renda, por suas características especiais, desde a fase mais aguda da inflação, procura-se impedir o pagamento sobre um excedente ilusório de renda. O Decreto-lei nº 62 nada mais é do que um complemento que deveria ter sido adotado há muito tempo.

O que ocorre com as pessoas jurídicas é uma situação fiscal bastante curiosa. Se, por um lado, o cálculo do imposto pode ser um tanto exorbitante pela falta que se procura corrigir nos termos do Decreto-lei nº 62, por outro lado, o Tesouro abstém-se de arrecadar mais de 50% do imposto devido. Deixa a diferença na própria emprêsa para reinvestimentos. Essa medida, que na atual conjuntura é um tanto antieconômica, constitui um exagero de isenção fiscal. Conseqüentemente, a implantação do disposto no Decreto-lei nº 62 exige um reexame das deduções.

12) Feitas essas ressalvas, passo a transcrever o artigo de *Conjuntura Econômica* referido no princípio desta exposição. Trata-se de artigo que examina com extraordinária lucidez a correção monetária em relação ao imposto de renda:

“No caso do imposto de renda sobre as pessoas físicas, a principal adaptação necessária é a dos limites do complementar progressivo: há que ajustá-los periodicamente à alta de preços, sob pena de a tributação se tornar insuportavelmente pesada. Até 1961 êsses ajustamentos eram feitos de forma pouco sistemática, mudando-se de quando em vez a lei do imposto de renda de modo a suavizar as tabelas do progressivo. Só a partir de 1961 se introduziu um mecanismo automático de correção, quando as tabelas passaram a exprimir-se em múltiplos do salário mínimo. Posteriormente, a Lei nº 4.506 de novembro de 1964 adotou o novo sistema, até agora utilizado, de tabelas anualmente revistas de acordo com os coeficientes de correção monetária.”

“A tributação dos lucros das pessoas jurídicas é a que exige adaptação mais sutil ao processo inflacionário. Com efeito, aqui não se trata apenas de neutralizar as alíquotas tributárias, mas de rever os próprios métodos usuais de contabilidade. Os sistemas tradicionais de registros contábeis pelos valores nominais históricos, aplicados numa conjuntura inflacionária, conduzem a dois tipos de ilusão de lucros. Em primeiro lugar, os fundos de depreciação, calculados a partir dos valores nominais dos equipamentos e instalações, tornam-se insuficientes para atender às necessidades de reposição do ativo fixo da empresa, o qual, com a inflação, passou a custar mais caro; parte dos lucros retidos nada mais representa, nessas condições, do que provisões complementares para depreciação. Em segundo lugar, parte dos lucros retidos nada mais é do que uma provisão para a manutenção do valor real do capital de giro próprio da empresa; são os lucros absorvidos na reposição dos estoques que, com a inflação, aumentaram de preço, ou na preservação do valor real dos créditos da empresa; trata-se de ganhos ilusórios, já que a reinversão nada adiciona ao patrimônio real do titular, evitando apenas sua descapitalização. A essas duas formas de ilusão de lucro soma-se uma terceira ilusão de rentabilidade: trata-se da ilusão aritmética, resultante da divisão de um lucro expresso em moeda de poder aquisitivo atual por um patrimônio contabilizado em moeda de poder aquisitivo passado.

A adaptação da legislação brasileira do imposto de renda à inflação começou precisamente pelo reconhecimento dessa ilusão aritmética. A solução natural encontrada foi a correção monetária do ativo imobilizado, permitida em caráter tópico e excepcional pelas Leis ns. 1.474 de novembro de 1951 e 2.862 de setembro de 1956, e posteriormente automatizada com base nos coeficientes do Conselho Nacional de Economia, pela Lei nº 3.470 de novembro de 1958. É interessante salientar que então a lei encarava a correção monetária como uma espécie de favor que se concedia às empresas, e não como simples reajustamento de valores contábeis. Assim é que se cobrava um imposto de 10% sobre a correção, proibindo-se o cálculo das depreciações com base nos ativos corrigidos. De fato, a correção monetária só despertava atenção das empresas interessadas em distribuir bonificações em ações, ou em escapar ao imposto sobre lucros extraordinários.

Os passos fundamentais no sentido do reconhecimento dos lucros ilusórios foram conseguidos pela Lei nº 4.357 de julho de 1964. A correção monetária do ativo, embora tornada obrigatória, teve sua tributação reduzida para 5% (posteriormente, a Lei nº 4.506 reduziu ainda mais esse tributo, prevendo sua eliminação a partir de 1967). Ao mesmo tempo permitia-se o cálculo das depreciações a partir dos valores corrigidos dos equipamentos e instalações, o que automaticamente suprimia uma das tradicionais componentes do lucro ilusório. Criava-se, por último, a manutenção do capital de giro, correspondente à outra parcela de ganho fictício. Temendo grande queda na arrecadação do imposto de renda, a lei não foi às últimas consequências, permitindo apenas que a manutenção

do capital de giro fôsse deduzida no cálculo dos lucros extraordinários (posteriormente, a Lei nº 4.663 estenderia a dedução ao lucro tributável das empresas que atingissem índices especialmente satisfatórios de produtividade e estabilização de preços). Firmava-se, em todo o caso, o princípio de que a inflação criava rendimentos ilusórios, os quais, em tese, deveriam ficar livres de quaisquer ônus fiscais.

O recente Decreto-lei nº 62, instituindo a correção monetária dos balanços, veio completar a adaptação do imposto de renda brasileiro ao processo inflacionário. A correção monetária em questão abrange simultaneamente a do ativo imobilizado, a das depreciações e a manutenção do capital de giro, por uma metodologia mais simples e mais funcional. Em síntese, o novo texto permite que em cada balanço as empresas corrijam monetariamente determinados itens do seu ativo e do seu passivo (inclusive a conta de capital e reservas), lançando-se as contrapartidas numa conta especial intitulada "Correção Monetária do Balanço". Essa conta, desde que possua saldo devedor, indicará o lucro nominal ilusório provocado pela inflação e, nos termos do decreto-lei, poderá ser levada a débito de lucros e perdas.

Especificamente, os artigos 4º e 9º do Decreto-lei nº 62, de 21-11-1966, estabelecem que, nos balanços encerrados a partir de 1-1-1967, as empresas obrigadas a manter escrituração poderão corrigir monetariamente as contas: 1) — do ativo fixo ou imobilizado e respectivas depreciações, amortizações e exaustões; 2) — do capital próprio, correspondente às contas de capital integralizado, capital excedente, reservas e lucros ou prejuízos acumulados; 3) — de créditos e obrigações em moeda estrangeira, ou em moeda nacional sujeita à correção por disposição contratual.

Essas contas serão corrigidas de acordo com os coeficientes do Conselho Nacional de Economia (exceto os débitos e créditos em moeda estrangeira, os quais serão corrigidos de acordo com a taxa de câmbio), e as contrapartidas contábeis serão lançadas na conta "Correção Monetária do Balanço". O saldo dessa conta, se devedor, indicará que a inflação foi causa de lucros nominais ilusórios para a empresa; nos termos do decreto-lei, esse saldo poderá ser total ou parcialmente debitado à conta de lucros e perdas. Se o saldo em questão for credor, a inflação terá dado origem a ganhos reais não contabilizados; dentro de certos limites será necessário acrescê-lo ao lucro tributável, nos termos do novo texto.

Sob vários pontos de vista o Decreto-lei nº 62 envolve profundas modificações nos critérios convencionais de contabilização dos lucros e de análise de balanços. O novo tipo de registro é certamente mais sofisticado, mas possui a vantagem de indicar valores puramente reais, sem interferência de lucros ilusórios. Sua explicitação permitirá inclusive que as empresas controlem melhor sua situação, impedindo a descapitalização em meio à euforia dos ganhos nominais."

Anexo II

ANEXO AO PARÁGRAFO 10

O aumento de produção pode provir do melhor aproveitamento das escalas de produção em funcionamento ou do preparo de novos processos produtivos.

O melhor aproveitamento das escalas de produção em funcionamento, na agricultura, depende, em grande parte, das condições climáticas; na esfera industrial, o melhor aproveitamento depende do grau de capacidade ociosa das empresas. Quando da instalação do empreendimento, os empresários prevêm a margem de expansão. Não se limitam às condições imediatas do consumo. Consideram o aumento da procura do produto em futuro próximo.

No preparo dos novos processos produtivos, ou seja, quando se trata de investimento, o acréscimo de renda torna-se bem marcante, por dois motivos: primeiro, porque, concluído o investimento, haverá maior capacidade de produção, sendo possível, nessa ocasião, maior oferta de produtos ao mercado, tal como no caso dos processos produtivos em uso e ainda não plenamente utilizados; segundo, porque o financiamento da produção indireta, ou seja, a elaboração do processo produtivo, traz ao mercado somas de renda que ainda não tinham sido postas em circulação, na compra de bens e serviços. É a utilização das poupanças.

Prestemos atenção para a dupla capacidade geradora de renda dos investimentos. O investimento gera renda quando concluída a produção indireta, isto é, quando a escala de produção entra em funcionamento, trazendo novos produtos ao mercado. O investimento gera renda durante o período da produção indireta, uma vez que traz à circulação recursos que estavam fora do âmbito do consumo. A renda adicional, posta em circulação durante o período de produção indireta, e a renda adicional originada do acréscimo de produção, uma vez concluído o investimento, dão margem à formação de somas complementares de renda, desde que haja capacidade de produção ainda não utilizada.

Depois de 1936, ano da publicação do célebre livro de Keynes, sobre a "Teoria Geral do Emprego", o desdobramento da renda passou a ser considerado sob o prisma do multiplicador.

Keynes parte do pressuposto de que a variação da renda gerada pela produção indireta é acompanhada pela variação do consumo e que essa variação se multiplica na proporção da propensão a consumir. A propensão a consumir é indicada pela proporção de renda destinada ao consumo. Se, por exemplo, em uma coletividade verifica-se que, em média, durante determinado período, a população destina 8/10 da renda auferida ao consumo, diz-se que a propensão média ao consumo é 0.80.

O que interessava a Keynes não era, propriamente, a propensão média a consumir e sim o emprêgo do acréscimo de renda no consumo, originado de produções indiretas especialmente levadas a efeito para aumentar a renda. Daí a ênfase dada à propensão marginal a consumir. Se a propensão marginal a consumir fôsse significativa, segundo sua intuição a renda originada da produção indireta poderia desdobrar-se por meio de um multiplicador, também significativo, porque êste estabelece a relação entre a renda originada da produção indireta e o nível de renda que se multiplica, cujo limite é dado pela proporção da renda não aplicada no consumo. Assim, se a metade da renda é retida, isto é, não empregada no consumo, o multiplicador é igual a 2. A renda original pode ser aumentada até o dobro, através do consumo. Se, entretanto, a proporção da retenção adicional da renda for apenas de 20% (em vez de 50%), a recíproca dessa percentagem dará um multiplicador igual a 5. A renda originária proveniente de uma produção indireta poderá propiciar um montante cinco vezes maior, através do consumo.

Em resumo: o investimento é apenas o ponto de partida da formação da renda. O elemento importante no aumento da renda é o multiplicador, através do consumo.

No próprio campo da lógica, sem apelarmos para a experiência, poderemos, desde logo, compreender que o funcionamento do multiplicador, da maneira pela qual é apresentado, deve cingir-se a uma economia sob o impacto da depressão.

Em primeiro lugar, uma economia em expansão tem seus processos produtivos ocupados. Embora possa haver margem para acréscimos de bens e serviços, não há lugar para a amplitude de uma absorção automática de um multiplicador.

Em segundo lugar, em uma economia em expansão, a importância do acréscimo de renda advém do afluxo de produtos novos supridos pelo término das produções indiretas e não da transformação das poupanças em fluxo de dispêndio, durante o período da produção indireta.

O suprimento de novos produtos oriundo dos investimentos é que assegura o acréscimo da renda, contrabalançando qualquer excesso de pressão sobre o consumo, advindo durante a produção indireta. Numa economia em expansão, o multiplicador tende mais a forçar o aumento dos preços do que a desenvolver a ampliação da renda real.

A ação do multiplicador tem sido limitada ao campo do consumo. A renda adicional, proveniente de um investimento, é multiplicada através do consumo. Mas o consumo não deve restringir-se à atuação do consumidor final. Compreende, também, a aquisição de matérias-primas e o emprêgo de trabalho. A atitude dos produtores de produzir mercadorias adicionais, em resposta à intensificação da procura, com o recurso à capacidade ociosa das escalas de produção, é que dá margem à multiplicação da renda originada de um investimento.

Estaremos longe da realidade dos fatos se supusermos ser a simples transferência de pagamento, do consumidor final aos produtores, o próprio ato da multiplicação da renda. O professor Eugênio Gudín em suas aulas solicitava a atenção para o perigo de confundirmos transferência com formação de renda (ver seu livro *Princípios de Economia Monetária*). É preciso levar a efeito o acréscimo da produção. Tão-somente quando se aumenta a produção é que opera o multiplicador. Se fôr exígua a possibilidade de aumento da produção, exíguo será o multiplicador, por maior que se apresente a propensão marginal a consumir dos consumidores finais. Se a propensão a consumir fôsse acentuada e diminutas as possibilidades de acréscimo da produção, nos limites de utilização do processo produtivo em uso, o resultado seria a elevação dos preços dos bens de consumo.

A pressão da procura em ambiente não-inflacionário desperta nos empresários o propósito da ampliação da oferta, isto é, os induz a realizar investimentos. Daí a denominação freqüente de investimentos induzidos. Geralmente, os investimentos induzidos são relacionados ao aumento da renda. Rigorosamente, porém, podemos dizer que o estímulo à realização do investimento deflui da verificação do aumento da procura, conjugado com a dificuldade do acréscimo da produção e, portanto, do acréscimo da renda.

Nesse momento, a proporção da renda poupada tem maior significação do que a propensão marginal a consumir.