

# Estabilização dos Preços

(Capítulo do 2.º Volume, em preparação, dos  
PRINCÍPIOS DE ECONOMIA MONETÁRIA) (\*)

EUGENIO GUDIN

A primeira guerra mundial fora largamente financiada pela inflação. Ao fim da jornada, o franco estava valendo cerca de um quinto do seu valor anterior; os preços em dólares atingiam, pouco depois da guerra, índice superior a 250; a Inglaterra havia emitido cerca de £ 300 milhões de moeda fiduciária; a Alemanha caminhava para a inflação catastrófica de 1921-23.

Daí a intensa reação que se verificou no após-guerra, não só no sentido do retorno ao padrão ouro, sob cujo reinado o mundo havia gozado de um relativo equilíbrio econômico, como no sentido da estabilização do poder de compra das unidades monetárias, isto é, da estabilização do nível de preços. (1)

O padrão-ouro resolve o conflito entre o valor internacional e o valor doméstico da moeda, pelo abandono do segundo. Entretanto, são conhecidas as intoleráveis consequências econômicas a que pode conduzir essa política do padrão-ouro.

Mas uma vez que se abandona a atitude de passividade inerente a esse padrão e se a substitui por uma política de moeda dirigida, importa fixar, com precisão, quais os objetivos dessa política. (2)

O objetivo que parece desde logo impor-se como capaz de resolver o problema máximo da instabilidade econômica, é o da estabilização do nível dos preços. E mesmo que se não pudesse atingir tão auspicioso objetivo, a estabilização de preços seria tudo quanto a Autoridade Monetária poderia fazer em prol da almejada estabilidade econômica.

---

(\*) Este capítulo foi concluído em janeiro de 1948 e é dado à publicidade, no presente número, a título de contribuição aos debates em torno do projeto de LEI MONETÁRIA, publicados no número anterior (Ano 3 — N.º 2 — Junho de 1949), desta REVISTA.

(1) Essa reação estendeu-se por vezes à década dos 1930. Em 1933 escrevia ROOSEVELT em sua célebre carta à Conferência Monetária de Londres que: "os Estados Unidos procuram estabelecer um dólar que, daqui a uma geração, terá o mesmo poder de compra e o mesmo poder de pagar dívidas que o dólar que esperamos estabelecer em futuro próximo". E em 1933 HAWTREY publicou o seu "Art of Central Banking", na mesma doutrina.

(2) G. HALM — *Monetary Theory*, 1.ª ed., pgs. 117 a 131.

Num mundo que sofre frequente e alternativamente os impactos da inflação e da deflação, parece evidente que a estabilização do poder de compra da moeda viria suprimir um dos maiores fatores de desequilíbrio.

Um pouco de reflexão mostra, porém, desde logo que uma tal conclusão seria, pelo menos, apressada.

### § 1.º É POSSÍVEL E CONVENIENTE ESTABILIZAR O NÍVEL GERAL DE PREÇOS?

#### EM QUE BASE?

Ocorre perguntar, de início, reportando-nos ao Cap. XI, § 2.º, (1.º vol.), o que é que se trataria de estabilizar? O nível geral de preços ou os preços relativos? E' evidente que os distúrbios do sistema econômico não se originam, exclusivamente, das oscilações do nível geral de preços. Teòricamente, essas oscilações podem ser inofensivas desde que não alterem a relação entre uns e outros preços. Mas nesse caso seriam os preços *relativos* e não o nível *geral* de preços que se deveria estabilizar.

Não é essa, porém, a única preliminar a discutir. No caso de manifestar-se alta em um grupo importante de preços e estabilidade ou baixa em outro grupo não menos importante, qual a política monetária a adotar? Tome-se, por exemplo, o caso dos Estados Unidos em 1924, (3) em que uma safra deficiente de trigo em todo o mundo causára uma alta do preço do trigo, e, por simpatia, de outros cereais e do gado. Uma política monetária deflacionista, com o propósito de combater a alta do grupo cereais e gado, viria sobretudo afetar os preços de outras mercadorias cujos preços não haviam subido, porquanto a escassez mundial de trigo não podia ser corrigida por uma política de crédito americana.

O resultado seria "fazer com que as pessoas que vendem calçado ou trilhos recebessem menos por seus produtos, porque o agricultor recebia mais por seu trigo, uma situação que, mesmo que o Sistema de Reserva Federal a pudesse provocar, não seria desejável nem equitativa". (4) Caso semelhante (5) era ainda o dos Estados Unidos em 1927, defrontando-se, de um lado, com uma crescente especulação altista na Bôlsa de Títulos, e, de outro, com um declínio do nível geral de preços devido principalmente à queda dos preços do algodão e dos cereais. Justificar-se-ia aí uma política de retração do crédito com o fim de combater a alta de títulos, acentuando ao mesmo tempo o declínio dos preços agrícolas?

(3) "Hearings before the Committee on Banking and Currency". H.R. 11.806, IIº Vol., pgs. 40, 41; depoimento de GOLDENWEISER.

(4) As possibilidades de uma política de crédito "seletivo" serão examinadas em outro capítulo.

(5) "Hearings", cit. — Iº Vol. pg. 295; H R 7895 — Depoimento do Governador STRONG.

Sabemos bem, por outro lado, que o preço tem por função corrigir suas próprias oscilações. (6) A alta de preços de uma mercadoria estimula e aumenta sua produção, com o resultado final de fazer cair seus preços. Inversamente, o baixo preço de uma mercadoria faz declinar sua produção com o resultado final de fazer subir o seu preço. Daí dizer-se (7) que o movimento dos preços é um fator de estabilização econômica e que, sob êsse aspecto portanto, estabilidade de preços e estabilidade de economia não são sempre compatíveis.

E suponhamos o caso de uma guerra desastrosa, em que a riqueza e a renda nacional real tenham sofrido grave redução e em que a dívida pública tenha aumentado do simples ao quádruplo ou ao décuplo. Seria justo, em tal caso, que os preços se mantivessem estáveis e que assim os credores do Estado ou os titulares de rendimentos monetários fixos tivessem direito sempre ao mesmo rendimento real, isto é, a uma cota-parte bem maior da renda nacional real do país? Qual não seria o peso real do serviço da dívida pública francesa, inglesa ou mesmo americana, nos dias que correm, se não se tivesse consideravelmente reduzido o poder de compra do franco, da libra e do dólar através duas guerras?

*Qual o índice a estabilizar?*

Vimos no Capítulo XI, § 3.<sup>o</sup> a diversidade de índices: índice de grosso, índice de retalho, índice de custo de vida, etc. (8) Cada um desses índices corresponde a um determinado objetivo de política monetária. Se o objetivo visado fôr o do equilíbrio internacional, o índice de preços em grosso será o mais adequado. Se porém a intenção fôr a de estabilizar o poder de compra da moeda em termos de mercadorias de consumo e de serviços pessoais, então o índice a estabilizar será o dos preços de retalho das mercadorias e serviços de consumo ou o índice de custo de vida. Se se trata de resguardar a função monetária de “reserva de valor” e de evitar que as obrigações contratuais sejam deformadas pelas flutuações monetárias durante o período do contrato, ainda é a estabilidade do poder de compra da unidade monetária sobre mercadorias e serviços de consumo que deve ser preservada.

*Nível de preços variando na razão  
inversa da produtividade*

Quando novas invenções ou o progresso das ciências, da organização comercial e industrial, ou a exploração sistemática de novas fontes de suprimento tenham feito baixar “o custo real” de produção, como

(6) Salvo o caso da moeda.

(7) “Hearings”, cit., II<sup>o</sup> Vol., pg. 45 — GOLDENWEISER.

(8) No momento atual, janeiro de 1948, o índice de custo de vida nos Estados Unidos é de 169, o de gêneros alimentícios no retalho, de 210, e o de preços em grosso, de 166 (Federal Reserve).

aconteceu especialmente no último quartel do Século XIX e na década dos 1920, deveria a Autoridade Monetária insistir em manter os preços estáveis, obstando o movimento natural de baixa resultante da melhor produtividade?

Não seria justo nesse caso que tôdas as classes sociais, inclusive a operária, recebessem o benefício do progresso humano, sob a forma de uma redução de preços? E que êsse benefício, oriundo do progresso da técnica de produção ou de organização, também atingisse os titulares de rendimentos monetários fixos? Os credores seriam beneficiados, mas os devedores não seriam prejudicados porque se beneficiariam, como os demais, da redução de preços.

Salários inalterados e preços mais baixos não prejudicariam os produtores, de vez que os custos de produção teriam baixado. O objetivo da política monetária seria, nesse caso, não mais o de manter estáveis os preços das mercadorias e sim o de manter a estabilidade dos salários.

Se em  $MV = PT$ ,  $P$  baixa por motivos de origem amonetária, porque incrementar  $M$  para contrabalançar êsse declínio natural de  $P$ . Se a baixa do preço é de um produto de elevada elasticidade de procura,  $T$  aumentará e  $PT$  poderá ficar inalterado. E se a baixa fôr de um produto de procura pouco elástica, o poder de compra liberado com essa baixa será provavelmente utilizado na compra de outro produto de procura elástica, sem alteração de  $PT$ .

Contra essa orientação, de um nível de preços baixando na razão inversa da produtividade, defrontam-se motivos de ordem psicológica e de ordem social. Um é que as classes operárias e especialmente os Sindicatos preferem que a vantagem da melhoria do rendimento real se traduza sob a forma mais tangível de um aumento de salários monetários. (9) — Não é só. — Os empreendedores e homens de negócios nunca são simpáticos a uma política de redução de preços; o seu bem-estar econômico parece estar condicionado ao sôpro de uma aragem, por leve que seja, de alta de preços; êles são, intrinsecamente, favoráveis à tendência inflacionista, ainda que moderada. E' claro que êles são vítimas de uma ilusão; seus sobrelucros são, muitas vêzes, imaginários e obtidos uns à custa dos outros. Mas real ou ilusório, o estímulo à atividade econômica e ao pleno emprego é efetivo.

Essa política de estabilidade de preços, diante de uma melhoria da produtividade, não é, entretanto, de fácil execução. Porque em períodos normais, a melhoria manifesta-se, geralmente, em setores isolados, caso em que não é possível adotar uma política monetária destinada a atingir unicamente os preços de certas mercadorias. Uma tal política só poderia ser efetiva nos períodos em que, por circunstâncias (10) especiais, se verificasse uma melhoria generalizada da produtividade.

(9) KEYNES — *General Theory*, pg. 9.

(10) Atribui-se a acentuada melhoria da produtividade técnica nos Estados Unidos durante os 1920, à exigência dos operários em manter os altos salários do tempo de guerra e consequente necessidade de mecanização.

Comparando as duas políticas, a de preços variando no sentido inverso da produtividade e a de preços estáveis ou ligeiramente em alta, vê-se que esta última tem a preferência dos Sindicatos Trabalhistas, dos empreendedores e homens de negócios e dos devedores, enquanto que a primeira favorece à comunhão, isto é, ao consumidor em geral, inclusive aos que têm rendimentos monetários fixos e aos credores. Sopesando a influência política de uns e outros grupos, não é difícil prever que a pressão das poderosas tendências inflacionistas levará a melhor. (11)

## § 2.º CONCLUSÕES DO CONSELHO FEDERAL DE RESERVA

Mau grado a rejeição do projeto Strong de 1926, de cujo debate fizemos acima várias citações, teve, posteriormente, o Conselho de Reserva Federal (Federal Reserve Board) de manifestar-se, mais de uma vez, sobre as razões que desaconselham qualquer legislação com o objetivo de manter a estabilidade do nível de preços.

Dentre os pareceres do Conselho nesse sentido, destacam-se os publicados nos Boletins da Reserva Federal de setembro de 1937 e de abril de 1939, donde destacamos os seguintes e expressivos trechos:

“O Conselho presume que os que propõem a estabilização do nível de preços como objetivo da política monetária fazem-no no pressuposto de que tal política permitirá realizar um objetivo mais amplo, qual o de amortecer os impactos dos ciclos de prosperidade e depressão e promover o incremento da renda nacional e do bem-estar social, na presunção de que pela manutenção de preços estáveis, o objetivo mais amplo será atingido”.

“É fora de dúvida que fortes ou violentas oscilações do nível de preços são desastrosas e devem ser evitadas. O Conselho está convencido, entretanto, de que o objetivo principal, que é o da máxima utilização dos recursos da nação, não pode ser conseguido procurando-se manter um nível fixo de preços e que, portanto, estabilidade de preços não deve ser o único nem o principal objetivo da política monetária”.

“A estabilização dos preços individuais por processos monetários não é praticável. As propostas de estabilização de preços hão de referir-se a algum índice ou média de preços, não havendo, entretanto, um consenso de opinião quanto ao índice a estabilizar...”

“Qualquer que seja o índice adotado, podem perfeitamente se manifestar desequilíbrios do sistema econômico, apesar dos preços se manterem estáveis, tal como aconteceu nos 1920; a atividade econômica pode se desviar, consideravelmente, em um ou em outro sentido antes que esses desvios se reflitam no índice de preços. Há si-

---

(11) É ao fato de ser o benefício da melhoria de produtividade absorvido por aumento de salários nos países industriais, impedindo assim que esse benefício se estenda ao mundo inteiro sob a forma de uma baixa de preços dos produtos da indústria, que R. PREBISCH se refere em seu magistral artigo publicado neste número. — N. da R.

tuações em que as oscilações do nível de preços cooperam para a manutenção da estabilidade econômica; preços em declínio, por exemplo, resultantes de melhoramentos tecnológicos podem contribuir para a estabilidade, estimulando o consumo. Outras situações há em que a restauração e manutenção de um relativo pleno emprego só é possível com uma alta de preços. A correlação entre estabilidade de preços e estabilidade econômica não é, portanto, bastante estreita para que se restrinja o objetivo da política monetária à estabilização de preços”.

“A direção do sistema monetário do país não sendo uma ciência exata, uma vez que abrange previsões e lida com muitas incertezas, é essencial que ao determinar-se o seu objetivo, deixe-se a indispensável margem para o julgamento e discreção”.

“O sistema de Reserva Federal pode, dentro de certos limites, regular a quantidade de moeda, mas há outros fatores que afetam os preços e a atividade dos negócios tão fortemente quanto a quantidade da moeda. Muitos desses fatores são amonetários. Seu efeito sobre a atividade econômica pode-se traduzir por uma maior ou menor velocidade de circulação da moeda, como até por uma alteração em sua quantidade... Os fatores monetários são um apenas dos grupos de forças que influem sobre a atividade econômica”.

“Em resumo, o Conselho entende que a estabilidade econômica e não a estabilidade de preços deve constituir o objetivo geral. Ele está convencido de que esse objetivo não pode ser conseguido somente por política monetária e sim pela coordenação de outras políticas que influem sobre a atividade econômica, especialmente com respeito a impostos, despesas governamentais, empréstimos, comércio internacional, agricultura e trabalho”.

“Os que recomendam essas medidas (estabilização de preços por política monetária) acreditam que os preços podem ser elevados aumentando-se a quantidade da moeda e que os preços podem ser rebaixados reduzindo-se essa quantidade... Eles acreditam que se os preços fossem estabilizados, não teríamos mais fases ascendentes e descendentes, de ciclos, nem depressões, nem pânico... A experiência tem entretanto mostrado que: 1) os preços não podem ser controlados por alterações na quantidade e custo (taxa de juro) da moeda... 2) preços estáveis não implicam necessariamente em prosperidade duradoura e 3) que um nível de preços estável está longe de ser tão importante para a comunhão quanto uma relação razoável entre os preços das mercadorias que cada grupo produz e das que ele é obrigado a adquirir”.

“Se preços e volume de moeda covem-se paralelamente ou não, depende de muitas outras condições, como o tempo e o volume das safras, as invenções, o comércio internacional, as despesas governamentais, os impostos, os salários e a atitude geral do mundo dos negócios. Quando os empreendedores estão em disposição de aventurar e antevêm uma fase de prosperidade, eles dinamizam a atividade econômica e isso tende a fazer subir os preços. Quando ao

contrário, os homens de negócios desanimam e suas previsões são desfavoráveis, êles apertam os cordões e compram tão pouco quanto possível. A procura de mercadorias declina e os preços caem. (12) Outros fatores exercem geralmente sobre os preços uma influência maior do que a quantidade de moeda”.

“À vista destes fatos, o Conselho não acredita que os preços possam ser controlados por alterações no volume e no custo (taxa de juros) da moeda”.

A experiência mostra que preços estáveis não asseguram prosperidade... Basta o exemplo dos Estados Unidos de 1921 a 1929... Com preços estáveis, forças destrutivas podem estar agindo, que levarão ao pânico e ao desastre”.

### SUMMARY

#### STABILISATION OF THE PRICE LEVEL

*This is simply an additional contribution for the study of the bill on “Monetary Law” submitted to the BRAZILIAN PARLIAMENT by Representative A. SAMPAIO, published in our last (june 1949) issue, together with a Committee’s report on it and a study by the well known economist OTÁVIO BULHÕES.*

*The present article is a chapter written by its author, previous to presentation of the bill, for the second volume of his “Principles of Monetary Economics”, still in preparation. It simply reproduces the well known arguments against the possibility and advisability of adopting the stabilisation of the price level as the objective of monetary policy.*

### RESUMÉ

#### LA STABILISATION DU NIVEAU DES PRIX

*Celle-ci est une simple contribution additionnelle à l’étude du projet sur la “Loi Monétaire”, présenté au Parlement brésilien par le Député ALDE SAMPAIO et publié dans notre dernier numéro (juin 1949), avec un Rapport du Comité sur le projet et une étude par le renommé économiste OTÁVIO BULHÕES.*

*Cet article est un des chapitres écrits par l’auteur, avant la présentation du projet de loi, pour le deuxième volume de son livre “Principes d’Economie Monétaire”, encore en préparation. Il reproduit simplement les arguments bien connus contre la possibilité et l’opportunité d’adopter la stabilisation du niveau des prix comme le but de la politique monétaire.*

(12) Entre nós, isso se verificou plenamente, no início dos 1930. De 1930 a 1934 os meios de pagamento aumentaram de 5.200 milhões para 8.000 milhões enquanto o índice de custo de vida caía de 99 a 93 (Vide Relatório do Banco do Brasil 1940 — pgs. 146 e 153).