

Recursos Monetários Destinados ao Desenvolvimento Econômico (*)

Em minha primeira conferência, quando tratei dos problemas relacionados com *O Financiamento de Programas de Desenvolvimento*, dei, naturalmente, grande destaque aos programas públicos de desenvolvimento e às medidas que deviam ser tomadas no campo das finanças públicas. Na palestra de hoje (conquanto esteja bem convencido de não ter tratado de muitos aspectos do problema) quero discutir algumas das fontes de recursos essencialmente privados, isto é, os mais adequados ao financiamento de investimentos particulares, as quais devem ser tomadas em consideração, quer o investimento que se tem em vista seja público, ou privado, quer se baseie num programa consciencioso, quer se trate simplesmente de uma soma de planos esparsos de investimento.

A primeira fonte dêsse financiamento, que quase pode ser denominada “fonte clássica”, são as economias voluntárias feitas por pessoas físicas. Ao discutir as possibilidades de que dispõem os países sub-desenvolvidos de financiar os programas de desenvolvimento econômico com a poupança voluntária dos consumidores, temos logo à nossa frente a afirmativa comum de que as economias são o produto da capacidade de economizar e do desejo de economizar. Se considerarmos o primeiro fator, capacidade de economizar, sabemos que é muito pequeno nos países sub-desenvolvidos, porque as rendas individuais são muito reduzidas. Essas afirmativas são geralmente aceitas e quase se tornaram lugar comum no caso do desenvolvimento econômico; não obstante isso creio que, antes de aceitá-las prontamente, devemos investigar a afirmativa de que as rendas, nos países sub-desenvolvidos, são tão pequenas que não permitem grandes economias monetárias. Seria-

(*) 2.^a Conferência pronunciada no Auditório da Fundação Getúlio Vargas, a 28 de junho de 1950.

mos talvez mais prudentes se afastássemos de nossas idéias a famosa lei de KEYNES: “as economias são uma função crescente da renda”, e a conclusão de que é impossível esperar um alto nível de economias porquanto as rendas são baixas. Essa afirmativa é certamente correta se consideramos as percentagens da renda economizada pelas pessoas de diferentes níveis de renda, numa dada economia e numa determinada ocasião; mas se torna muito duvidosa quando tentamos estendê-la a períodos longos. Por exemplo, as rendas atuais, nos Estados Unidos, na Inglaterra ou em qualquer outro país desenvolvido, são certamente um múltiplo do que eram há 60 ou 70 anos passados, e mais elevadas que em 1939; mas as estimativas feitas no passado, sobre a taxa de economias decorrentes dessas elevadas rendas seriam — e foram — muitíssimo exageradas. Sem dúvida, houve a interferência de fatores perturbadores, sobretudo por volta de 1930, quando o nível de desemprego era muito alto e a diminuição das economias foi convencionalmente atribuída à circunstância de que as rendas tinham sido reduzidas por desemprego e outras influências. Agora, em 1950, creio que está se tornando claro que a taxa de consumo acompanhou, de modo geral, o crescimento das rendas. O aparecimento de novos bens de consumo e o consumo estimulado são fatores poderosos. Se aplicada a um longo período de tempo, a proposição não é verdadeira, em sua forma simples. Certas economias, como a inglesa, de 1840 a 1850, ou a norte-americana, uma geração mais tarde, não tinham rendas reais superiores às atualmente encontradas em alguns países sub-desenvolvidos; e a despeito disso conseguiram contribuir, sob a forma de economias voluntárias individuais, numa alta proporção para os recursos necessários ao seu desenvolvimento econômico. Fatos dessa natureza fazem-nos hesitar um pouco, antes de aceitar como axiomática a afirmativa de que, nos países sub-desenvolvidos, a baixa renda dos indivíduos impede que os mesmos economizem uma parcela significativa de suas rendas anuais. Talvez a dificuldade do problema esteja em que o contato com bens de consumo e a pressão no sentido do consumo estimulado são agora, a níveis de renda comparáveis, muito maiores do que àquela época.

Um confronto com a Inglaterra, digamos por volta de 1830, é muito ilustrativo, porque ali as economias indiscutivelmente vo-

luntárias, feitas por indivíduos e só mais tarde por entidades comerciais, forneceram a principal base do desenvolvimento econômico. O meio pelo qual se estimulou essa fonte de financiamento foi, sem dúvida, o alto nível de desigualdade verificado na distribuição da renda. Aqui, de novo, devemos ter cautela para não admitir simplesmente que a desigualdade da distribuição da renda, por si mesma, conduz a uma elevada taxa de capitalização ou de formação de capital. Essa é mais uma dessas proposições a que me referi faz duas semanas, que podem não ser verdadeiras quando aplicadas a países sub-desenvolvidos. A desigualdade das rendas não basta; se bastasse, muitos países sub-desenvolvidos teriam alcançado ou excedido as taxas de economias da Inglaterra de um século atrás.

A tese que gostaria de formular é: para obter taxas elevadas de economias voluntárias, é preciso desigualdade da distribuição de rendas mais o que podemos denominar "tradição puritana". Só se prevalecer uma tradição puritana, sobretudo entre os grupos de rendas elevadas, é que a desigualdade na distribuição da renda conduzirá a economias voluntárias; e só quando se admite, implicitamente, uma tal tradição por parte dos grupos de rendas elevadas é que a eficácia da desigual distribuição de renda no aumento da taxa de capitalização pode ser apresentada com foros de princípio geral. Creio que devemos enfrentar o fato — por mais desagradável que nos pareça — de que na realidade é possível (e efetivamente o método já se revelou eficaz) financiar o desenvolvimento econômico com economias voluntárias, desde que a comunidade esteja disposta a pagar o preço desse método de financiamento. Tal preço é duplo: primeiro, a existência de um elevado nível de desigualdade econômica e, conseqüentemente, padrões baixos num grande grupo da população; segundo, a aceitação ou a formação de um espírito puritano entre os grupos de rendas elevadas. Satisfeitas essas duas condições, creio que a voluntária poupança popular pode desempenhar um papel muito importante no desenvolvimento econômico.

Esta conclusão não é muito animadora pois este método de financiamento, aplicado persistentemente, resulta numa combinação de privações e puritanismo: privações, no limite inferior da escala de rendas, e puritanismo, tendente à abstenção de consumo, no limite da escala superior. Essa combinação de privações e pu-

ritanismo apresenta-se também em muitos métodos não voluntários de financiamento do desenvolvimento econômico. As afinidades de espírito entre a Inglaterra Vitoriana e a U.R.S.S. talvez sejam mais profundas do que se supõe geralmente. Assim, o método mediante o qual se financiou o desenvolvimento da Rússia também pode ser descrito como uma combinação de privações e puritanismo. A redução do consumo ou a queda dos padrões de consumo, por parte dos grupos de rendas baixas, não é realizada pelos grupos de rendas superiores mas por uma Organização ou máquina (não importa o nome que se queira dar) impessoal; e esta máquina ou Organização, não possuindo uma direta “propensão para consumir”, representou uma força severamente puritana. Um homem rico pode economizar parte de sua renda, mas uma máquina não pode consumir. O consumo daqueles que a controlam é tão pequeno que não se torna um encargo. Temos uma situação um tanto paradoxal: se se deposita excessiva confiança nas economias voluntárias e privadas, e se se começa a imaginar como se pode obter economias voluntárias para o desenvolvimento econômico, êsse fio de idéias — a menos que exista uma tradição puritana entre os grupos econômicos mais elevados — conduz curiosamente a métodos de financiamento não voluntários, de um tipo muito menos voluntário que o financiamento de programas públicos de desenvolvimento, aos métodos de contrabalançar o investimento privado com *superavits* orçamentários, que já discutimos há duas semanas.

O fato é que, pelo menos na história econômica conhecida, entre as sociedades que financiaram seu desenvolvimento com recursos domésticos e não externos (sobretudo mais através da imigração do que pelo influxo de capital, acredito), um dos três métodos tem de ser empregado. Não existe outro método conhecido — ou o método de privações mais puritanismo individual, *à la Anglaise*; ou, segundo, o método de privações mais puritanismo mecânico, *à la Russe*; ou, terceiro, possivelmente o método que se tenta agora em muitos países sub-desenvolvidos, de desenvolvimento em grande parte baseado em recursos financeiros provenientes de impostos e em programas governamentais de desenvolvimento. Parece-me que, não sendo possível financiar o desenvolvimento com o auxílio da imigração e do capital estrangeiro, a escolha, forçosamente, terá que recair num desses três métodos.

Se a escolha é colocada nesses termos, muitas das alegadas iniquidades sociais do primeiro método surgem iluminadas por uma luz completamente nova. E' muito fácil ficar indignado com a grande desigualdade da distribuição de rendas, com o sofrimento dos pobres, com o racionamento impôsto aos pobres pela bôlsa e aos ricos apenas por sua limitada capacidade de consumir. Evidentemente o quadro não é edificante mas se podemos agora ficar indignados, econômicamente falando, é porque julgamos êsse período passado com olhos voltados para um nível de renda muito mais elevado. Minha opinião é que êste nível superior, do qual nós, da Europa Ocidental e dos Estados Unidos, podemos nos dar ao luxo de sentir indignação sôbre êsses fatos, nunca teria sido alcançado sem os mesmos. Se tomamos o caso da Inglaterra, aqui também à luz de nossa lista dos possíveis métodos de financiar o desenvolvimento econômico, é certo que nenhum outro teria dado resultado. O método russo não teria sido eficiente e seria mesmo inconcebível; muito ao contrário, o desenvolvimento se processou constantemente no sentido da redução das atividades do Estado. O método de programas de desenvolvimento público também não seria exequível porque incompatível com a estrutura e a filosofia social vigentes. Não havia possibilidade de um influxo de capital estrangeiro pois a Inglaterra foi a pioneira neste terreno. Não havia possibilidade de um influxo de imigrantes. Logo, podemos dizer que, pela lógica dos acontecimentos, o desenvolvimento seguiu o único método que era possível, naquelas circunstâncias. Repetindo, ninguém nega que é muito pesado o preço que se paga, ao escolher êste método de financiar o desenvolvimento econômico. Não é um método que seduza — contradiz muitos de nossos impulsos ou sentimentos de justiça social — mas afirmo que, naquelas circunstâncias históricas, era o único método viável. Pelo menos é impossível que, num quadro histórico semelhante, ou mesmo em quadros históricos diferentes, o método ainda dê resultados e ofereça a melhor oportunidade de promover o desenvolvimento econômico. Devemos, todavia, lembrar que êle repousa sôbre dois pilares, e não sôbre um, apenas. Só se justifica uma distribuição de renda muito desigual, se reinar um espírito de puritanismo capaz de assegurar que tôdas e quaisquer rendas elevadas reverterão como investimento, com o investimento do tipo apropriado.

Outro ponto interessante, a meu ver, é que onde se aplica essa especial justificativa de uma distribuição desigual, — em que os lucros são regularmente “retidos” e as rendas elevadas são regularmente economizadas e reinvestidas — então, existem condições em que o financiamento do desenvolvimento econômico, mediante inflação, também não oferece grandes perigos. O impulso inflacionário é no sentido da desigualdade de rendas — pois inflação significa uma alta de preços e um desvio para os lucros. E se os lucros e vantagens devidos à alta de preços, são, graças a uma tradição puritana entre os grupos de rendas elevadas, rapidamente absorvidos pela poupança privada, quer no sentido monetário de renda não despendida no consumo, quer no sentido real de que revertem ao investimento, o perigo de inflação cumulativa é muito menor que numa situação diferente, em que uma boa parte das rendas e lucros elevados, provenientes da inflação, é inicialmente gasta em bens de consumo e entra na corrente de rendas diversas vezes, e em estágios vários, antes de se transformar, afinal, em economias. O grau de inflação necessário ao financiamento de determinado programa de investimento é muito maior quando não existe essa tradição puritana, e seu perigo, concordo, cresce com o quadrado de seu grau. Portanto, a meu ver, a apresentação da peculiar combinação de circunstâncias que prevaleceu na Inglaterra, nos primeiros estágios do desenvolvimento econômico, não constitui uma explicação da maneira por que os métodos voluntários de economias individuais foi eficaz no financiamento do desenvolvimento econômico; talvez seja uma possível explicação das causas por que o desenvolvimento econômico, àquela época, pôde prosseguir sem muitos sinais visíveis de inflação, ou pressão inflacionária (talvez explicação melhor que a clássica: os efeitos miraculosos do padrão ouro).

Outro ponto que vale a pena mencionar é que a abstenção do consumo, ou economia voluntária, por si mesma, não promove o desenvolvimento econômico porquanto a abstenção de consumo pode assumir formas várias, antagônicas, mesmo, ao desenvolvimento econômico. Não é novidade ressaltar que as economias voluntárias podem apresentar-se sob a forma de estocamento de bens, aquisição de metais preciosos, divisas estrangeiras, ou investimento em propriedade imóvel — lista quase clássica dos tipos de economias que não são úteis ao desenvolvimento econômi-

co. Quero frisar — o que muitas vezes não aparece nas discussões — que o investimento em propriedades imóveis é sem dúvida o mais perigoso de todos esses métodos “desfavoráveis” de abstenção de consumo.

Desejo ressaltar que o investimento em imóveis, em alguns países sub-desenvolvidos, sobretudo na América Latina, não é tanto uma forma de investimento como um método de economizar. Acredito, embora não possa alongar-me no assunto, que a propriedade imóvel tem muitas das características do dinheiro, em países como o Brasil, por exemplo, e que, por conseguinte, o investimento em imóveis pode com propriedade ser tratado e entendido não como uma alternativa de investimento, como uma modalidade de investimento diferente e menos produtiva, mas como uma forma de economia, como um meio de ajuntar dinheiro, de acumular economias. Meus dois argumentos afirmando que a propriedade imóvel participa mais da natureza do dinheiro que da natureza do investimento são dois pontos que o Professor GUDIN também tem ressaltado. O primeiro deles é que o chamado investimento em imóveis não é investimento em empresas que exijam a mesma espécie de iniciativa, conhecimento, etc., exigida pelos investimentos produtivos. Logo, é na verdade uma saída, um método de evitar os requisitos de iniciativa, capacidade de organização e direção, técnica e conhecimento exigidos geralmente pelo investimento manufatureiro ou o investimento produtivo. O segundo ponto no mesmo sentido do argumento que procuro estabelecer — de que a propriedade imóvel participa mais da natureza do dinheiro — é que a propriedade imóvel é muito mais divisível que o investimento em fábricas. E’ muito mais fácil para pessoa de pequenos recursos possuir uma unidade deste tipo de investimento que uma fábrica. Esta unidade é não só menor como também muito mais subdivisível. Grande divisibilidade e ausência de capacidade de administração são duas coisas que a propriedade imóvel tem de comum com o dinheiro. O que vale ressaltar, aqui, é que o entesouramento de economias sob a forma de dinheiro empregado em imóveis — isto é, expansão da propriedade imobiliária — é muito mais perigoso que as outras formas constantes da “lista clássica” de economias que não trazem benefício coletivo. Quando as economias são aplicadas na aquisição de bens de consumo, metais preciosos ou divisas estrangeiras, signi-

ficam um adiamento do desenvolvimento; sempre é possível a um govêrno forte, a qualquer tempo, forçar uma certa dose de desentresouramento. Os metais preciosos podem ser liquidados e vendidos no estrangeiro, e utilizados para a importação de bens de produção. O mesmo se aplica às divisas estrangeiras. Os bens de consumo podem ser utilizados de maneira idêntica; ou então, se há excessiva acumulação de estoques, num dado momento, haverá uma oportunidade, no período seguinte, de refazer os estoques em ritmo mais lento, destinando maior soma de investimento a determinados fins produtivos. Assim, tôdas as outras formas indesejáveis de investimentos, catalogadas como obstáculos ao desenvolvimento econômico, são sem dúvida nocivas, no sentido em que não são diretamente úteis ao desenvolvimento econômico; em certo sentido são menos nocivas que o desenvolvimento da propriedade imóvel, que não só adia o desenvolvimento como também o frustra. O total dos recursos utilizados e imobilizados nesse tipo de atividade corresponde ao total de desenvolvimento produtivo que se tornou impossível no presente e no futuro. A liquidação da construção de imóveis normalmente é um negócio impossível e inútil. Todos os outros erros têm uma possibilidade de redenção; o dinheiro empregado em imóveis é um êrro irreparável.

Há uma outra razão por que julgo que essa transformação de economias em imóveis é um obstáculo muito mais perigoso para o desenvolvimento econômico que qualquer dos demais constantes da lista clássica. Tôdas as outras três formas de abstenção de consumo, sem contribuir para o desenvolvimento econômico, são dispendiosas para quem economiza. Não se ganha muito com elas. No caso de ouro, artigos de consumo ou divisas estrangeiras, sacrificam-se juros ou rendimentos. Essas formas de investimento improdutivo, por êsse motivo, não contribuem para elevar a taxa de juros. Nas áreas em que o entesouramento de ouro, divisas estrangeiras e artigos de consumo representa o maior obstáculo ao desenvolvimento econômico não se observa uma tendência (mesmo nos países extremamente sub-desenvolvidos) para uma taxa de juros notôriamente elevada (com exceção dos problemas institucionais, originados pelos capitalistas que emprestam dinheiro aos agricultores), mas nos países em que o desenvolvimento de imóveis representa a mais importante alternativa para o consumo

imediatamente — sobretudo na América Latina — verifica-se tendência marcada para altas taxas de juros.

Por essas duas razões, o investimento em imóveis é uma barreira intransponível para o desenvolvimento econômico, num sentido em que as outras formas não o são; segundo, em virtude dos efeitos monetários deste método. Acredito que a abstenção de consumo, e conseqüente aplicação de recursos financeiros na expansão da propriedade imobiliária como principal método de economizar, é a pior atitude possível num país que deseja desenvolver-se economicamente. A expansão dos mercados internos é reduzida pela abstenção ou pela desigual distribuição de rendas; as economias assumem uma forma que prejudica o investimento produtivo, em vez de promovê-lo.

Até aqui tratamos principalmente das economias voluntariamente feitas por indivíduos. Talvez caiba agora uma palavra sobre as economias coletivas, sobre essa fonte de economias tão importante no Brasil e em outros países sub-desenvolvidos — a acumulação de reservas nos institutos de assistência social, formadas mediante a dedução de renda dos vencimentos e salários. Essas contribuições, sem dúvida, aumentam enormemente as economias, nos períodos iniciais em que se começam a formar as reservas desses Institutos, e antes que se tornem devidas as obrigações e que seus vários compromissos atinjam o ponto máximo. Essas economias situam-se numa zona fronteira, entre as economias voluntárias e a tributação; o que desejo ressaltar, com todo o vigor, é que confiar nesse tipo de economias constitui um verdadeiro jogo, pois, embora no presente elas representem economias, significam também um compromisso do Estado, uma garantia de padrões de consumo mais elevados, provavelmente de maior igualdade de renda num dado período, talvez não muito distante. Esse jogo pode dar certo ou não. Depende de que, à época em que os pagamentos dos benefícios do seguro social se tornem devidos, a produção real tenha aumentado tanto que um acréscimo no consumo possa caminhar par a par com maior desenvolvimento econômico, podendo-se, então, sem perigo, promover maior igualdade na distribuição da renda. Se a produção real não tiver aumentado até esse ponto, a promessa de consumo maior, para alguns, só poderá ser cumprida à custa de outros. A utilização das economias coletivas acumuladas nos institutos de seguro so-

cial devia impor o compromisso moral de que sua aplicação seria produtiva.

Se o desenvolvimento econômico é financiado com a tributação, e se é bem sucedido, em 20, 30 ou 40 anos o padrão de vida pode ser elevado, de qualquer maneira; e é natural que o Estado que está aumentando sua renda nacional aumente o consumo ao mesmo tempo em que aumenta o investimento; logo, se o desenvolvimento econômico obtém êxito, este método de acumular reservas especiais, classificadas como “fundos de seguro social”, segregados do orçamento nacional, é uma ficção contábil. Não habilita um país a fazer mais pelo levantamento do padrão de vida do que o desenvolvimento bem sucedido, qualquer que seja a forma de seu financiamento. E se o desenvolvimento fracassa, se não se produzem os bens destinados a suportar a estrutura do serviço social, nesse caso a formação de uma reserva monetária também será inteiramente fictícia. Neste caso, ou seria necessário que o Estado deixasse de cumprir as promessas que fez ao povo, aos contribuintes dos Institutos (esta solução seria fatal porquanto minaria completamente o crédito do Estado e provavelmente afastaria a possibilidade de o governo lançar empréstimos internos durante um longo período de tempo — seria uma medida extremamente prejudicial); ou, então, se o Estado tentasse cumprir suas promessas, fornecendo os bens determinados, e ao mesmo tempo prosseguisse com os programas de desenvolvimento econômico, imporá à população uma pressão inflacionária muito forte e, na melhor das hipóteses, ainda seria forçado, mediante uma tributação pesada, a tomar com a mão direita aquilo que distribuía com a esquerda, sob a forma de pagamentos dos serviços sociais.

Apesar disso, o método de economias coletivas, desde que suas limitações sejam bem compreendidas, pode ser útil, num sentido: as economias são reunidas nesses institutos mais diretamente controlados e controláveis pelo governo — mais que um grande número de pequenos estabelecimentos bancários particulares — podendo haver grande conveniência e vantagem em reuni-las dessa maneira. Mas se este método de economias coletivas é considerado como uma espécie de garantia de melhor padrão de vida, no futuro, então estamos sendo vítimas de um truque contábil. E' sem dúvida verdade que um particular,

quando acumula reservas desta forma, estabelece um direito a melhor padrão de vida no futuro. Este método torna as economias voluntárias mais atraentes e agradáveis mas uma comunidade não pode fazer isso; não pode criar um direito a um padrão de vida mais alto mediante a transferência de direitos monetários dentro da comunidade. A única solução é aumentar a produção; em outras palavras, a única possibilidade de elevar o padrão de vida, no futuro, é o próprio desenvolvimento econômico, e não uma determinada medida contábil ou monetária, quanto a economias.

A seguir, gostaria de dizer algumas palavras sobre o problema das economias feitas por entidades comerciais — os lucros não distribuídos ou “retidos”, que representam uma fonte de financiamento muito importante. Os lucros não distribuídos gozam de grande simpatia, pelo menos nos países altamente industrializados. Em todas as discussões do “Ponto IV” e nas discussões gerais sobre a maneira de ajudar os países sub-desenvolvidos a se desenvolverem rapidamente, há uma tendência visível para alegar que os lucros não deviam ser distribuídos, que deviam ser retidos; que é bom para o desenvolvimento econômico que os lucros sejam reinvestidos.

Esta proposição, também, merece exame mais cuidadoso do que o que recebeu até agora. Deve ser considerada, sem dúvida, aplicável, inicialmente, às empresas nacionais. No caso de empreendimentos externos, é óbvio que é melhor, para os países sub-desenvolvidos, que os lucros sejam “retidos” e investidos no país, em vez de serem remetidos para o exterior; enviá-los para fora do país, do ponto de vista instantâneo, significa desinvestimento — cria dificuldades para o balanço de pagamentos do país.

Mesmo no caso de empreendimentos domésticos, não há dúvida de que este método de financiar o desenvolvimento econômico oferece algumas vantagens evidentes. Primeiro, a taxa de lucros, em alguns países sub-desenvolvidos, costuma ser muito elevada; há uma nítida tendência para altas taxas de juros; por isso os lucros representam, nos países sub-desenvolvidos, uma fonte de *financiamento substancial*, sobretudo em relação às pequenas economias individuais; nêles é muito mais difícil recapturá-los depois de distribuídos que nos países altamente industrializados, pois os métodos de arrecadação de impostos são menos rigorosos, a taxa de formação de economias voluntárias pode ser baixa, pode

haver uma procura de artigos de luxo importados em vez de economias, etc. Assim, parece justificar-se a adoção de medidas especiais, destinadas a aumentar o montante de lucros não distribuídos.

Poder-se-ia objetar, ainda, que êsses lucros são muito desejáveis pois se acumulam exatamente no ponto em que a expansão é mais conveniente; se já existe uma firma num país sub-desenvolvido e se esta dá lucros, isto constitui uma certa indicação de que a produção, nesse setor particular, deve ser expandida; e os lucros que se acumularam nesse ponto, se “retidos”, provavelmente serão aplicados na expansão do mesmo setor — o que não nos parece uma ilação errada. Pode-se, ainda, alegar que o fato de êsses lucros “retidos” não estarem sujeitos a juro algum é particularmente favorável aos países sub-desenvolvidos, porquanto nêles os riscos do investimento são bem maiores, mais elevados que nos países industrializados. Porque não existam, no mesmo nível, muitas das economias externas e das atividades básicas, a utilização dos lucros “retidos” é preferível à utilização de dinheiro emprestado porque sôbre êste as firmas têm que pagar juros ou pelo menos (se o empréstimo fôr lançado sob a forma de ações) os capitalistas que subscrevem as ações esperam receber um dividendo. De qualquer forma, é um argumento forte — e é preciso contar com êle; e pode impor riscos muito grandes, sobretudo se os lucros obtidos no novo investimento forem muito variáveis. Portanto, há, sem dúvida, uma série de argumentos no sentido de se encorajar a retenção dos lucros no mesmo ramo em que foram feitos.

Penso, todavia, que também existem sérias desvantagens peculiares a êste método, desvantagens que costumam ser um tanto esquecidas, nas discussões. Para começar, devo dizer que nos países sub-desenvolvidos o fato de um lucro ser obtido num certo ramo nem sempre indica tão claramente, como nos países industrializados, que a produção deva ser expandida nesse mesmo ramo; é que a produção, nos países sub-desenvolvidos, é, quase por definição e freqüentemente, de um caráter mais monopolístico que nos países industrializados; digo freqüentemente, porque há, apenas, uma ou duas firmas no ramo, ao passo que nos países industrializados existem muitas. E’ uma proposição bem conhecida que, quando os lucros resultam de preços elevados, tornados

possíveis não em virtude de baixo custo da produção mas, em virtude do caráter monopolístico (em face dos concorrentes), são menos evidentes as provas — colocando a questão em termos muito moderados — de que a produção existente é a que deve ser expandida.

Ademais, uma das questões que, penso, deve ser estudada com muito cuidado, antes de se recomendar êste método, indiscriminadamente, é que a retenção dos lucros tem um efeito nocivo no desenvolvimento de mercados de capital. Quando os lucros são retidos, os mercados de capital sofrem de duas maneiras: primeiro, uma firma que utiliza os próprios lucros no financiamento de suas atividades, quer sob a forma de capital de movimento, quer sob a de capital fixo, não tem necessidade de dirigir-se ao mercado de capital e emitir ações, debêntures ou quotas. Quer dizer, o mercado de capital míngua, primeiro, por falta de oferta de títulos. Segundo, as pessoas que recebem os lucros distribuídos — se são acionistas recebem dividendos, se são proprietários de firmas particulares retiram o dinheiro diretamente — usualmente representam uma importante fonte de procura de títulos, públicos ou privados. Em outras palavras, o mercado de capital definha pelos dois lados — falta de procura e falta de oferta.

Pois bem, existe um consenso geral (embora eu ainda não tenha tratado do problema) de que o desenvolvimento de mercados de capital e de mercados de dinheiro — mercados para os títulos do govêrno e de particulares — é muito útil, pelo menos no apogeu do esforço para maior desenvolvimento econômico. O que podemos adiantar, a esta altura, é que não podemos ter as duas soluções simultâneamente; quer dizer, quanto mais estimulamos a retenção dos lucros diretamente, tanto menos desenvolvemos os mercados de capital. Isto está na natureza das coisas, e o problema acabou se tornando muito sério, inclusive nos países altamente industrializados, em que os mercados de capital são muito mais vigorosos. Mesmo na Inglaterra, em que na fase inicial o desenvolvimento de mercados de dinheiro e mercados de capital foi tremendamente forte e até anterior ao desenvolvimento industrial, o hábito de reter os lucros apresenta agora um efeito marcante na redução da eficiência dos mercados de capital e de dinheiro, em todos os sentidos, inclusive em sua

função de controlar a taxa de juros bem como no suprimento de fundos para novos empreendimentos.

Existe, penso, um perigo particular na retenção dos lucros — ela monopoliza novos capitais por parte de velhas firmas que já estão fazendo lucros. E aqui, também, minha impressão é que o fenômeno muitas vezes encontrado em alguns países sub-desenvolvidos, no Brasil, por exemplo — lucros elevados frequentemente retidos e taxas de juros altas (o que, como mencionei antes, provavelmente resulta do desenvolvimento de imóveis, como substituto do dinheiro), é mortal para novos empreendimentos produtivos. Mesmo nos lugares em que existem mercados de capital, as taxas de juros são tão elevadas que um novo empreendimento — que quase por definição não tem lucros com que compensar as altas taxas de juros, nem lucros para reter, a fim de evitar as altas taxas de juros — se vê numa posição terrivelmente desvantajosa. Creio que isto constitui um problema muito sério porque os países sub-desenvolvidos dependem mais — não menos, muito mais, seguramente — que os países industrializados, do crescimento de novas empresas.

Em velhos países industrializados — certamente nos Estados Unidos, conquanto menos na Europa — creio que se pode pelo menos imaginar um crescimento satisfatório de capital fixo, produtividade e renda *per capita*, devido, simplesmente, ao crescimento das empresas existentes. Pode-se até argumentar que mesmo que não se iniciassem novas empresas, o desdobramento das empresas antigas, o ingresso das firmas existentes em novos ramos de produção, o estabelecimento de fábricas sucursais das firmas existentes, etc., tudo isso formaria uma estrutura satisfatória para o desenvolvimento econômico. Já o mesmo não é concebível nos países sub-desenvolvidos, embora nestes seja muito importante a expansão das empresas existentes. Quem quer que pense em desenvolvimento econômico dos países recém-desenvolvidos imagina quase instintivamente um grande número de firmas novas surgindo em ramos da produção até então inexistentes.

Sem dúvida é possível, teoricamente, que velhas firmas, uma fábrica de tecidos, por exemplo, iniciem a produção de um artigo inteiramente novo, como novos tipos de ferramentas agrícolas; mas na prática isso é muito pouco provável. Se falamos da “retenção” de lucros, em geral, temos diante de nós um quadro

que me parece bem realista, isto é, de lucros que revertem ao mesmo ramo de produção, ou a ramos similares.

Uma outra dificuldade e um perigo potencial, peculiares ao desenvolvimento que surge do uso da “retenção” de lucros, como principal método de financiamento — e acredito que isto também tem alguma aplicação no Brasil — é que arrasta os bancos a diferentes tipos de financiamento de atividades. Se firmas industriais já estabelecidas, que obtêm grande margem de lucros, utilizam os mesmos para suprir seu capital de movimento e sua expansão, há muito pouca procura do melhor tipo de transação bancária normal — empréstimos a curto e médio prazo, à indústria produtiva. Novas firmas são prejudicadas por êsse desfavorável binômio: altas taxas de juros e autofinanciamento ou “retenção” de lucros; como quer que seja, os bancos usualmente não financiam novas firmas. Não é função normal de um banco comercial amparar uma nova firma ou ajudá-la a consolidar-se. Existem instituições especializadas nessa função, que se apresentam sob formas várias, nos países industrializados. Uma firma tem que apresentar uma demonstração de lucros muito sólida, antes que um banqueiro de responsabilidade resolva com ela entrar em transação. Pois bem, se os bancos não financiam novas empresas e se não são procurados para financiar as velhas empresas, em virtude da pesada “retenção” de lucros, que fazem êles então?

Minha resposta é que essa situação atrai ainda mais os bancos para o financiamento das atividades imobiliárias, reforçando a tendência que os particulares já têm, de utilizar a propriedade imóvel como alternativa para o consumo imediato. E’ um fato sobre o qual todos os observadores concordam, que no Brasil há um desvio de investimentos em favor do desenvolvimento imobiliário, que os bancos desempenharam papel destacado no mesmo, que o crédito era muito mais fácil para o financiamento imobiliário do que para o financiamento da indústria produtiva. Existem, naturalmente, muitas razões para isto — sobre as quais falarei dentro em pouco — e o fenômeno está claramente ligado à pressão inflacionária. Mas sugiro que a pesada “retenção” de lucros também contribuiu muito para a situação de fato, afastando os outros negócios dos bancos. De qualquer modo, enquanto os bancos não têm suficientes alternativas — alternativas seguras, na direção de atividades manufatureiras e direta-

mente produtivas — será muito difícil às autoridades monetárias, tentar induzir, persuadir ou forçar os bancos a desviarem seus recursos dos negócios imobiliários para a indústria manufatureira. Pode ser uma questão de procura, assim como de outros fatores que concorrem para a falta de crédito industrial.

Finalmente, quero mencionar dois outros pontos que a meu ver merecem um estudo sério. Primeiro, se o método de “reter” os lucros é utilizado como principal método de financiar o setor *privado*; se este é completado com o que discutimos há duas semanas, um programa de desenvolvimento público no setor público, essa combinação elimina a taxa de juros inteiramente, como fator regulador da vida econômica, pois nenhuma dessas duas fontes de financiamento é atingida pela taxa de juros. Nos dois casos a seleção dos projetos de investimento — tanto no setor público como no privado — se torna, digamos, se não acidental pelo menos mais arbitrária. Não existe um teste objetivo. O único teste possível, para se saber se os investimentos já efetuados são desejáveis, ou não, no setor público, é que fazem parte de um programa público de investimento e que, portanto, como resultado de uma provável discussão entre os vários departamentos, foram aceitos como merecedores de melhor prioridade que os outros investimentos não incluídos no programa; mas os critérios adotados para a determinação dessas prioridades, como vimos há duas semanas, nem sempre são muito claros ou bem definidos, e em muitos casos não há uma idéia preconcebida sobre o que é ou não importante. Pois bem, a isto temos de acrescentar que, no setor privado em que se utiliza o método de “retenção” de lucros, para o financiamento, também não existe um teste claramente concebido para o financiamento de novos empreendimentos. Os investimentos se realizam porque as firmas que os fazem colhem bons lucros, não no novo investimento que têm em vista mas no investimento que fizeram no passado. Isso não constitui um teste muito feliz da eficiência econômica do novo investimento. Que razão existe para se pensar que os investimentos contemplados são melhores que os investimentos que se realizariam se os lucros fossem distribuídos e retornassem quer aos investimentos particulares, através dos mercados de capital, quer transferidos ao governo, sob a forma de tributação, e fossem

afinal empregados no financiamento de programas de desenvolvimento público? Pode ser, mas não há certeza; e não há, a meu ver, nenhuma probabilidade inerente. O primeiro problema, portanto, que surge no uso dêste método de financiamento, é o próprio teste de novo investimento; que segurança existe de que o investimento realizado é aquêle que melhor promove o desenvolvimento econômico?

O segundo ponto que desejo ressaltar (e aqui, mais uma vez, toco num ponto sôbre o qual o DR. GUDIN falou, em discussões anteriores) é que os lucros não distribuídos, como método de financiamento, contribuem, inevitavelmente, para o que podemos denominar "mistério" nos negócios. Não há necessidade de se fazer uma contabilidade muito rigorosa, para essas somas; sôbre as mesmas não se pagam dividendos nem juros; muitas vêzes são obtidas inscrevendo-se bens fixos abaixo de seu valor real, embora outras vêzes sejam apresentadas abertamente como reservas; se o dinheiro se perde, não há necessidade de fazer uma declaração pública a respeito; pode-se até esconder essas perdas, majorando os bens inscritos, desta vez com o valor verdadeiro; essas somas estão nas mãos da gerência e ficam sob seu mais direto contrôle que as somas obtidas através da Bôlsa de Títulos ou que as somas específicas para fins específicos, solicitadas aos capitalistas, com a necessidade de explicar como vão ser utilizadas, etc. Num país como o Brasil, em que a publicidade dos negócios das companhias não é muito freqüente nem muito evoluída, em virtude de uma certa desconfiança e ignorância entre os investidores potenciais; em que a discussão dos negócios e transações internas, das companhias, é de qualquer modo difícil; em que muitas companhias ainda têm um núcleo de círculos fechados e interêsses de família; em que existem poucas estatísticas que esclareçam os negócios das companhias — creio que êste fato contribui para aumentar a suspeita dos investidores e dos portadores de economias, sobretudo os de pequenas economias, contra o investimento na indústria, porque a administração e a gestão dos negócios da indústria se tornam ainda mais misteriosas e suspeitas do que, porventura, já o sejam. Portanto, a meu ver, ainda uma vez, é pelo menos possível que a adoção dos lucros "retidos" como método de financiar o desenvolvimento tenha contribuído para a falta de disposição, por parte

dos investidores, de colocar dinheiro em ações e debêntures de firmas industriais, concorrendo para sua tendência de aplicar o dinheiro em imóveis. Aí, pelo menos, o dinheiro fica sob seu direto contrôlo; aí não pode haver transações nebulosas — o uso do dinheiro é mais óbvio ao observador geral. Aquêles que acreditam, como eu, em que a formação de um mercado de capital e qualquer tentativa de induzir o público a desviar suas economias do setor imobiliário para a indústria produtiva devem ser acompanhadas de melhoria na publicidade dos negócios e dos investimentos, na criação de uma atmosfera de confiança entre os investidores e a administração — sugiro que o método de financiar mediante a retenção de lucros exige um estudo muito cuidadoso.

Fiz algumas críticas à retenção de lucros como método de financiar o desenvolvimento econômico a fim de tocar em certos pontos que, parece-me, não foram tratados na discussão e também porque se acredita, geralmente, que a retenção de lucros é benéfica. Não quero tirar a conclusão de que a retenção de lucros deve ser desencorajada, que as firmas devem ser forçadas a pagar seus lucros em dividendos, e que êsses devam ser reinvestidos através dos canais ordinários. O que quero ressaltar é que se justifica uma investigação útil e interessante sobre os efeitos da utilização dêste método de financiamento; e que talvez exista uma base senão para reduzir a adoção dêsse método pelo menos para controlá-lo, orientando a utilização de lucros não distribuídos, enfim, não aceitando sem exame a idéia de que os lucros voltam automaticamente para as empresas em que foram feitos.

Depois dessas observações, não muito sistemáticas, sobre questões relacionadas com os métodos de financiar o desenvolvimento econômico com economias individuais gostaria de, antes de concluir, tratar de alguns problemas de inflação nos países sub-desenvolvidos, os quais talvez estejam a exigir um exame mais demorado.

Já falei dêste problema da inflação, ao discutir os programas de desenvolvimento público, mas ficou muita coisa por dizer. Primeiro, permitam-me fazer uma distinção, à falta da qual se pode criar uma grande confusão — distinção entre *pressão inflacionária* e *inflação*. Não me refiro, agora, contrariamente à *pressão inflacionária*, à conveniência de *pressão inflacionária* nos países sub-desenvolvidos.

Vou mesmo ao extremo de dizer que a existência de pressão inflacionária, nos países sub-desenvolvidos, está na própria natureza das coisas. O país sub-desenvolvido que não tiver pressão inflacionária deve ter qualquer coisa de anormal porque isto é sinal de que o país não está forçando seus recursos ao extremo, a fim de conseguir desenvolver-se. Existem países sub-desenvolvidos que não apresentam problemas de pressão inflacionária durante os últimos 30 ou 40 anos, talvez; mas não creio que disso possam orgulhar-se. Existe um meio muito simples de evitar a inflação: não desenvolver. Isto não é o que desejamos. Desejamos desenvolver e evitar a inflação; não queremos evitar a pressão inflacionária a *qualquer preço*, queremos produzir pressão inflacionária e depois controlá-la ou compensá-la com as medidas econômicas adequadas. Essa distinção é bem clara mas muita confusão reinante nas discussões sobre inflação decorre da falta da mesma.

A segunda distinção que desejo fazer é na resposta à questão — pode-se financiar o desenvolvimento econômico com a inflação? Creio que é possível financiar projetos específicos com a inflação; em qualquer país, qualquer governo ou capitalista particular tem liberdade de dizer: “queremos esta usina de aço, queremos êste hospital, queremos êste trecho de estrada de ferro”, de tocar para adiante, imprimir o dinheiro ou requisitar os recursos e “mandar as conseqüências para o inferno”. Haverá uma série de repercussões decorrentes dessa atitude mas, durante êsse tempo, a usina de aço, o hospital e o trecho de estrada de ferro já foram construídos. É sempre fácil financiar determinados projetos mediante êste método, mas a distinção que desejo expor é que nunca é possível — não posso conceber como possível — financiar um programa de desenvolvimento longo com a inflação. Acredito que as idéias de inflação — não de pressão inflacionária, mas de inflação — e de desenvolvimento longo são absolutamente contraditórias. Quando existe um estado de inflação, isto é, pressão inflacionária não controlada, é impossível manter um desenvolvimento duradouro. Pode-se ter êste, êsse e aquêles bem de produção, se houver uma disposição de pagar por êle qualquer preço, mas não é possível ter um programa longo e racional.

A idéia de que a inflação é um método possível de financiar sólidos programas de desenvolvimento é muitas vezes apresentada sob a alegação de que a inflação é uma “economia forçada”.

Estou certo, porém, que essa afirmativa serve mais para obscurecer a questão que para esclarecê-la. No sentido puramente instantâneo, a inflação é, sem dúvida, uma “economia forçada”. A alta dos preços reduz as rendas reais e infla os lucros. É o processo adotado, pela economia, de fazer a roupa de acôrdo com a fazenda. As rendas infladas são reduzidas ao nível do consumo disponível mediante uma elevação dos preços. Daí a “economia forçada”, no sentido de recursos retirados do consumo. Só é possível encarar a questão desta maneira; digo mesmo que a idéia de que a inflação significa economia forçada é enganadora, se aplicada a um certo período de tempo, isto é, se se quer dizer que durante *qualquer determinado período de tempo* as pessoas economizaram mais do que em outras ocasiões. Se se considera todo o processo de inflação durante o período de tempo em que se espera que o sistema econômico se desenvolva, parece claro que a alta de preços estimula o desejo de consumir. A elevação de preços em si mesma é um profundo desestímulo para economizar — é um incentivo para consumir, ou então, alternativamente, para acumular bens reais, ou as duas coisas ao mesmo tempo; e ninguém tem certeza de que o segundo impulso seja o mais forte. Em outras palavras: com inflação, acredito que as pessoas sempre *querem economizar menos* do que sem inflação — e nesse sentido monetário a inflação é o oposto de “economia forçada”, sendo mais exato descrevê-la como “gasto forçado”. As pessoas que normalmente gostariam de economizar são forçadas, em época de inflação, a consumir ou investir em bens imóveis, a entesourar, ou possivelmente a investir na indústria manufatureira. Mas permanece de pé um fato: durante um dado período de tempo — embora em determinada ocasião estejam economizando mais do que gostariam, como se evidencia da expansão inflacionária — não se pode ter certeza de que as economias forçadas, assim realizadas, sejam maiores que as economias voluntárias deslocadas por aquelas (ou as deseconomias provocadas). Temos aqui mais uma fonte de confusão: em certo sentido inflação é economia forçada, em outro sentido não o é. Todavia o sentido mais importante, para finalidades práticas, é o segundo, consoante o qual a inflação não serve como método de promover um programa de desenvolvimento, pois aumenta o consumo, a especulação e o investimento “seguro” (imobiliário)

em prejuízo do desenvolvimento econômico em sua pura expressão.

Nos países sub-desenvolvidos não se pode compensar a pressão inflacionária com o aumento da produção disponível, tal como se dá nos países industrializados. Essa, creio eu, a distinção que devia ser feita mais freqüentemente, com o seguinte adendo: nos países industrializados, a produção é não só maior do que nos países sub-desenvolvidos; é também mais flexível; nêles sempre existem grandes reservas de capacidade produtiva, não só no sentido de recursos não utilizados, como também no sentido de deter mais rapidamente a produção oriunda dos recursos existentes. O enorme aumento da produção verificado durante a guerra, nos Estados Unidos, pode ser citado como exemplo do tipo de possibilidades desfrutadas pelos países industrializados (e que faltam aos países sub-desenvolvidos) para reduzir a pressão inflacionária com o aumento da produção.

Além disso, a maior desigualdade na distribuição da renda, produzida pela inflação, é muito mais eficaz para reduzir o consumo nos países industrializados do que nos sub-desenvolvidos. A pressão inflacionária resulta em lucros majorados, e essa tendência é útil no combate à inflação, nos países em que os grupos de rendas elevadas tendem para economizar mais; outrossim nos países industrializados a transferência na procura costuma ser útil à posição do balanço de pagamentos, pois são os grupos de rendas inferiores que mais procuram artigos importados. Sem dúvida isto é o que acontece na Inglaterra; ali são os grupos de rendas baixas que mais procuram artigos de importação — artigos de alimentação importados, algodão importado para roupas, etc. Os grupos de rendas superiores procuram, preferentemente, bens e serviços produzidos no país — serviços domésticos, diversões, edifícios, ou bens de consumo manufaturados, como automóveis, rádios, etc., tudo de produção nacional.

Nos países sub-desenvolvidos, falando de modo geral, temos a situação oposta, sobretudo se os grupos de rendas inferiores são representados por pequenos agricultores, cuja procura de bens vindos de fora, quer estrangeiros, quer nacionais, é mínima. Nesse caso, qualquer modificação que beneficie os grupos que recebem rendas em dinheiro — em grande parte integrados por grupos urbanos, sobretudo os de camadas mais altas —

cria muitas dificuldades. Nos países industrializados, em geral, assim que surge a pressão inflacionária, começam a funcionar certos fatores de compensação; maior propensão para economizar, menor procura de artigos importados, relativamente falando, como resultado das modificações ocorridas nas rendas; mas nos países sub-desenvolvidos o quadro geral é feito de processos cumulativos — as modificações nas rendas aumentam ainda mais as dificuldades e com elas os perigos de inflação. Tais países conhecem bem demais a sequência dos processos cumulativos — maior procura de importações, o que muitas vezes força uma depreciação da moeda, a qual não só eleva os preços dos artigos importados ou piora as relações de trocas em condições especiais, nos países sub-desenvolvidos, como também tende, por si mesma, a tornar-se cumulativa: a procura de artigos de exportação tende para ser inelástica e os rendimentos da exportação são reduzidos, e não aumentados, pela depreciação. Mesmo onde ocorre uma depreciação da moeda, este fenômeno é esperado. Sempre ficou demonstrado no passado que é seguro especular na depreciação da moeda de países sub-desenvolvidos — nas dificuldades do balanço de pagamentos e, portanto, inflação significa que as pessoas especulam na moeda estrangeira quer retirando dinheiro do país, quer comprando no país divisas estrangeiras. Isto, por sua vez, aumenta as dificuldades do balanço de pagamentos e produz exatamente a depreciação de moeda que se esperava. Acrescente-se a isso o fato de que, nos países sub-desenvolvidos, a confiança no dinheiro e nas instituições bancárias é menos sólida que nos países industrializados. Isto, por sua vez, é uma razão por que a inflação, uma vez começada, é muito mais difícil de controlar.

Há uma série de outras razões pelas quais a inflação é muito mais perigosa nos países sub-desenvolvidos que nos industrializados. A que vou mencionar, agora, apresenta interesse especial nos países que combinam taxas de juros elevadas com pressão inflacionária.

Porque a inflação tem esse efeito na elevação das taxas de lucros monetários (não necessariamente dos lucros *reais*), acredito que tenha um efeito peculiarmente nocivo ao desenvolvimento econômico. Tende a encorajar o que se pode denominar os dois extremos do investimento: num dêles, investimento a

prazo muito curto e, por isso, freqüentemente chamado investimento “especulativo”, em coisas que têm um giro rápido, tal como a especulação em mercadorias; no outro extremo, investimento a prazo excessivamente longo; êste sempre é perigoso nos países sub-desenvolvidos. As estatísticas de investimento são sempre desorientadoras pois apresentam englobadamente tôdas as formas de investimento, apagando a distinção essencial entre investimento que se amortiza em cinco ou seis anos, e investimento que persiste durante cêrca de cem anos. Eu lançaria a sugestão de que o investimento deveria ser considerado segundo a duração, ou pelo menos que uma classificação do investimento segundo a duração deveria ser oferecida como complemento essencial das estatísticas normais e dos quadros econômicos atualmente apresentados sob a forma de sistemas de contabilidade social. Meu argumento é que as altas taxas de juros não são desencorajadoras nem para os investimentos a longo prazo nem para os investimentos a curto prazo, nos países sub-desenvolvidos, sob condições inflacionárias, pois em nenhum dêsses dois casos aquêles que empreendem tais investimentos dão muita atenção ao problema da majoração das despesas de renovação de estoques e substituição de bens de produção.

Quando se especula numa mercadoria, não há preocupação com o custo de substituição; conta-se o dinheiro ganho, isto enquanto o sistema contábil tradicional de calcular os lucros — como uma diferença entre certas quantias de dinheiro que foram colocadas no negócio e as quantias em dinheiro que foram realizadas — demonstrar que o negócio está dando bons resultados. Êsse lucro contábil é suficiente na especulação de mercadorias; com efeito, as técnicas contábeis tradicionais foram criadas exatamente para essas aventuras esporádicas, a curto prazo. Não se adaptam à empresa produtiva moderna, que é um processo contínuo; nela cumpre manter capital *real* e não capital *em dinheiro*. Os princípios de contabilidade, ao que me parece, de todos os países, baseiam-se essencialmente em lucros em dinheiro. E isso se dá no Brasil também, embora se aplique aos Estados Unidos, à Inglaterra e, ao que eu saiba, a todos os principais países industrializados. Isso é perfeitamente cabível na especulação de mercadorias em que, acredito, os lucros em dinheiro constituem o principal incentivo. Gasta-se uma quantia x na

compra de certos artigos, no aumento do estoque, ou no contrato de compra antecipada de certas safras; o que se tem em vista é vender novamente, dentro de seis meses ou de um ano; e então é que se conta o lucro. Não há preocupação com despesas de renovação.

No outro extremo, isto é, no campo dos investimentos a prazo muito longo, e sobretudo nos investimentos na construção de imóveis — eis o que de fato tenho em mente — como prédios de apartamentos que, segundo se espera, durarão 60, 80 ou 100 anos, neste caso também o investidor não leva em conta os gastos de substituição; êstes não entram em seus cálculos porque 60, 80 ou 100 anos é um prazo muito longo para se pensar em despesas de renovação de prédios de apartamentos. E' teòrica-mente possível que um investidor dado a cálculos faça mentalmente contas dos crescentes gastos de consertos que, segundo se deve esperar, acompanham a situação inflacionária. Creio no entanto que esta possibiildade é muito remota. Acredito que, nos dois extremos, as despesas de renovação sempre maiores, como as que ocorrem na inflação, não constituem desestímulo ao investimento; mas, infelizmente, elas detêm exatamente o tipo de investimento que representa, sem dúvida, a essência de desenvolvimento econômico: o investimento a prazo médio, e, sobretudo, o investimento na indústria manufatureira. Tudo dito, êsse o centro vital do desenvolvimento econômico. Sem dúvida, a agricultura não deve ser abandonada; os serviços públicos são muito importantes; mas é certo que em países como o Brasil, que já atingiram um estágio intermediário de desenvolvimento, o crescimento da indústria manufatureira é o centro vital do desenvolvimento econômico. E já, aqui, temos o problema da renovação, porquanto há investimentos que não são nem para seis meses nem para um ano — isto é, investimentos para talvez 10 a 15 anos, e em que se tem em vista a constante renovação e expansão do capital *real*. Infelizmente, a inflação é mais desencorajadora exatamente porque, mesmo que se registrem lucros monetários elevados, os investidores têm que lutar com dois problemas ao mesmo tempo: primeiro, têm as altas taxas de juros que absorvem os lucros em dinheiro; segundo e acima disto, há a pressão inflacionária que os ameaça com o imperativo de fazer a renovação a preços muito mais elevados.

Conquanto existam muitos pontos relativos à inflação que poderiam ser focalizados, a meu ver a distorsão do investimento na direção indicada talvez seja a mais grave. Creio que a inflação não é compatível com o investimento contínuo e progressivo do tipo que mais importa aos países sub-desenvolvidos, pelo menos depois que atingem certo nível de desenvolvimento.

Em conclusão, ainda desejo dizer duas coisas. Quando disse — e acredito ser verdade — que a inflação é o inimigo do desenvolvimento, não quis inferir que a proposição pode ser invertida. Por considerar a inflação incompatível com o desenvolvimento real, não julgo que basta deter a inflação para têmos desenvolvimento. Estancar a pressão inflacionária é uma pré-condição, acredito, para que a política de desenvolvimento se torne efetiva, mas esta, em si mesmo, não significa política de desenvolvimento. Já disse antes que existem países sub-desenvolvidos que paralisaram a pressão inflacionária ou nunca permitiram que a mesma se manifestasse; e a despeito disso nunca se desenvolveram. Não se segue, repito, que basta deter a inflação para ter desenvolvimento. O que se segue é que, *entre outras coisas*, é essencial sustar a inflação, para se promover o desenvolvimento.

Este o primeiro ponto dos dois que queria focalizar, antes de terminar; agora o segundo: quando reunimos os principais pontos que procuramos expor sentimo-nos um tanto cépticos quanto aos métodos de economias voluntárias — todos êles apresentam dificuldades peculiares; e ficamos mais cépticos ainda quanto ao valor do método de economias “forçadas” mediante inflação. Assim, somos reconduzidos à conclusão que apresentei na conferência anterior — de que o ponto crucial do financiamento do desenvolvimento econômico está no campo orçamentário — não em economias particulares, não na inflação. A maior possibilidade de ter desenvolvimento sem inflação é, em última análise, a consecução de um *superavit* orçamentário. E aqui cumpre esclarecer que um *superavit* orçamentário é essencial, não necessariamente para financiar um programa de desenvolvimento público; porque o dinheiro arrecadado é público não se deve concluir que o desenvolvimento deva ser público. Infelizmente essa distinção é difícil de manter; e a discussão muitas vezes se azeda pelo pressuposto de que, se as economias

são arrecadadas por métodos fiscais, então é preciso desenvolver o setor público, e não o setor privado. Isso não é correto. Um *superavit* orçamentário é exatamente tão útil para contrabalançar a pressão inflacionária resultante de investimentos privados quanto a pressão resultante de programas públicos de desenvolvimento. Não há distinção nesse particular. A meu ver, um *superavit* orçamentário pode ser uma técnica monetária neutra destinada a criar a estrutura monetária estável, em que o desenvolvimento possa efetuar-se, não importando saber até que ponto o desenvolvimento é público ou privado. Nos países sub-desenvolvidos os mais acirrados crentes na iniciativa e no desenvolvimento privados talvez deversem ser os mais fervorosos adeptos de tributação elevada e *superavits* orçamentários.

SUMMARY

SAVINGS FOR ECONOMIC DEVELOPMENT

This discussion will center mainly on private sources of finance which are specially suitable for economic development.

The first or "standard source" of such finance are the voluntary savings made by individuals. It is usually assumed, somewhat uncritically, that since savings are the product of ability to save and willingness to save, and since the ability to save is small in underdeveloped countries because incomes are low, there appear to be no room for voluntary savings suitable for financing any considerable amount of development. The proposition that incomes in underdeveloped countries are too small to allow of much monetary saving deserves, however, further investigation. In the first place, the famous Keynesian law that "savings are an increasing function of income" (it being therefore impossible to expect a high degree of savings from low incomes) needs important qualifications. It is certainly true if one considers ratios of income saved by people at different income levels in a given economy at a given point of time; but it becomes much more doubtful when stretched over time. Some economies such as the American and British have now much greater incomes than 60 or 70 years ago and yet past forecasts of the rate of saving out of those high incomes have proved greatly exaggerated. The emergence of new consumption goods and induced consumpt-

ion have caused consumption to accompany the rise of income. Furthermore, economies like the British economy in about 1840 or 1850, or the U.S. economy a generation later, had real incomes no higher than those found to-day in some underdeveloped countries, and yet they managed to contribute by voluntary savings a high proportion of the capital needed for economic development. Therefore one should hesitate in accepting the proposition that because real incomes are low in underdeveloped countries there cannot be any significant savings. The real trouble is perhaps that knowledge of consumption goods and the pressure towards induced consumption are now so much greater than they were then at comparable levels.

England in the 1830's offers a particularly illuminating example. Development was clearly financed largely by voluntary savings by individuals and later by business units, through the medium of an unequal income distribution, associated with a "puritan tradition". The existence of a high degree of income inequality would not be enough to generate adequate savings, were it not for the adherence to, or development of, a puritan spirit among the upper income groups.

This method, though effective, may lead to a peculiar combination of deprivation (at the bottom of the income scale) and puritanism (at the top of it). This combination is also present in some non-voluntary methods of financing, the affinities in spirit between Victorian England and the U.S.S.R. being greater than it is commonly supposed. In the Russian development method, the reduction of consumption standards of lower income groups is not undertaken by the upper income groups, but by a machine or Organization which has no direct propensity to consume. The curious thing is that if one places reliance for economic development on voluntary and private savings and if there is not a puritan tradition among higher income groups, one is inevitably led little by little to resort to non-voluntary methods of financing.

The fact remains that if development is to be financed from domestic sources (i. e. without resort to foreign capital or immigration) there appear to be only three methods: the method of deprivation plus private puritanism, à la Anglaise; the method of deprivation plus machine puritanism, à la Russe; and thirdly, the method now tentatively tried in many under-developed countries,

of relying largely on fiscal savings and public development programs.

If the choice is put in those terms, much of the inequity of the first method appears in a new light. In fact, looking back, although it is easy to feel indignant about income inequalities, there was no other method by which England could have financed her development, which obviously did not have the help of either foreign capital or migration.

It is an interesting point that, where this particular combination of unequal income distribution plus puritanism occurs, the financing of economic development through inflations is not very dangerous, since the profit inflation is quickly absorbed by savings, and directly ploughed back into investment, without immediate increase in the demand for consumption goods. This is perhaps a better explanation of the fact the British development proceeded at the time without visible signs of inflation, than the miraculous working of the gold standard.

It must however be noted that abstention from consumption, or voluntary savings, does not of itself promote economic development, because the mere abstention from consumption may take forms antagonistic to economic development such as the hoarding of precious metals, investment in real estate, etc. This latter form of abstention is really one of the most dangerous and non-beneficial methods of abstaining from consumption.

In Latin American countries, moreover, investment in real estate is not so much a form of investment as a form of saving. In Brazil, for instance, real estate has many of the characteristics of money and can be treated not as an alternative form of investment but as a form of saving. Professor GUDIN has called attention to two important features of the real estate mania in Brazil, which confirm the view point advanced above. The first one is that real estate investment does not require the enterprunerial ability and skills required for factory investment. The second place, it is much more divisible than a factory, since the unit is smaller. Those same circumstances make the holding of savings in the form of real estate money more dangerous for development than the other forms of holding savings. For, while the holding of foreign exchange or precious metals is only a posptponement of development, which a strong government may

always mobilize for development, investment in real estate cannot be liquidated, besides requiring extremely heavy expenditures for maintenance and upkeep. In addition to that, while holdings of money in the form of gold, commodities or foreign exchange, represent a sacrifice of interest and return, they do not in general entail high rates of interest, which are, on the other hand, characteristic of those countries where real estate development is the main alternative for immediate consumption.

Thus the abstention from consumption in order to engage in real estate development, as the main savings outlet, may be regarded as the worst possible combination for a country that wants to develop economically. The development of internal markets is reduced by abstention or unequal income distribution; savings take a form in which they hamper productive investment rather than promote it.

A word might now be said about collective savings through the building up of assets of social insurance institutes, etc. They are on the borderline between voluntary savings and taxation; in the early periods, before liabilities become due, they represent an important addition to the supply of savings. Although they amount to present saving they represent also a State promise, or State guarantee of higher standards of living and consumption, at a future specified period. This hope materializes only if there is an increase in real output. Thus the use of the collective savings of the Institutes should impose a moral commitment that their use should be productive.

The method of collective saving, as long as its limitations are realized, may be a useful method, in the sense that once savings are gathered together in the Savings Institutes, they are more easily controllable by the Government than a multitude of small private bank establishments. But is an illusion to think that they are some sort of a guarantee of a higher standard of living in the future.

It might be well to dwell now on the problem of savings by business units — the problem of non distributed or ploughed back profits. The non-distributed profits enjoy a very considerable vogue, at least in highly industrialized countries, but recent discussion on "Point Four" and its application to underdeveloped countries reveals also a discernible tendency to argue that profits

should not be distributed but ploughed back. This proposition however deserves some close critical scrutiny, with reference of course to domestic enterprises, since as regards foreign enterprises it is obviously better for a underdeveloped country to have profits reinvested locally than sent out of the country.

Even for domestic enterprise, this method of development financing has some advantages. First of all, the rate of profits in underdeveloped countries is usually high and once profits are distributed they are very hard to recapture, in view of less strict tax collection and elastic demand for imported luxury goods. It is argued secondly that these profits are desirable because they accrue directly where further investment is desirable, that is to say, in already existing productive enterprise. Thirdly, the ploughing back of profits permits of financing without the burden of interest rates which are frequently high in underdeveloped countries.

There are, however, serious disadvantages in this method of financing, which are often neglected in current discussion. Firstly, it is not clear that because profits are made in certain directions, further development should take place in the same interprise; often in underdeveloped countries production is, by definition, of a more monopolistic character, and the ploughing back of profits may straghten a monopolistic position based on high prices rather than on low costs. Secondly, the non-distribution of profits may have a harmful effect on the development of capital markets. The capital market is starved from both ends, the supply side and the demand side, because the people who receive the distributed profits are both the source of demand for securities and the suppliers of debentures and bonds to be sold on markets.

If it is admitted that the development of capital markets and money markets is a crucial problem in the financing of economic development programs, then the unfavourable impact of non-distribution of profits must be seriously considered. Another point is that the ploughing back of profits monopolizes financing for old firms who are already making a profit, drying up the sources of funds for new and growing enterprises. This fateful combination of ploughing back profits and very high rates of interest is certainly a deadly deterrent to the growth of new enterprise. This is all the more serious as the underdeveloped

countries need growth, a diversification of enterprise and taking up of new production lines, much more than the already developed countries, where a simple expansion of old firms can ensure an adequate growth of productivity.

A further difficulty is that the ploughing back of profits, as a major method of financing, tends to drive the banks into different kinds of financing activities rather than the normal short-term and medium term loans to productive industry. The Banks do not finance new enterprises because it is too risky and they do not finance old enterprises because those are self-financing. As a result they are thrown into the financing of real estate and other less productive activities.

Finally if the ploughing back of profits is used to finance the private sector of the economy, the rest of developmental activities being carried through the public sector of the economy, then the influence of the rate of interest is entirely removed as a regulating factor in economic life, because neither of those sources of finance is covered by the interest rate. There would then be no objective test for the selection of projects, both in the public and in the private sector. In the public sector, departmental influences rather than yield may determine the direction of investment. In the private sector investment would take place only because the firms have made profits in the past, which is admittedly a defective criterium for investment. It might well be that the return of profits to, and their redistribution through, the capital markets, would be conducive to a better orientation of investment than the static criterion of past performance. It must moreover be added that retention of profits makes for "mystery" in business. There is no need for strict accounting on capital since no dividends or interest are paid on it and profits may be obtained simply by the writing down of fixed assets below their true value.

This secrecy in business may develop suspicion among potential investors and again encourage diversion of savings into real estate. The limitations of the method of ploughing back which we pointed out above should be taken as cautionary rather than adverse; given adequate controls it may yield excellent results.

The author then turns to the examination of the concepts of inflation and inflationary pressure. Inflationary pressure is a natural and unavoidable accompaniment of development but inflation is not. One can and should develop without inflation; but one should not discourage inflationary pressure, as this might stifle development itself.

Another point deserves clarification. While it is always possible to finance a specific project through inflation, it is not possible to finance through inflation a sustained development program.

It is often said that inflation is a possible means of financing a sustained development program because inflation amounts to "forced saving". But this merely confuses the issue. Undoubtedly, in a purely instantaneous sense, inflation is "forced saving". But it is fallacious to suppose that over any given period of time people save more than they otherwise would. If the whole process of inflation is considered over a period of time, it seems clear that the rise in price encourages the desire to consume or to build up real assets; or in other words, it discourages saving. There is no "forced saving" but rather "forced spending". People who would normally like to save are forced, in a time of inflation, either to consume or to invest in real estate, or hoard, or possibly to invest in manufacturing industry. Thus while in one sense inflation is "forced saving" in another sense increases consumption, speculation and "safe" investment rather development.

In underdeveloped countries output is highly inflexible; the productivity reserves available in industrialized countries are not extant. Thus increases in output as a counter-inflationary force cannot be relied upon to the same extent as in the latter countries. Further, the increased inequality of income distribution, which inflation produces, is much more effective in reducing consumption in industrialized than in underdeveloped countries. Inflationary pressure, resulting in increased profits thus helps dampening inflation in those countries, such as England, where the upper income groups tend to save more; furthermore for industrialized countries this shift is often helpful for the balance of payments position, as the lower income groups are the ones whose demand for imports is higher.

In underdeveloped countries, generally, the opposite conditions prevail. Income shifts cause higher demand for imports, which often enforces exchange depreciation, which not only raises prices of imported goods or worsens the terms of trade, but tends itself to become cumulative; the demand for their exports tends to be inelastic and export proceeds are thus reduced rather than increased by exchange depreciation.

Another evil consequence of inflation in underdeveloped countries is that it shakes the confidence in monetary and banking institutions, which are usually less firmly established than in industrialized countries.

The danger of inflation is particularly acute in countries which combine high rates of profit and inflationary pressures. Insofar as inflation raises the money rate of profits, it tends to encourage the two extremes of investment: the very short term, speculative investment, and the very long term investment. This question of durability of investment usually neglected in investment statistics is nevertheless very important. High rates of interest are not discouraging to either of the above types of investment and yet the first type is dangerous because it encourages speculation in money profits without regard to replacement costs. In the second type, replacement costs, although very real, are nevertheless no effective deterrent, because they are too remote. The unfavourable effect of inflation is exerted precisely on medium term productive investments, which are seriously hampered first by high interest rates and then by inflationary rising replacement costs.

When all is said it seems clear that inflation is not compatible with sustained development. But this proposition is not reversible. It is not sufficient to stop inflation to get development. But it is essential among other things to stop inflation in order to get development.

The great chance of having development without inflation ultimately rests on the achievement of a budgetary surplus. A budgetary surplus can be a neutral monetary technique of creating the framework of monetary stability in which development can best proceed; it is just as useful in offsetting inflationary pressure arising from private investment as pressure arising from public development programs.

RESUMÉ

L'ÉPARGNE POUR LE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE

L'auteur se propose d'étudier les moyens de financer l'investissement, qu'il soit privé ou public, qu'il résulte d'un plan ou de décisions isolées.

La première source d'un tel financement est constituée par l'épargne volontaire. Lorsqu'on discute les possibilités de financer les programmes de développement des pays sous-développés par l'épargne volontaire des consommateurs, il ne faut pas oublier que celle-ci dépend de la possibilité d'épargner et de la volonté d'épargner. Les revenus des pays sous-développés sont-ils trop faibles pour permettre une épargne suffisante? En fait, des économies comme celle de l'Angleterre vers 1840 n'avaient pas des revenus réels plus élevés que ceux qui existent actuellement dans certains pays sous-développés et cependant elles ont trouvé dans l'épargne volontaire des individus la part la plus importante des fonds nécessaires à leur développement. Ce haut niveau de l'épargne anglaise du XIX^e siècle ne s'explique pas par une exceptionnelle inégalité des revenus car, s'il en était ainsi, beaucoup de pays sous-développés atteindraient ou dépasseraient les taux de l'épargne anglaise il y a un siècle. En réalité ces taux s'expliquent par la "tradition puritaine". C'est seulement par l'austérité, spécialement des possesseurs de gros revenus, que l'inégalité de la distribution des revenus conduit à l'épargne volontaire; se qui signifie privation en bas de l'échelle des revenus et abstention de consommation au sommet.

Il n'en est pas autrement en U.R.S.S. où le même résultat est atteint par la contrainte. En fait, il y a le choix entre trois méthodes: 1.^o privation et puritanisme volontaire à l'anglaise; 2.^o privation et puritanisme imposé à la russe; 3.^o épargne fiscale et programmes de développement publics.

L'auteur fait remarquer que l'épargne volontaire n'est pas une condition suffisante du développement économique et qu'elle peut même prendre des formes qui lui soient opposées. La plus dangereuse est l'investissement en valeurs réelles, qui immobilise des ressources.

A mi-chemin entre l'épargne volontaire et l'épargne-imposition, se situe l'épargne collective qui résulte de la constitution

de l'actif des instituts d'assurances sociales. En attendant l'époque où ces instituts devront faire face à leurs obligations, cette épargne collective doit recevoir un emploi productif.

Si le programme de développement financé par l'épargne des instituts de prévoyance demande 20, 30 ou 40 ans pour donner des résultats, il n'est pas possible, pendant tout ce temps, d'accroître le standard de vie. Ce mode de financement ne permet pas d'obtenir plus que ce qui serait obtenu par un autre moyen.

Une autre source d'épargne consiste dans les profits non distribués. Au cours des discussions sur le "point IV", une tendance s'est manifestée en faveur de ce moyen de financement. Il faut le préférer, sans conteste, lorsqu'il s'agit des entreprises étrangères, car ainsi les bénéfices réalisés restent à l'intérieur du pays. Mais lorsqu'il s'agit d'entreprises nationales, l'auto-investissement n'a pas que des avantages.

L'auteur reconnaît qu'il est commode, lorsque les taux de profit sont élevés, d'obtenir une épargne abondante par la non-distribution des profits. Une fois ceux-ci distribués il est plus difficile de les transformer en épargne dans les pays sous-développés que dans les pays fortement industrialisés: la perception des impôts y est moins efficace et le taux de l'épargne volontaire plus faible. D'autre part, l'auto-investissement libère les entreprises de la charge des intérêts qu'elles auraient à verser en cas de ressources financières obtenues par voie d'emprunt.

Cependant, il n'est pas certain, dans les pays sous-développés, que l'existence d'importants profits dans quelques secteurs soit le signe que ces secteurs aient besoin d'être développés par priorité. Ces profits s'expliquent souvent par un niveau élevé des prix dû à une situation de monopole. D'autre part, l'auto-investissement des profits non distribués restreint le marché des capitaux dont le développement favorise grandement le progrès économique des pays sous-développés. La combinaison de hauts profits fréquemment réinvestis et de taux élevés d'intérêt n'est pas favorable à la naissance de nouvelles entreprises productives. Les banques, qui n'ont pas l'habitude de financer les entreprises, emploient leurs disponibilités sous la forme d'investissements en valeurs réelles. Le taux d'intérêt par son rôle de régulateur et l'investissement, tant dans le secteur privé que dans le secteur public, est, pour une grande part, arbitraire. Enfin l'auto-investissement développe le

caractère mystérieux des affaires: l'importance des investissements réalisés échappe au public.

Étudiant ensuite les phénomènes inflationnistes, l'auteur fait une distinction entre la pression inflationniste et l'inflation. La pression inflationniste est dans la nature des choses et les pays sous-développés qui ne la connaissent pas sont des pays qui ne se développent pas. Il ne saurait être question de supprimer cette pression mais simplement de la contrôler par des politiques économiques appropriées.

Il est certainement possible de financer par l'inflation des projets particuliers mais non pas un programme rationnel et suivi. On soutient quelquefois que l'inflation est une méthode possible de financement en disant qu'elle constitue une épargne forcée. Par la hausse des prix, l'inflation réduit le pouvoir d'achat des revenus en biens de consommation, mais, si l'on considère une période de temps suffisamment longue, il est certain que la hausse des prix encourage le désir de consommer: l'inflation réduit l'épargne volontaire.

De plus, l'inflation est plus dangereuse dans les pays sous-développés que dans les pays hautement industrialisés. Il y a à cela deux raisons: 1) le volume de la production est moins extensible et l'augmentation des signes monétaires en circulation ne trouve pas son correctif dans un accroissement de la masse des biens et services produits; 2) la plus grande inégalité des revenus qui résulte de l'inflation ne provoque pas, comme dans les pays industrialisés, une réduction sensible de la consommation. Dans les pays sous-développés, l'accroissement des revenus les plus élevés provoque une augmentation de la demande des biens importés et tend à déséquilibrer la balance des paiements.

Enfin, l'inflation constitue un obstacle au développement économique dans la mesure où elle encourage les investissements à très court et très long terme au détriment des investissements à moyen terme. En période de hausse des prix, le capitaliste est détourné des emplois où le coût de remplacement, croissant en raison de l'inflation, entre en ligne de compte. Il est, au contraire, attiré par la spéculation sur marchandises et l'investissement sous la forme de constructions immobilières, c'est-à-dire par les deux termes extrêmes de l'investissement.

En conclusion, l'auteur insiste sur l'insuffisance de l'épargne volontaire et les dangers de l'inflation pour le financement des programmes de développement. La solution qu'il propose se situe sur le plan du budget: impôts élevés et surplus budgétaires.