

# A Inflação em Relação ao Desenvolvimento Econômico (\*)

E. M. BERNSTEIN

## 1. *Desenvolvimento, Poupança e Investimentos*

O processo de desenvolvimento econômico é excepcionalmente complexo. Envolve muito mais do que a simples instalação de equipamento mecânico. O desenvolvimento econômico requer uma certa receptividade para novos setores e novos métodos de produção, novas instituições que estimulem empreendimentos e inversões e especializações técnicas e administrativas que assegurem a eficiência de novos métodos de produção. Exige também um operariado sadio e bem treinado. Um ambiente tão propício ao desenvolvimento econômico não pode ser criado imediatamente, sendo mais provável que surja, gradativamente, em alguns setores da economia. Dêsse modo, apresentam-se as oportunidades para o desenvolvimento econômico, as quais se irão ampliando à medida que o país o fôr aceitando em escala limitada.

---

(\*) O presente artigo representa essencialmente o teor de 3 conferências pronunciadas no Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas em maio e junho de 1951, tendo sido acrescentadas ilustrações estatísticas.

No mesmo encontram-se estimativas de economias e investimentos, do produto nacional bruto a preços do mercado e da renda nacional líquida ao custo dos fatores, originários de um estudo inédito do Fundo Monetário Internacional, as quais divergem ligeiramente das estimativas já publicadas ou a serem, dentro em breve, publicadas pelo Instituto Brasileiro de Economia. A divergência não alcança porém a casa dos 10% e se explica pelo fato de que o Fundo e o Instituto, diante da falta de dados precisos, tenham recorrido a processos diferentes de estimativas. A pequena diferença dos resultados indica que ambas as estimativas estão perto da verdade.

A tradução esteve a cargo do Sr. Osvaldo Castro Lobo, do Ministério das Relações Exteriores.

*Suficiência de investimentos*

Do ponto de vista econômico, o critério mais racional para classificar-se os países como desenvolvidos ou subdesenvolvidos não é o grau de industrialização a que atingiram. Podem os países obter rendas muito elevadas da produção agrícola; podem auferir rendas muito baixas da produção industrial. A melhor prova de desenvolvimento de um país é fornecida pelo nível de renda real e pela taxa de aumento da renda per capita. Em suma, país subdesenvolvido é aquele em que a produção per capita é relativamente baixa e em que a eficiência da produção, se chegar a aumentar, o fará muito lentamente (1).

Impõe-se certa cautela na interpretação dos dados sobre renda real. A melhoria na relação de trocas tem repercussões semelhantes a um aumento da renda real. Esse aumento não reflete acréscimo de produtividade, porém, melhor situação no mercado.

## RENDAS PER CAPITA DE ALGUNS PAÍSES, 1949

Quadro I

PAÍSES	Renda Per Capita em U.S.\$
Estados Unidos.....	1,453
Canadá.....	953
Reino Unido.....	833
Austrália.....	768
Chile.....	188
Egito.....	134
México.....	121
Brasil.....	112
Ceilão.....	96
Filipinas.....	96
Irã.....	85
Índia.....	81

FONTE: "National and Per Capita Incomes in Seventy Countries, 1949" — Nações Unidas.

Conversão dos dados em moeda nacional, pelas taxas oficiais de câmbio, exceto dados relativos ao Brasil, Chile e México, que foram tirados diretamente do relatório das Nações Unidas.

(1) Nos Estados Unidos da América e no Canadá, a renda real per capita aumentou cerca de 50% durante a década de 1938-1948 e, na União Sul Africana de aproximadamente 25%. No Egito e na Índia, por exemplo, o consumo real per capita nos anos de após-guerra tem sido um pouco inferior ao de 1938 e a renda per capita provavelmente nada aumentou desde 1938.

Nem tôdas as medidas para o desenvolvimento econômico envolvem grandes investimentos. Há setores da economia em que dispêndios bastante moderados de capital podem produzir resultados consideráveis de produção. Isto ocorre principalmente na agricultura, onde a melhor seleção de sementes, o maior emprego de fertilizantes e um maior combate às pragas poderão acarretar aumentos surpreendentes na colheita. A possibilidade de melhorar a produção por medidas desse tipo depende em grande parte da educação prática mediante serviços de assistência técnica aos agricultores e muito menos da disponibilidade de recursos. O conceito básico do programa do Ponto IV é que, de fato, existem essas oportunidades para aumentar a eficiência da produção. Mesmo assim, há grandes e importantes setores da economia, inclusive a agricultura, em que o desenvolvimento econômico envolve considerável investimento em construções e equipamentos. Pode tornar-se essencial a realização de grandes investimentos, particularmente nos transportes, comunicações e energia elétrica, antes que se possa fazer inversões generalizadas na agricultura e na indústria.

Uma das características dos países subdesenvolvidos é a de que os recursos destinados aos investimentos representam uma proporção muito menor do seu reduzido produto nacional do que nos países altamente desenvolvidos. Nos Estados Unidos da América e no Canadá, por exemplo, são empregados normalmente, cerca de 20% da renda nacional em investimentos privados líquidos. Na Índia, "o investimento total financiado internamente é agora de cerca de 2,5% da renda nacional" (2). Os investimentos, em tal escala mal atendem as necessidades mínimas de abrigo e equipamento exigidos por uma crescente população. Muito pouco resta para ser investido em equipamentos destinados a elevar a produtividade do país.

---

(2) The Colombo Plan, Report of the Commonwealth Consultative Committee (1950) Cd 8080.

COMPOSIÇÃO DA DESPESA NACIONAL BRUTA  
EM PAÍSES SELECIONADOS  
(DISTRIBUIÇÃO PERCENTUAL)

Quadro 2

PAÍSES	Anos	Gastos pessoais em bens e serviços	Gastos governamentais (correntes) em bens e serviços	Investimento público nacional bruto	Investimento privado nacional bruto	Investimento líquido estrangeiro
Austrália .....	1949	63.0	8.3	6.8	21.7	0.2
Canadá .....	1950	66.4	13.1		22.3	-1.7
EE. U.U. ....	1950	68.2	15.0		17.7	-0.9
Grã-Bretanha ..	1950	66.6	14.9	2.9	13.9	1.7
Pôrto Rico .....	1949	89.8	19.2		12.1	-21.1
Peru .....	1948	81.8	3.7		15.2	-0.7
Irlanda .....	1950	83.4	10.7	13.2		-7.3
Colômbia .....	1948	78.3	13.0		12.1	-3.4
Chile .....	1948	90.4		10.6		0.1

FONTE: "National Income Statistics, Supplement, 1939-50", Quadro n.º 6, Nações Unidas.

Diz-se muitas vezes que país subdesenvolvido é o que não consegue suprir, mediante sua poupança interna, os recursos para investimentos que, tècnicamente, poderia empregar e que seriam lucrativos. Esse conceito é dificilmente aplicável na prática. Se fôsse aceita essa definição, em época de inflação generalizada o mundo inteiro estaria constituído de países subdesenvolvidos, pois nenhum deles poderia prover, com as próprias economias, o suficiente para os investimentos que estaria desejoso de empreender. Nem seria admissível considerar todos os países que têm uma balança de pagamentos deficitária e cujas economias não equivalem aos seus investimentos, como países subdesenvolvidos. Pode ser útil raciocinar acerca do Canadá e Austrália como países que, normalmente, são importadores de capital; seria criar confusão, considerá-los, no entanto, como países subdesenvolvidos.

### *Disponibilidade das economias*

O nível proporcionalmente baixo de investimentos nos países subdesenvolvidos pode ser atribuído a vários fatores. Um fator que freqüentemente, embora não universalmente, é causa de insuficiente investimento é a inexistência de economias disponíveis. Em outras palavras, há em muitos países subdesenvolvidos opor-

tunidades para investimentos lucrativos e produtivos que não podem ser exploradas porque não há poupança ou não se obtém financiamento. A falta de investimentos adequados evidencia, por si mesma, a insuficiência da poupança. Isto seria de se esperar em países de renda baixa, embora as grandes desigualdades de riqueza, existentes em alguns desses países, possibilitem consideráveis economias por parte da classe abastada.

Nos Estados Unidos da América e no Canadá, a poupança individual, em condições relativamente não inflacionárias, pode chegar a cerca de 4 a 6% das rendas disponíveis. A essa quantia se deverá acrescentar as economias das sociedades anônimas e de outras empresas, que podem atingir, aproximadamente, a outros 5 a 8% da renda nacional. Nos Estados Unidos da América e no Canadá, a poupança privada, líquida, nos níveis atuais de renda real e impostos, monta, em números redondos, a cerca de 15% da renda nacional. A isto dever-se-á acrescentar o saldo (ou subtrair-se o deficit) acusados nos orçamentos do Governo e os aumentos nas reservas de previdência social e outros fundos governamentais. O total representará a poupança líquida do país. As partes componentes da poupança líquida variam consideravelmente de ano para ano; mas as economias líquidas do conjunto constituem uma proporção considerável da renda nacional dos países de alta renda, como os Estados Unidos da América e o Canadá.

**COMPONENTES DA POUPANÇA LÍQUIDA  
NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA E NO CANADÁ (1948-50)**  
(EM MILHÕES DE DÓLARES NORTE-AMERICANOS OU CANADENSES)

Quadro 3

	EE. UU. (1)			CANADÁ (2)		
	1948	1949	1950	1948	1949	1950*
Poupança individual líquida .....	10.462	6.253	10.693	869	838	776
Poupança comercial líquida .....	16.154	11.239	16.258	661	601	730
Saldo governamentais positivos ou negativos. ....	8.206	-2.785	8.014	766	479	551
<b>Total da poupança líquida .....</b>	<b>34.822</b>	<b>14.707</b>	<b>35.235</b>	<b>2.296</b>	<b>1.918</b>	<b>2.058</b>
Renda nacional líquida....	223.500	216.700	239.000	12.560	13.169	14.308
Poupança líquida (% da Renda Nacional Líquida).	15.5	6.8	1.5	18.3	14.7	14.4
Poupança total bruta. ....	44.557	33.575	46.563	3.555	3.190	3.648
Produto Nacional bruto ..	259.000	257.300	282.600	15.503	16.382	17.791
Poupança bruta (% do produto nacional bruto) ..	17	13	17	23	19	20

(\*) Apurações preliminares.

(1) Adaptado de "National Income. A Supplement to the Survey of Current Business, U.S. Dept. of Commerce, 1951 edition", págs. 152-55. As poupanças individuais líquidas incluem as economias de empresas outras que não as sociedades anônimas, as de fundos particulares de previdência e as de outros fundos de garantia. A poupança individual líquida, em 1951, foi muito maior do que a de 1950 e montou a mais de 8% da renda individual disponível. As economias comerciais líquidas incluem apenas os lucros não distribuídos de sociedades anônimas e despesas de capital debitadas a gastos correntes. Os saldos governamentais incluem os fundos governamentais de previdência social. As poupanças totais brutas são iguais às poupanças totais líquidas, acrescidas dos custos de depreciação, das discrepâncias estatísticas e dos ajustes no valor dos estoques das sociedades anônimas.

(2) Fonte: *The Canada Year Book*, 1951, e *Economic Indicators*, Budget Papers, 1951-52.

Para a maior parte dos países subdesenvolvidos não há informação detalhada e completa. Os dados dispersos que existem indicam que a poupança das pessoas que exercem atividades não comerciais, através de depósitos feitos nas caixas econômicas e instituições similares, são geralmente muito reduzidas. Nas Filipinas, por exemplo, o aumento médio anual nos depósitos a prazo e nos feitos na Caixa Econômica Postal e em outros Bancos foi de somente 18 milhões de pesos de 1948 a 1951. O aumento médio anual nas reservas legais das companhias de seguro montou a somente 16 milhões de pesos de 1949 a 1951. Indubitavelmente, as poupanças individuais nas classes de atividades não lucrativas assumiram outras formas, provavelmente a do entesouramento de notas e moedas. Nesse mesmo período, entretanto, houve grande poupança por parte da classe comercial (inclusive companhias estrangeiras), como ficou demonstrado pelo investimento em reconstruções e pelas transferências de lucros para o exterior.

O Brasil pode servir de exemplo para ilustrar como se formam as poupanças individuais através de instituições de economia coletiva em países cujo nível de renda é algo mais elevado. A inflação que se tem processado continuamente nesse país, provavelmente tende a impedir a poupança individual através de instituições de economia coletiva, exceção feita dos depósitos à vista. Não obstante, somas consideráveis parecem ter sido poupadas por pessoas de renda baixa ou média. Em 1949, por exemplo, quando a renda nacional era pouco inferior a Cr\$ 200 bilhões, o acréscimo nas contas das Caixas Econômicas federais e estaduais, e em depósitos populares, a prazo fixo e de aviso prévio nos Bancos comerciais montou a Cr\$ 4.3 bilhões, embora essa quantia possa incluir alguns depósitos de firmas comerciais. O aumento nas reservas técnicas das companhias de Capitalização foi de Cr\$ 224 milhões e o aumento dessas mesmas reservas em Companhias de Seguro foi de Cr\$ 368 milhões. Além disso, cerca de Cr\$ 3.6 milhões foram adicionados ao patrimônio dos Institutos e Caixas de previdência social.

ECONOMIAS INDIVIDUAIS REALIZADAS ATRAVÉS DE INSTITUIÇÕES  
DE POUPANÇA COLETIVA. EM RELAÇÃO À RENDA NACIONAL. BRASIL  
1946-1949

(EM MILHÕES DE CRUZEIROS)

Quadro 4

AUMENTO							
ANOS	Renda Nacional	Depósitos a prazo etc. (3)	Companhias de Capitalização	Reservas de Cias. de Seguro	Fundos(2) de Previdência Social	TOTAL	Poupanças individuais (% da Renda Nacional)
1946	128.610	2.828	210	393	2.144	5.575	4.34
1947	148.050	2.994	253	393	2.407	6.047	4.08
1948	169.160	2.135	322	391	2.643	5.491	3.25
1949	199.210	4.291	244	368	3.572	8.475	4.25

FONTE: Estudo do Fundo Monetário Internacional.

(1) — 85% do Produto Nacional Bruto.

(2) — Exclui o IPASE (Fundo de Previdência dos Funcionários Públicos).

(3) — Caixas Econômicas Federais, Caixas Econômicas Estaduais de São Paulo e Minas Gerais (exceto em 1949, somente em S.P.) e os depósitos a prazo fixo com aviso prévio e populares em outros bancos

Esses dados sobre o Brasil não são de modo algum típicos. As cifras relativas aos depósitos a prazo, etc., poderão exagerar o aumento verdadeiro nas poupanças, já que os depósitos a prazo fixo e com aviso prévio, incluem, de certo modo, depósitos comerciais. Mesmo assim, a proporção de poupanças individuais através de caixas econômicas etc. é extraordinariamente alta para um país de renda baixa. Isso pode ser confrontado com o montante menor de tais economias em Cuba, onde as rendas médias são consideravelmente mais altas do que no Brasil. De acordo com o relatório da Missão do Banco Internacional à República de Cuba, a poupança individual nas Caixas Econômicas montou somente a 46 milhões de pesos em 1947 e a 35 milhões em 1948. Sem dúvida alguma as classes menos favorecidas em Cuba têm uma preferência muito maior pela manutenção das suas economias na forma de moeda corrente ao passo que as classes abastadas preferem mantê-las na forma de títulos ou depósitos em dólares.



POUPANÇAS INDIVIDUAIS NAS INSTITUIÇÕES DE ECONOMIA COLETIVA  
EM RELAÇÃO À RENDA NACIONAL, CUBA, 1945-1948

(EM MILHÕES DE PESOS)

Quadro 5

ANOS	Renda Nacional (1)	Depósitos a prazo, etc.	Companhias de Capitalização	Reservas das Cias. de Seguro	Fundo não governamentais	TOTAL	Poupanças individuais (% da Renda Nacional)
1945	1.080	13.2	.3	7.6	8.0	29.1	2.69
1946	1.269	6.8	.8	5.6	10.0	23.2	1.83
1947	1.678	18.6	2.5	8.4	16.4	45.9	2.74
1948	1.694	7.3	3.5	7.2	16.5	34.5	2.04

(1) — 83% do Produto Nacional Bruto.

FONTE: Relatório do Banco Internacional, pg. 523.

Lógicamente, esses dados sobre a poupança individual não indicam o total de economias no país. Excluem eles as poupanças individuais sob a forma de aquisição de novos títulos, de empréstimos sobre hipotecas de construção de edifícios, etc. Além disso, não abrangem também as quantias ainda mais vastas, poupadas e investidas nas empresas. Mesmo se levando em consideração a poupança individual sob outras formas e as economias comerciais, permanece o fato de que o total das poupanças é muito baixo nos países subdesenvolvidos. Esse conjunto é afinal representado pelo investimento líquido interno, do qual se deve subtrair o déficit ou ao qual se deve acrescentar o saldo positivo nas transações correntes da balança de pagamentos (conta de mercadorias e serviços).

E' interessante notar não apenas que a poupança total é bastante reduzida, mas também que as poupanças individuais não são facilmente investidas na agricultura e na indústria. As novas emissões de títulos serem oferecidas ao público pouco adiantam. Uma parte considerável da poupança é desviada para a compra de metais preciosos (particularmente no Extremo Oriente) e para a aquisição de divisas e títulos em dólares, e na formação de depósitos (particularmente na América do Sul). Há causas institucionais profundamente arraigadas que refreiam as poupanças individuais e as desviam dos investimentos produtivos. Um

aspecto importante do problema de estimular o desenvolvimento econômico é saber lidar com êsses fatores institucionais.

## 2. *O Processo Econômico da Inflação*

Por serem insuficientes as economias e em vista da dificuldade de canalizá-las para os investimentos produtivos, há uma forte tendência no sentido de elevar o nível dos investimentos através da expansão do crédito bancário, ou seja, pela inflação. A razão fundamental disso é que a inflação age sobre cada um dos elementos indispensáveis ao aumento do investimento. Elevando os lucros, a inflação aumenta materialmente o ganho do investimento e leva as empresas a expandirem o volume de suas operações. A expansão do crédito bancário em favor dos homens de negócio lhes dá os meios diretos para adquirirem os recursos iniciais de que necessitam para os investimentos. Ao mesmo tempo, a inflação transfere a renda real para um grupo de pessoas que poupam e as economias oriundas dos lucros permitirão aos homens de negócio manterem, indefinidamente, um nível mais alto de investimento. Êsses argumentos a favor dos efeitos benéficos da inflação sobre o desenvolvimento econômico são de grande importância. Devem ser analisados para que se possa compreender até que ponto as expectativas em que se baseiam são justificáveis. Além disso, precisam ser provados pela experiência nos países subdesenvolvidos, para que se possa saber até que ponto essas expectativas se confirmam na prática.

### *O início da inflação*

Normalmente, o funcionamento de uma economia deve resultar numa distribuição e uso da renda de tal forma que a procura conjunta para a produção seja equivalente ao custo da produção total, inclusive os lucros e impostos. As vezes, porém, o Governo, os homens de negócio e os trabalhadores podem aspirar a uma parcela maior da produção do que caberia ao respectivo setor como resultado do funcionamento normal da economia na distribuição e utilização da renda. Se os outros setores não estão preparados para concordar com o aumento na quota da produção que toca a qualquer deles, diminuindo a sua própria quota de produção, então todos os setores, em conjunto, procurarão obter mais do que a produção nacional propicia. Esta é a estrutura básica do processo inflacionário, quando a procura conjunta, para

todos os fins — consumo, investimento e despesas governamentais — excede à oferta dos bens existentes, aos preços dominantes.

Suponhamos, por exemplo, que o Governo deseja utilizar uma parte da produção nacional maior do que a que lhe é assegurada normalmente pela economia, através de impostos e empréstimos lançados ao público. Se o Governo insistir em arrecadar recursos suplementares, tê-los-á de uma maneira ou de outra. Poderá consegui-los, emitindo papel-moeda ou fazendo um empréstimo no Banco Central ou em outros bancos. Se os outros setores econômicos — principalmente os ativos, ou sejam, os empresários e os trabalhadores — estiverem dispostos a reduzir seus investimento e consumo num total igual ao desses recursos suplementares utilizados pelo Governo, se iniciará, então, um processo inflacionário.

Do mesmo modo, terá início um processo inflacionário se os homens de negócios desejarem utilizar mais da produção nacional do que o que lhes é assegurado pelo funcionamento normal da economia, através das poupanças formadas pelos lucros e das economias emprestadas ou investidas pelo público. A isso deverá acrescentar-se a quantia de crédito bancário equivalente ao aumento, em termos reais, dos recursos que o público deseja guardar na forma de dinheiro e de depósitos, a não ser que a êsse aumento corresponda um aumento das reservas internacionais do sistema monetário. Os fundos adicionais, necessários para financiar um nível mais alto de investimento, podem, então, provir de empréstimos bancários e, dêsse modo, os homens de negócio terão os meios de adquirir mais recursos para investimento. Se o outro setor da economia — ou sejam, na realidade, os trabalhadores — não estiver disposto a reduzir seu consumo num total equivalente a êsses recursos adicionais utilizados nos investimentos, formar-se-á um processo inflacionário.

Consideremos, por outro lado, o que aconteceria se os trabalhadores concordassem com uma redução em seu consumo e permitissem uma alteração na quota de produção destinada ao investimento. Nesse caso, o impacto inicial no sentido inflacionário (ou seja, a expansão do investimento) acarretará um aumento de preços. Permanecendo imutáveis os salários e as outras rendas que não os lucros, declinaria o consumo dos assalariados e das outras pessoas que não auferem rendas provenientes de lucros. Os preços subiriam e o consumo total diminuiria ao nível

necessário ao fornecimento dos recursos adicionais que os homens de negócios estariam usando em seus investimentos (3). Aumentando o nível de preços e permanecendo estável o nível de salários, a renda nacional seria distribuída de tal modo que permitiria aos homens de negócio manter, daí por diante, uma escala maior de investimentos, sem qualquer aumento ulterior nos preços.

Se tal acontecesse, resultaria uma frágil estabilidade na economia, que poderia a qualquer momento romper-se, dependendo disso, em grande parte, da rigidez dos salários. A expansão do investimento daria lucros bastante superiores aos que ordinariamente esperam os homens de negócios, os quais, nessas circunstâncias, poderão competir entre si para ampliarem seus volumes de operações, acenando com o aumento de salários. Se tal acontecer, os salários podem subir, os investimentos podem cair e a distribuição da renda real voltará aproximadamente ao seu nível anterior. A inflação terá resultado numa expansão não repetida do investimento. Por outro lado, os salários poderão ser suficientemente rígidos e permanecerem relativamente fixos, apesar dos elevados lucros. Em Manila, nas Filipinas, por exemplo, o índice de salários do operário especializado era de 101 em 1947, 100 em 1948 e 102 em 1949 e 1950. Durante aqueles anos, os lucros foram excepcionalmente elevados, sem afetar, aparentemente, os salários habituais. Entretanto, os preços caíram gradativamente, à medida que a causa inicial da expansão do investimento (a reconstrução) pouco a pouco perdeu sua força e finalmente cessou.

Uma expansão inicial de investimentos, pode, portanto, tomar rumos diversos. Em primeiro lugar, poderá resultar num aumento inicial de preços, salários relativamente estáveis, aumento nos lucros e nas poupanças e maior volume de investimentos, com a estabilização dos preços a um nível mais alto. Em segundo lugar, poderá resultar num aumento inicial dos preços, posterior aumento de salários, queda dos investimentos ao nível anterior à sua expansão e estabilização dos preços a um nível mais alto. Terceiro, poderá resultar num aumento inicial de preços, subsequente queda de investimento ao nível anterior à expansão e queda dos preços ao nível anterior. Finalmente, poderá resultar num aumento inicial de preços, subsequente aumento dos

---

(3) A incidência do declínio no consumo é considerado na Seção 4.

salários, nova expansão de crédito para manter o investimento e numa espiral ascendente de preços e salários.

*A espiral ascendente de preços e salários*

Somente a inflação contínua de uma espiral de salários e preços é tão impressionante, ao ponto de ser tipicamente reconhecida como inflação manifesta. Na realidade essa espiral é muito menos comum em países subdesenvolvidos do que comumente se supõe. Naturalmente uma das razões é a de que relativamente poucos países subdesenvolvidos tentaram aumentar a inversão em proporções significativas por uma substancial expansão do crédito bancário. E em alguns dos países nos quais o investimento tem sido financiado pela expansão do crédito bancário, aparentemente, é mais comum o tipo de inflação que se manifesta numa distribuição desproporcional da renda (isto é, em lucros e rendas altas em relação aos salários), numa espécie de transbordamento da inflação em pequeno grau para o déficit da balança de pagamentos e numa estabilidade moderada dos preços locais em relação aos preços dos Estados Unidos da América e da Grã-Bretanha. Mesmo quando os preços tiverem subido consideravelmente em alguns países subdesenvolvidos não deve ser esquecido o fato de que uma parte considerável desse aumento resulta dos altos preços de exportação e importação e que a elevação interna dos preços e salários é essencial para que, dentro do sistema econômico, sejam distribuídos os benefícios palpáveis de uma melhoria na relação de trocas.

CUSTO DE VIDA EM DETERMINADOS PAÍSES SUBDESENVOLVIDOS

(1946-1951)

Quadro 6

PAÍSES	1946 = 100					
	1946	1947	1948	1949	1950	1951
Egito (Cairo).....	100	97	98	97	101	111
Iraque (Bagdad).....	100	100	119	95	87	92
Índia (Bombaim).....	100	108	118	119	123	175
Indonésia (1).....	—	179	100	97	113	175
Brasil (São Paulo).....	100	130	141	138	146	159
Chile (Santiago).....	100	135	159	189	217	264

FONTE: Estudo do Fundo Internacional.

(1) — Preços de varejo, Djakarta, 1948 = 100.

A inflação contínua depende da resistência de um dos fatores em concordar com a redução em sua quota da produção nacional, e da insistência de outro fator em aumentar a sua parcela dessa produção. Assim, quando os preços sobem, os salários reais caem. Se o operário reconhece e resiste a essa mudança no salário real, insistirá em obter um aumento equivalente de salário. Os homens de negócio estarão em condições de atender a essas exigências porque os lucros serão mais elevados. Mas o aumento de salário tornará necessária uma redução nos investimentos, a menos que os homens de negócios descubram uma maneira de atender a essas exigências de aumento de salário e, não obstante, mantenham o nível dos investimentos. Se tiverem facilidade de crédito bancário, poderão manter o maior volume de investimento a que atingiram. Haverá, então, uma disputa sem solução na distribuição da produção nacional, cada aumento nos preços, sendo seguido por um aumento de salários e cada aumento de salários resultando num novo aumento de preços.

Embora este trabalho diga respeito particularmente às relações entre a inflação e o desenvolvimento econômico, é preciso reconhecer que a inflação pode ter início pelo esforço de qualquer setor da economia em garantir, para si, uma parcela da produção nacional maior do que a assegurada pelo funcionamento normal da economia. Isto é óbvio quando o Governo arrecada recursos adicionais pela emissão de papel-moeda ou pela obtenção de crédito no Banco Central ou nos Bancos Comerciais. O mesmo também acontece quando os trabalhadores insistem em perceber salários reais acima do normal. Conquanto os trabalhadores não estejam em igualdade de condições com os empresários ou o Governo, em tomar a iniciativa de assegurar-se os recursos adicionais através do crédito bancário, poderão exercer pressão sobre ambos para que atendam suas reivindicações.

Suponhamos, por exemplo, que os operários se organizem e exijam salários acima dos que os homens de negócios podem pagar sem redução dos seus lucros abaixo do ponto em que se justificaria manter seu nível vigente de investimento. A classe patronal poderá ser forçada a concordar com as exigências do operariado, particularmente se o Governo lhe fizer ver as dificuldades que poderão advir das possíveis greves ou "lockouts". Mesmo assim, seria de esperar que o homem de negócio procurasse reduzir o nível de emprego e de investimento. Isto não somente por-

que a produção seria menos rendosa a custos de salários mais elevados, mas também porque a esses custos o empreendedor se veria impossibilitado de financiar o nível anterior de emprêgo e investimento. Se, entretanto, conseguir crédito bancário, poderá simplesmente pagar salários mais altos, elevar os preços de seus produtos e manter, assim, o mesmo nível de emprêgo e investimento. Estariam então frustradas as reivindicações do operariado no sentido de salários reais mais elevados.

O efeito que sôbre a inflação exercem as insistentes reivindicações de salários reais da classe operária, aplica-se também à tentativa de obterem excessivos benefícios de previdência social. Para o homem de negócios o que importa é o custo da mão-de-obra — ou seja, salário e contribuições para os fundos de previdência social. Se precisar fazer maiores contribuições a esses fundos, terá de pagar salários mais baixos ou então aumentar o preço de seus produtos. Um aumento de preço, entretanto, reduzirá os salários reais e o valor real dos benefícios de previdência social. Desde que possa obter crédito bancário para enfrentar os custos mais altos de produção, o homem de negócios elevará o preço de seus produtos, conservando o mesmo nível de emprêgo e investimento. Enquanto não reduzir êle os seus investimentos, os salários reais não poderão aumentar — não se considerando os efeitos da produtividade e da importação sôbre a oferta de bens de consumo.

A frustração experimentada pelo operário em sua tentativa de obter salário real mais elevado, inevitavelmente o leva a exigir aumentos substanciais de salário, de 20 a 25% de uma vez. Espera êle que um aumento substancial nos salários lhe traga a mudança de salário real que não pode ser obtida com um pequeno aumento.

O fato é que um aumento substancial de salário não pode atender às esperanças do operariado. Qualquer aumento de salário sômente poderá resultar em maiores salários reais se houver um aumento equivalente na oferta de bens de consumo. Isto será possível com um pequeno aumento de salário, reduzindo-se os estoques de bens de consumo e concedendo-se mais divisas para a importação desses bens. A longo prazo, salários reais mais elevados (à parte os efeitos da produtividade sôbre a oferta) exigiriam um deslocamento dos fatores da produção, das indústrias de investimento para as de bens de consumo.

A mão de obra ocupa uma posição chave no processo inflacionário, pois é a insistência dos trabalhadores em obter um certo nível de salários reais que é essencialmente responsável pelo aumento contínuo nos preços. Isto não quer dizer, de modo algum, que as reivindicações exageradas de salários reais e benefícios de previdência social, por parte do operariado, sejam sempre, ou mesmo freqüentemente, a causa da espiral salário-preço. E' possível que a constante exigência de salários mais elevados que os homens de negócio têm enfrentado repetidamente — e repetidamente contrabalançado com preços mais altos — não seja, muitas vezes, nada mais que uma tentativa dos trabalhadores no sentido de defender seus interesses, mediante uma distribuição equitativa da produção nacional. Ao se considerar a possibilidade de empregar mais recursos reais no desenvolvimento econômico, deve-se lembrar sempre que isso requer a aquiescência dos trabalhadores. Caso contrário, o estímulo dado ao desenvolvimento econômico iniciará uma constante inflação através da espiral de salários e preços.

#### *O Papel do Sistema Monetário*

O aumento contínuo de preços não pode ocorrer a menos que haja algum meio de financiar a produção, na escala predominante, a um nível mais alto de preços e custo. Em qualquer dado momento, o público detém uma quantia de dinheiro (papel-moeda, mais depósitos) que é geralmente suficiente para financiar a produção, o consumo e os investimentos. Um aumento de preços e de salários reduz a liquidez do público e por essa razão tende a deter o processo inflacionário. Não quer isso dizer, é lógico, que os preços e salários não possam subir independentemente do aumento na quantidade de dinheiro. Naturalmente, há uma certa flexibilidade na capacidade do público se ajustar a um maior ou menor grau de liquidez; mas essa flexibilidade é limitada e esse limite pode, em geral, ser rapidamente atingido se os preços e os salários aumentarem enquanto a quantidade de dinheiro permanece inalterada.

Os trabalhadores podem, naturalmente, insistir em obter maiores salários, mesmo sem a expansão na quantidade de dinheiro, conseguindo, assim, obter êsse aumento nessas circunstâncias. Mas os homens de negócio poderão ter dificuldades em financiar



o mesmo nível de emprego e produção, a custos mais elevados. Conquanto seja possível financiar mesmo nível de emprego, produção e investimento, com um aumento moderado de preços e salários, será, entretanto, inteiramente impossível assim agir se prevalecer o aumento contínuo e substancial de preços e salários. Em tais condições, o aumento de salários cedo forçaria certa redução de emprego, produção e investimento. Os preços subiriam menos que os custos; o processo inflacionário chegaria a seu termo. E' sòmente o aumento no volume dos meios de pagamento que enseja a continuidade da espiral de salários e de preços.

A expansão dos meios de pagamento raramente se verifica através da simples emissão de papel-moeda, mesmo quando é o próprio Governo que contribui inicialmente para a inflação. Com os modernos expedientes orçamentários, o processo inflacionário poderá ser diferente na forma, quando não em substância. O orçamento autoriza despesas que excedem à receita. O deficit deve ser coberto por empréstimos. Como o público não está disposto ou não pode subscrever empréstimos equivalentes ao deficit, o Governo precisa recorrer aos Bancos. Estes, por sua vez, são limitados em sua capacidade de conceder empréstimos ao Governo, mesmo que estivessem dispostos a fazê-lo, já que esses empréstimos aumentam os depósitos, os quais serão parcialmente retirados sob a forma de papel-moeda. Seja como fôr, o maior volume de depósitos forçará os Bancos a manterem maiores reservas, quer para satisfazerem as exigências legais, quer para satisfazerem suas necessidades de moeda fiduciária e de fundos para as câmaras de compensação. Portanto, os Bancos só podem emprestar ao Governo quantias limitadas (e mesmo assim, sòmente retraindo seus empréstimos aos homens de negócios), a menos que consigam recursos suplementares.

Ao Banco Central é possível facilitar ou interromper esse processo de expansão. A menos que forneça reservas ao sistema bancário, os empréstimos ao Governo terão de cessar. O Banco Central pode entretanto, facilitar a expansão de crédito, quer emprestando diretamente ao Governo — resultando isso em fortalecer parcialmente as reservas — quer emprestando aos Bancos através de redescontos (ou ainda adquirindo dos mesmos as obrigações governamentais que possuam), o que irá fortalecer totalmente as reservas dos Bancos. Por causa das reservas adi-

cionais fornecidas pelas operações do Banco Central, os outros Bancos podem adquirir numerário e fazer face às necessidades de baixa, às da compensação de cheques e atender às reservas legais que porventura sejam exigidas. O Banco Central é, em última análise, uma parte integrante do processo inflacionário.

O Banco Central pode ser prejudicado — embora geralmente não o seja — em sua função de facilitar êsse processo de expansão, por restrições mais ou menos oficiais na emissão de moeda e na extensão de crédito. As limitações que sôbre a emissão de moeda papel são impostas por meio de reservas de ouro ou de divisas estrangeiras, podem ser facilmente alteradas ou suprimidas. A maneira mais prática de se eliminar a incapacidade de vencer o saldo negativo no balanço de pagamentos está precisamente nas restrições à importação e ao câmbio. No que se refere às limitações sôbre os empréstimos diretos ou indiretos ao Governo, podem ser elas sanadas pelas operações de *open market* — em que o Banco Central adquire títulos anteriormente emitidos — ou por empréstimos aos Bancos ou ao Público, com caução de títulos. Os processos mecânicos são totalmente ineficazes em restringir a expansão do crédito, quando as autoridades monetárias não estiverem dispostas a assim agir, como decorrência da política monetária adotada.

E' evidente a facilidade com que se pode fazer uso do sistema monetário para fornecer ao Governo os meios de adquirir recursos adicionais. Na realidade, é igualmente fácil aos homens de negócios assim se utilizarem do sistema monetário, se as autoridades monetárias com isso concordarem. Isto porque o homem de negócios pode tomar emprestado dos bancos, os bancos tomarão emprestado do Banco Central por meio do redesconto de títulos do comércio, da indústria ou da lavoura, e o Banco Central, por sua vez, emitirá moeda no total exigido para tal plano de ação. A prova de que isso pode acontecer é que na realidade assim acontece. Isso pode acontecer porque as autoridades monetárias não têm poder suficiente para recusar redescontos. Pode ser também que tal ocorra por estarem as autoridades monetárias erroneamente convencidas de que o "crédito para fins produtivos" não é inflacionário; ainda é possível, outrossim, que as referidas autoridades acreditem que a expansão do crédito, visa um fim social-econômico útil — por encorajar o investimento ou financiar a produção em face de custos crescentes.

O papel dos Bancos nesse processo inflacionário pode ser ativo ou passivo. São participantes ativos quando forçam a expansão do crédito para aumentar seus lucros. Podem assim oferecer aos homens de negócios crédito fácil em condições atrativas, revigorando sua capacidade de empréstimo através de recurso constante ao Banco Central, para redescontos e adiantamentos. Por outro lado, o papel dos Bancos é passivo quando resistem à expansão do crédito, mas cedem diante da insistência do Governo ou das autoridades financeiras, adiantando crédito para socorrer o Governo ou para evitar as consequências sociais de greve e desemprego. Na realidade, entretanto torna-se difícil distinguir o modo de participação ativa ou passiva dos bancos em qualquer expansão de crédito. Há sempre alguns bancos prontos a adiantarem crédito e a fazerem uso de suas facilidades no Banco Central, até o limite permitido. Se alguns bancos assim procedem, outros, mesmo os mais receosos dos efeitos que essa atitude tenha sobre a inflação, podem achar seja prudente agir da mesma maneira, a fim de conservarem sua clientela e seu relativo prestígio dentro do sistema bancário.

No fim de contas, são as autoridades financeiras que arcam com a responsabilidade de uma inflação contínua. Só elas têm o poder de limitar a expansão de crédito. No sentido exato da palavra, elas ditam a política creditícia, mesmo quando esta política é de indiferença, para com o modo pelo qual a inflação é alimentada por uma expansão de crédito. Seja como fôr, a verdade é que essa expansão de crédito é que é a chave da espiral de salários e de preços. Sem êsse constante aumento na oferta de dinheiro, a espiral tende a estacionar. O paralelismo do aumento da oferta de dinheiro e do aumento de preços, sempre que ocorre uma grande e contínua inflação, é a prova mais evidente da importância fundamental do crédito.

CUSTO DE VIDA E VOLUME DOS MEIOS DE PAGAMENTO EM  
DETERMINADOS PAÍSES, 1948-51

ÍNDICES, 1948 = 100

Quadro 7

PAÍSES	CUSTO DE VIDA:			MEIOS DE PAGAMENTO:		
	1949	1950	1951	1949	1950	1951
Brasil.....	98	104	113	108	138	n.d.
Chile.....	119	137	167	117	138	172
Peru.....	115	129	142	110	124	149
Indonésia.....	97	113	175	120	155	n.d.

FONTE: Estudo do Fundo Monetário Internacional. O índice dos meios de pagamento baseia-se na média do ano, ou seja o volume dos meios de pagamento em 1948 igual à metade da soma desses meios em fins de 1947 e de 1948.

## 3. Os Efeitos da Inflação sobre o Investimento

E' idéia geralmente aceita que a inflação causa certa injustiça social e dá origem a vários males sociais. Há muita gente, não somente homens de negócio, mas também economistas, sustentando que, num país subdesenvolvido, a inflação é necessária, e mesmo indispensável, para fornecer os investimentos que por sua vez propiciam o progresso econômico. Os custos econômicos e sociais de uma inflação (que serão discutidos em seguida) são considerados preço diminuto a ser pago pelo progresso econômico. Esta é uma questão que só pode ser resolvida observando-se, em casos particulares, o que se fez com os investimentos inflacionários e quais são as suas conseqüências.

O caso ideal de expansão de crédito para financiar investimentos é uma variante do caso típico que ocorreu nos grandes países industriais, durante a grande depressão iniciada em 1930. Com uma percentagem elevada de desemprego, o investimento nas obras públicas permite a utilização da mão de obra e de capacidade produtiva, que de outra forma estariam estagnadas. O aumento de investimentos não envolve nenhuma redução no consumo total, embora possa haver um pequeno deslocamento de consumo, da mão de obra já existente para a recém-empregada, se a produção dos bens de consumo ficar para trás em relação ao au-

mento da procura. Nos países subdesenvolvidos, a mão de obra não se encontra propriamente desocupada, mas sim ocupada em trabalho pouco produtivo. Isso se dá, geralmente, quando, em países em que as oportunidades de trabalho são limitadas, uma produção agrícola ineficiente é empreendida com aplicação excessiva de mão de obra. A produção extra criada pela mão de obra, em tais condições, poderá ser excepcionalmente pequena. Um deslocamento de mão de obra dessas atividades pouco produtivas para os setores de investimentos reduzirá, de muito pouco, a oferta de bens de consumo. As rendas dos novos trabalhadores no setor de investimentos seriam mais elevadas do que anteriormente. Os preços subiriam principalmente por causa do aumento de renda e, secundariamente, por causa da redução na oferta de bens de consumo. A renda real se deslocaria de outros para novos trabalhadores no setor dos investimentos.

Evidentemente, todo aumento de preços envolve um deslocamento de renda real dos consumidores em geral para os que auferem lucros (empreendedores). No caso ideal supra-mencionado, esse deslocamento poderia ser atenuado, porque a transferência da mão-de-obra relativamente improdutiva para os setores de investimentos, criando novos ramos de atividade, melhoraria o mercado da mão de obra em geral. A tentativa de reter a mão de obra em outras indústrias poderá levar a um aumento geral de salários às expensas dos lucros e rendas naquelas indústrias. Mesmo a curto prazo, é possível, embora não provável, que o consumo total dos trabalhadores possa ser mantido apesar de uma ligeira redução na produção de bens de consumo. Num período maior, quando o investimento começa a afetar a oferta de bens de consumo, haveria decididamente uma maior oferta desses bens e um aumento na renda real. Elevando a produtividade, o novo investimento afetaria a tendência dos salários reais, independentemente do impacto temporário sobre a relação entre as rendas e as disponibilidades de suprimentos que poderiam, por algum tempo, manter os salários reais abaixo do nível para o qual tendem.

Esse é o caso ideal. O grande erro está, naturalmente, em se considerar o caso ideal como universal ou mesmo geral. Evidentemente, ele ocorrerá mais facilmente quando o novo investimento se iniciar a partir de um nível baixo de investimentos e emprego e é orientado no sentido de aumentar a produção de

bens de consumo (de preferência os dos assalariados). Esse é, em suma, o caso em que o investimento tem o maior impacto sobre a tendência dos salários reais e o menor impacto sobre o deslocamento de renda. É óbvio que o investimento em projetos de irrigação, em desbravamento e cultivo de novas terras e no aumento da produção de gêneros alimentícios, ou ainda o investimento em fábricas de tecidos, abrindo novas oportunidades de trabalho e aumentando a produção de vestuário, terão um efeito muito mais favorável sobre a tendência dos salários, do que o investimento na construção de apartamentos de luxo ou no acúmulo de estoques.

Seria um grande erro pensar que, quando grandes créditos são fornecidos pelos Bancos aos homens de negócios, o volume dos investimentos aumenta de uma quantia correspondente. Os investimentos financiados através do crédito bancário são sempre contrabalançados por uma queda nos investimentos financiados com as poupanças dos grupos que auferem lucros. Quando os preços sobem e as rendas reais de alguns grupos caem, estes tentam manter seu consumo, reduzindo suas poupanças correntes. Se a pressão sobre a renda real de parte do grupo que poupa, tornar-se extremamente grande — como poderá ocorrer após prolongada inflação — tais grupos poderão mesmo valer-se de poupanças anteriores para manterem seu padrão de vida. Afirma-se às vezes que a inflação não terá efeitos contraproducentes sobre o total das economias das classes assalariadas porque as referidas classes terão que economizar para restaurar ou manter o valor real dos encaixes que costumam guardar para financiar suas despesas de consumo. As economias feitas com esse motivo não são necessariamente grandes em termos reais porque o público pode perfeitamente deixar os seus encaixes monetários diminuir como consequência da inflação. Convém notar que, em condições de estabilidade monetária, o público costuma manter uma parte das suas economias na forma de encaixes monetários, e esta forma de poupança pode ser considerável nos países menos desenvolvidos cujas rendas nacionais estão crescendo rapidamente. O aumento do produto nacional exigirá que o público mantenha encaixes cada vez mais elevados. Se o setor monetário da economia estiver crescendo relativamente ao setor não monetário, o ritmo do crescimento dos encaixes será proporcionalmente maior.

Todavia, em termos reais, as economias que tomam a forma de acréscimos de encaixes, são maiores em condições de inflação do que em condições de estabilidade. Mas essas economias serão compensadas por uma redução de outras formas de poupança da classe assalariada. Além disso a liquidação de alguns tipos de economias pre-existentes pelo grupo em aprêço dá às classes favorecidas pela inflação uma possibilidade de aplicarem as suas economias em investimentos novos. O efeito líquido da inflação sobre inversão e poupança poderá ser extremamente limitado. Enquanto sob condições financeiras relativamente estáveis, as poupanças (e os investimentos líquidos) em um país possam montar a 6% da renda nacional, sob condições inflacionárias, mesmo com grandes poupanças oriundas de lucros, as poupanças e investimentos dificilmente poderão exceder de 8% da renda nacional.

Infelizmente, em nenhum país subdesenvolvido há dados relativos a um período extenso de poupanças e investimentos. Por essa razão, não é possível mostrar qual tem sido, comparativamente, a relação entre os investimentos e o produto nacional bruto nos períodos de estabilidade e nos de inflação. Existem dados dignos de confiança relativamente aos investimentos, no período de após guerra, no Brasil, Colômbia e Chile, países em que houve uma expansão considerável de crédito bancário. A proporção dos investimentos privados brutos (excluindo as variações de estoques) no Brasil, foi, no período de 1946 a 1948, em média de menos de 10% do produto nacional bruto. Na Colômbia e no Chile, durante o mesmo período, a média foi um pouco acima de 12% e de cerca de 11%, respectivamente. Esses dados, entretanto, não são perfeitamente comparáveis.

# INVESTIMENTOS BRUTOS EM RELAÇÃO AO PRODUTO NACIONAL BRUTO NO BRASIL CHILE E COLÔMBIA

(1946-1948)

Quadro 8

P A Í S E S	INVESTIMENTOS PRIVADOS BRUTOS (% do Produto Nacional Bruto)		
	1946	1947	1948
Brasil (1).....	10,22	11,22	8,39
Chile (2).....	12,20	11,00	10,50
Colômbia (3).....	12,10	12,80	12,10

(1) — FONTE: Estudo do Fundo sobre o Brasil.

(2) — FONTE: A Report on the Process of Inflation in Chile, 1950, Fundo Monetário Internacional. Inclui os investimentos internos brutos, particulares e públicos, e exclui as variações de estoques. As operações das grandes companhias de mineração estão excluídas tanto do Produto Nacional Bruto quanto dos investimentos.

(3) — FONTE: National Income Statistics, Supplement, 1938-50, Nações Unidas. Inclui somente as variações nos estoques das sociedades anônimas.

Há indícios de que a expansão creditícia mais facilmente estimulará o investimento na fase inicial do que na fase final de uma inflação contínua. A razão disso não está inteiramente esclarecida. A tendência de os ajustes de salários acompanharem os aumentos de preços é muito mais evidente, porque o contínuo aumento de preços faz com que os trabalhadores estejam sempre dispostos a proteger seus interesses. Na realidade, os aumentos de salários poderão superar e mesmo antecipar-se ao esperado aumento nos preços. É bastante comum verificar que os homens de negócios reclamam não serem os lucros, em termos reais, excepcionalmente elevados nos países em que os preços têm subido continuamente por muitos anos. Esse fato, por si só, indicaria que os investimentos não são muito maiores do que seriam com preços relativamente estáveis, já que o nível de lucros reais, em época de inflação, está intimamente relacionado com o volume dos investimentos.

Seria sempre possível aos homens de negócios, apesar dos esforços dos trabalhadores em proteger seus salários reais, manter um alto nível de investimentos, se esses investimentos parecessem lucrativos e se o sistema bancário estivesse preparado para financiá-los. Isto provavelmente causaria uma hiperinflação, mas seria exequível. O fato de que os investimentos não



permanecem extraordinariamente altos poderá ser, com toda probabilidade, explicado pelo tipo de investimento encorajado pela inflação e pela incoerência do sistema monetário, que resiste à hiper-inflação ao mesmo tempo em que financia uma inflação contínua.

Será demonstrado mais adiante que, por várias razões, a inflação estimula os investimentos em construções de imóveis e em acumulação de estoques, muito mais do que nas atividades industriais e agrícolas. A construção de edifícios comerciais e de custosas residências urbanas deverá, com o tempo, exaurir as oportunidades de investimentos lucrativos desse tipo. Por essa razão, após haver a inflação prosseguido por alguns anos, o ritmo de construções principia a decair. E' também evidente que o acúmulo de estoques oferece uma oportunidade limitada para investimentos, mesmo com a certeza de um aumento constante de preços. O custo de armazenagem de gêneros perecíveis de primeira necessidade é muito elevado, considerados os riscos de deterioração. Para os produtos acabados, é preciso ter em vista o risco de que os mesmos fiquem fora de moda. Conquanto seja sempre lucrativo manter grandes estoques quando há inflação contínua, a taxa de formação de estoques deverá afinal decair muito acentuadamente.

## CONSTRUÇÕES NO BRASIL E NO CHILE (1941-49)

Quadro 9

A N O S	BRASIL (1)	CHILE (2)
	Volume de Construções. Índice 1946 = 100	Valor das Construções (% dos investimentos públicos brutos)
1941 .....	58	29
1942 .....	67	31
1943 .....	53	40
1944 .....	62	44
1945 .....	70	41
1946 .....	100	46
1947 .....	123	32
1948 .....	100	32
1949 .....	90	27

(1) — Baseado nas licenças concedidas.

2) — Quanto à fonte consulte o Quadro n.º 9.

Caso algum existe em que se tenha certeza de que os homens de negócios poderiam financiar um grande volume de investimentos, após haver a inflação perseverado por um número de anos. O descontentamento social que acompanha a inflação e a relutância das autoridades financeiras em destruir totalmente o sistema monetário fazem com que tais autoridades resistam a hiper-inflação, mesmo que acabem por ceder à inflação contínua. Uma vez iniciada, pode ser difícil romper a espiral salários e preços. A expansão de crédito para financiar a produção e o emprêgo, a um nível ascendente de preços e custos, poderá ser encarada como um mal necessário para evitar greves, desempregos e falências generalizadas, oriundas dos compromissos excessivos assumidos pelos comerciantes em antecipação a um aumento constante dos preços. A expansão de crédito para manter um elevado nível de investimentos com o risco de uma hiper-inflação, nunca é aceita como política justificável. É surpreendente a atenção que as autoridades financeiras, após ter a inflação continuado por algum tempo, dão ao crédito seletivo e à limitação do crédito para atender a "necessidades legítimas das empresas".

Com o tempo, se torna manifesta a futilidade de financiar o desenvolvimento econômico, por meio da inflação contínua. Não quer isto dizer que, na luta para conseguir mais recursos reais, o setor que inicia a inflação esteja fadado ao malôgro. Pelo contrário, é quase certo que, até certo ponto, obtenha algum êxito. É até mesmo possível que, em pequena escala, todos os setores ativos da economia — os empresários, os trabalhadores e o Governo — consigam obter, sob condições de inflação, recursos reais para seu uso que, normalmente, não lhes seriam fornecidos pela economia. Isto porque êsses setores poderão privar o setor inativo da economia — os que detêm poupanças sob a forma de valor monetário — de uma porção considerável da renda real que, do contrário, perceberiam com sua poupança. Deve-se notar que, nestes dias de grandes reservas de previdência social, as poupanças a favor dos trabalhadores representam uma importante parte da riqueza acumulada, que é expropriada para satisfazer às exigências excessivas de um ou mais dos setores ativos da economia.

A futilidade da inflação contínua provém da enormidade das forças que agem livremente dentro da economia, a fim de que seja atingido o que, na realidade, pode ser considerado um au-

mento relativamente moderado de investimentos, e que poderia, em grande parte, senão inteiramente, ser alcançado por meios menos radicais. Grande parte dêsse acréscimo é aplicado em investimentos que contribuem muito pouco para o aumento da produção agrícola e industrial. A economia fica deturpada pela inflação, de tal maneira que o emprêgo de seus recursos de produção é menos eficaz do que o seria em época normal. E os efeitos da inflação sôbre a distribuição da renda e da riqueza são maléficos e talvez perigosos em países de renda baixa.

#### 4. *Custos Econômicos e Sociais da Inflação decorrente dos Investimentos.*

A inflação elevada e contínua é tão penetrante em seus efeitos que não é possível se fazer uma análise exaustiva dos diversos modos por que age ela sôbre a economia. A êsse respeito, basta lembrar que cada aspecto do comportamento econômico se adapta ao esperado aumento nos lucros, de modo a evitar as perdas conseqüentes e garantir a participação nos lucros inesperados que êsse aumento trará. A fôrça e a significação da inflação contínua podem ser compreendidas, desde que se considere seus efeitos sob dois aspectos — o deslocamento da renda e da riqueza e a deturpação da estrutura dos investimentos, ambos refletindo o uso não econômico dos fatores da produção.

##### *Deslocamento da renda e da riqueza*

A fim de aumentar os investimentos em condições de pleno emprêgo, os homens de negócios precisarão competir entre si, oferecendo melhores preços e salários para o material e a mão de obra necessárias ao investimento e usando para êsse fim do crédito que lhes é fornecido pelos Bancos. Mediante a oferta de melhores preços e melhores salários, os homens de negócios atraem os fatores da produção das atividades de consumo para as de investimento. Em conseqüência, os preços no setor de consumo subirão, em parte porque as rendas serão maiores, e, em parte, porque a oferta de bens de consumo será menor do que anteriormente. Como já dissemos, o efeito sôbre a oferta de bens de consumo dependerá da produtividade da mão de obra retirada da produção dêsses bens e da proporção no aumento dos investimentos.

A defasagem entre os preços e os salários, particularmente nas indústrias de bens de consumo, aumentará os lucros e deslocará a renda real das pessoas que exercem atividades não lucrativas, para as profissões lucrativas. Dêsse aumento nos lucros é extraída a poupança suplementar, a qual equivale ao aumento de investimentos que os homens de negócios empreenderam na base de crédito bancário. Naturalmente, não se deve presumir que os homens de negócios pouparão o volume total dos novos lucros (em termos reais) e que o deslocamento da renda real para os lucros será exatamente igual ao aumento dos investimentos. Pelo contrário, parte do aumento de lucros será paga sob a forma de impostos, parte será usada para aumentar o consumo, parte será utilizada na transferência de fundos para o exterior e o restante será representado pelas poupanças que necessariamente decorrem do aumento dos investimentos. A proporção do aumento nos lucros que se mantém como economias destinadas a inversões internas, determinará qual será a magnitude do deslocamento na renda real necessária para justificar um determinado aumento de investimentos.

Um certo deslocamento da renda em favor dos que recebem lucros é essencial para garantir o investimento adicional. Quanto menor o desvio da renda em relação aos investimentos, menor será o custo social da inflação. Não há maneira alguma de se determinar, com precisão, qual seja essa relação. Nos Estados Unidos da América é evidente que o deslocamento na renda real é muito menor do que nos países subdesenvolvidos. O elevado nível dos impostos sobre a renda e sobre os lucros extraordinários, que incidem sobre as sociedades anônimas, carregaria para o Governo uma parte considerável do aumento nos lucros (em termos monetários). A estruturação das empresas sob a forma de sociedades anônimas faz com que os respectivos administradores retenham uma parte considerável dos lucros, sob a forma de economias. Finalmente, a elevada taxação progressiva, no tocante ao imposto de renda, absorve parte considerável dos lucros distribuídos antes que os mesmos sejam gastos. Como os impostos têm efeitos análogos aos das economias, se os gastos governamentais não forem aumentados em virtude da maior arrecadação, a percentagem de poupança, (inclusive impostos) em relação ao aumento nos preços será excepcionalmente elevada. Este é, na realidade, um fator primordial utilizado nos Estados Unidos

da América para limitar o impacto da expansão de crédito (quer para o Governo, quer para os homens de negócios) sobre o nível de preços.

Nos países subdesenvolvidos, os impostos sobre os lucros são geralmente muito mais baixos. A maior parte do deslocamento da renda real para lucros surge como renda disponível para aqueles que o auferem, os quais poderão utilizar essa renda adicional no aumento do seu próprio consumo. Poderão usar parte de suas poupanças para adquirirem ouro, prata, saldos no exterior ou divisas estrangeiras. Na prática, essas aquisições têm o mesmo efeito que o consumo quanto à função de reduzir, através da renda desviada para os que auferem lucros, a parte que fica disponível para financiar os investimentos internos. E' por isso que o deslocamento de renda para os que auferem lucros é muito maior do que o volume de investimentos adicionais realizados pelos homens de negócios. Se metade do aumento na renda real, sob a forma de lucros, fôr usada para elevar o consumo e aumentar as disponibilidades no exterior (inclusive ouro e prata) dos que auferem lucros, então o deslocamento da renda real terá de ser duas vezes o volume dos investimentos adicionais financiados pelo processo inflacionário.

Uma inflação que consegue elevar o volume de investimentos não somente reduz o consumo de um volume igual aos investimentos adicionais, mas reduz principalmente o consumo daquela parte do público que não auferem lucros. A redução extra no consumo dos que não auferem lucros vai constituir parte do aumento no consumo dos que auferem lucros. Tampouco será o consumo reduzido em proporções iguais entre todos os que exercem atividades não comerciais, independentemente do fato de que os que vivem à custa das poupanças e das pensões são menos capazes de defender seu nível de consumo, mesmo entre o operariado a redução no consumo não é perfeitamente igual. O operário nas indústrias favorecidas pela inflação poderá conseguir um aumento de salário que lhe permita manter ou elevar seu padrão de consumo. Já o trabalhador das indústrias desfavoravelmente atingidas pela inflação poderá não ter meio algum de manter seu padrão de consumo. No Brasil, por exemplo, o aumento de salários nas indústrias de construções permitiu aos operários das mesmas obterem uma extraordinária melhoria em sua posição econômica, relativamente a outros trabalhadores.

ÍNDICE DE SALÁRIOS PARA OS OPERÁRIOS ESPECIALIZADOS  
DAS FÁBRICAS E DOS ESPECIALIZADOS EM CONSTRUÇÕES  
(SÃO PAULO, 1940-50)

Quadro 10

	Trabalhadores especializados das fábricas	Trabalhadores especializados em construções	Relação entre os dois índices
	(a)	(b)	(b) ÷ (a)
1940.....	105	117	1.11
1941.....	114	113	1.17
1942.....	119	150	1.26
1943.....	128	233	1.82
1944.....	167	325	1.95
1945.....	204	458	2.25
1946.....	231	583	2.52
1947.....	348	667	1.92
1948.....	417	750	1.80
1949.....	494	833	1.69
1950.....	551	833	1.51

Calculado pela Prefeitura de São Paulo.

Não se deve presumir, entretanto, que as poupanças que os homens de negócio fazem com seus lucros inflacionados representem, em sua totalidade, aumento líquido nas economias reais do país. Mesmo com inflação haveria poupanças voluntárias, por insignificantes que fôssem. Com a inflação, alguma poupança voluntária deixará de existir, por não mais ser lucrativa a poupança sob a forma de valor monetário. Não se pode dizer que haja aumento líquido de investimentos quando êsse aumento é igual à poupança voluntária que não chega a ser feita. Há apenas um deslocamento na posse dêsse investimento, do público em geral para os que auferem lucros. A posse da riqueza torna-se mais concentrada.

A concentração da riqueza não se confina à nova riqueza criada. Enquanto que as futuras poupanças de dinheiro são desencorajadas pela queda em seu valor aquisitivo, as pessoas que já poupam poderão tentar proteger seu padrão de consumo, deixando de fazer novas poupanças e até mesmo recorrer a poupanças anteriores. Ao público em geral não será possível aumentar, por essa maneira, o seu consumo. Aquêles que desistem de poupar e se valem de poupanças anteriores conseguirão proteger seu padrão de consumo somente às expensas de outros

consumidores que não recebem lucros. No que se refere aos que auferem lucros, esse processo de redução das economias apenas serve para lhes assegurar maior posse da riqueza nova e da antiga.

Está claro que o público paga um preço exorbitante pelos investimentos financiados por métodos inflacionários. O verdadeiro aumento no investimento provavelmente será menor do que os investimentos financiados por esses processos. O público em geral deixa de consumir na razão de um múltiplo — digamos, de três vezes — do investimento total financiado dessa maneira. Da renda total deslocada para os homens de negócios, dois terços não têm outra função econômica senão a de ser suficientemente grande para induzir os homens de negócios a pouparem um terço do aumento em seus lucros. Além desse aumento de consumo dos recebedores de lucros, às expensas do público em geral, os homens de negócios tornam-se proprietários dos bens de investimentos que surgem, assim como de uma parte da velha riqueza já existente.

### *Tipos de Investimentos*

Não é somente o conjunto dos investimentos mas a forma por que são feitos esses investimentos que tem significação. Afinal de contas, a única justificativa para se submeter uma economia às tensões e deslocamentos de uma inflação, a fim de se obter investimento adicional, é que a inflação tornará possível um maior nível de produção e um aumento no padrão de vida. Se todas as inversões feitas por métodos inflacionários tivessem esse resultado, o custo econômico desse tipo de investimento poderia ser considerado insignificante. E' verdade que o resto do público seria compelido a consumir menos e essa redução de consumo iria de certa maneira constituir parte dos bens de investimento de propriedade dos homens de negócios. Conquanto os benefícios ulteriores da propriedade do investimento fôssem para os empreendedores, no futuro, os benefícios da utilização dos investimentos, sob a forma de maior produtividade, iriam, em última análise, para o operário e o público em geral. E estes últimos benefícios dos investimentos são invariavelmente maiores, pelo menos depois de terminada a inflação. Sob condições de estabilidade do aumento da produção resultante da maior aplicação de bens

de produção, a parte distribuída sob a forma de juros ou dividendos será a menor, sendo maior a parte representada por salários mais elevados.

Evidentemente, nem todos os investimentos contribuem em proporções iguais para o aumento da produção e a elevação do padrão de vida. Pode demonstrar-se que a inflação contínua leva, na verdade, a um tipo impróprio de investimento. Quando o investimento é do tipo que aumenta a procura da mão de obra e bem assim a oferta de bens de consumo para os grupos de renda mais baixa, os benefícios sociais da utilização dos investimentos são elevados. Tais investimentos tendem a elevar os salários em relação às outras rendas e a manter o nível de custo de vida, relativamente a outros preços. Os investimentos na indústria e na agricultura são essencialmente desse tipo. Por outro lado, quando o investimento é do tipo que oferece grandes lucros, inclusive ganhos de capital, são os benefícios dos que detêm a propriedade dos investimentos que se tornam elevados. Exemplo de investimento desse tipo é o da formação de estoques para fins especulativos. Na realidade, qualquer investimento que envolva a retenção ao invés da aplicação da riqueza, quase sempre redundará num elevado grau de vantagens para os que fazem o investimento e em pequenos benefícios sociais.

Do ponto de vista do homem de negócios, é o benefício inerente aos que fazem o investimento — lucros e ganhos de capital — de preferência aos benefícios sociais que têm importância e que determinam a direção do investimento. Em condições de estabilidade, essa distinção é de pouca importância, já que são bastante restritos os setores lucrativos em que os benefícios sociais são relativamente baixos e os dos inversores são elevados. Os lucros inesperados e os ganhos de capital, em época de inflação, ampliam consideravelmente as oportunidades para esse tipo de investimento lucrativo. Três tipos de investimento dessa natureza são a acumulação de estoques, alguns tipos de construção e a aquisição de saldos no exterior.

Uma das características da inflação é que o dinheiro acumulado e os valores monetários fixos se depreciam, desencorajando, assim, a retenção desse tipo de riqueza. É preciso visão e espírito de empreendimento para realizar e administrar investimentos bem planejados na agricultura e na indústria. Um homem de



negócios que estiver poupando parte de seus lucros, sob a forma de moeda manual pode verificar que a oportunidade de expandir sua empresa é limitada e talvez não tenha facilidades, inclinação para investir em outros setores econômicos. Para esses homens de negócio, especialmente para comerciantes, a estocagem é um atrativo tipo de investimento. Os preços tendem a subir, o suprimento de bens de consumo, principalmente o de importação, tende a decair e, além disso, dentro de certos limites sempre os estoques podem ser transformados em dinheiro, se necessário, ou usados como garantia na obtenção de crédito bancário. Por esse motivo, é a estocagem um tipo favorito de investimento.

Outra forma de investimento, que parece se desenvolver fora do normal, sob o impacto da inflação, é a de investimento em bens de imóveis, particularmente em custosos apartamentos e ostentosos edifícios para fins comerciais. Em alguns países subdesenvolvidos atribui-se grande prestígio à posse de bens imóveis. Há, além disso, um errôneo ponto de vista de que não é necessária qualquer capacidade especial para administrar as inversões em bens imóveis. As pessoas que exercem profissões liberais e os beneficiários dos lucros decorrentes da inflação, com oportunidades limitadas para fazer inversões em atividades produtivas, provavelmente são atraídos para as inversões imobiliárias, certos da valorização nominal que se verifica nesse tipo de investimento. O fato de as instituições de crédito considerarem os bens imóveis como excelente garantia contribui visivelmente para tornar mais atrativa ainda essa forma de investimento.

A última forma de retenção de riqueza, que equivale a um investimento, é a aquisição de saldos e títulos no exterior. Quando a inflação contínua prenuncia uma depreciação, há uma grande tendência para se adquirir haveres sob a forma de fundos no exterior. O incentivo, nesse sentido, é muito maior quando a inflação envolve rápidos ajustes de salários, que poderão fazer com que o nível real de lucros seja pouco mais do que seria em condições de estabilidade monetária. Evidentemente, os fundos transferidos para o exterior antes da desvalorização poderão resultar em imensos benefícios privados. São nulos os benefícios sociais desse tipo de investimento.

Não é meramente sob a forma de investimento que se aproxima da retenção pura e simples de riqueza que a inflação contínua estimula indesejável padrão de investimentos. Nos países

subdesenvolvidos, os investimentos melhor servirão à economia se realizados para a produção de bens de consumo, inclusive os de exportação, que pode ser considerado como recurso para importar bens de consumo, assim como bens de produção. Entretanto, são as indústrias de bens de consumo destinados às classes de renda baixa as afetadas desfavoravelmente pela inflação, que transferem a renda para os recebedores de lucro. Além do mais, a ilusão de que a inflação pode ser contida por meio de controle de preços, freqüentemente leva à fixação de preços não lucrativos, em relação aos gêneros alimentícios produzidos internamente e à importação de produtos alimentícios do exterior, a taxas cambiais que, na realidade, são subsídios. Do mesmo modo, a produção de artigos destinados à exportação, em que o país pode competir vantajosamente, é prejudicada por uma moeda supervalorizada, inevitável fato concomitante da inflação contínua. Dêsse modo, é o investimento desencorajado nos setores que asseguram os maiores benefícios sociais para a economia. Mesmo quando a inversão produtiva é favorecida pela inflação, existe o perigo de que as novas fábricas sejam concentradas excessivamente nos ramos produtores de bens de consumo de luxo, cujas importações costumam ser fortemente reduzidas pelos controles diretos e os quais o país não produz com eficiência adequada.

##### 5. *O Processo de Estabilização*

Um sadio programa de desenvolvimento econômico e social exige meios bem mais eficientes de formação de capital produtivo do que os fornecidos por uma inflação contínua. O primeiro passo a ser dado para a consecução dêsse programa é restaurar a estabilidade econômica, isto é, fazer cessar a inflação. Um ponto de vista generalizado, mas errôneo, é o de que a única maneira de restabelecer essa estabilidade consiste no aumento da produção. Esse argumento é freqüentemente apresentado a fim de justificar uma expansão de crédito para "fins de produção" — quer dizer, para mais adiantada inflação como meio de se atingir a estabilidade. É uma ilusão pensar que uma economia inflacionária se estabilizará sem que nada façamos a não ser esperar pelo progresso econômico. Numa economia em estado de inflação contínua há um conflito, entre setores rivais, pela produção nacional. A maneira de fazer cessar a inflação é pôr termo ao conflito; isso requer ação positiva, não apenas uma atitude passiva.

A estabilização após uma inflação contínua é um processo penoso. E' penoso porque a inflação criou um padrão de comportamento baseado na esperança de que os preços continuassem a subir. Se, por algum motivo, a inflação cessasse súbitamente, haveria uma crise de estabilização. Isto significa que o investimento realizado na expectativa de preços crescentes não mais será lucrativo. Significa ainda que não vale mais a pena manter os estoques de mercadorias que foram acumulados na esperança de um aumento constante de preços. Há uma importante diferença entre uma crise de estabilização e uma crise de liquidez. Em tôda inflação prolongada e contínua, o homem de negócios e o consumidor prudentes mantêm pequena quantidade de moeda-manual. Quando os preços deixam de subir na proporção esperada, o desejo de guardar moeda-manual aumenta. Se o sistema bancário não mais expande o crédito, o público não pode aumentar suas posses de moeda-manual até o ponto desejado, podendo ocorrer uma crise. Uma crise de liquidez pode ser evitada, ajustando-se gradativamente a quantidade de dinheiro ao volume apropriado à situação de estabilidade.

O processo de estabilização após uma inflação importa em muito mais do que apenas evitar uma expansão adicional na oferta de dinheiro e um aumento maior dos preços. A inflação terá deturpado os preços relativos de diferentes setores da economia e as rendas relativas dos diferentes fatores de produção. Terá acarretado importantes mutações na aplicação, pelos diversos setores da economia, dos fatores da produção. O processo de estabilização deve implicar na correção dessas distorções de preços e de renda, pois, em caso contrário, o desequilíbrio criará novos elementos de instabilidade na economia. A nova configuração de preços relativos e a nova distribuição de renda deverão levar os diferentes setores da economia a aplicarem os fatores da produção de uma maneira que seja consistente com a manutenção da estabilidade.

#### *Correção da distorção dos preços*

A distorção de preços que ocorre na inflação se manifesta por preços relativamente elevados nos setores favorecidos pela inflação e preços relativamente baixos nos setores sacrificados pela inflação. Os setores favorecidos pela inflação são, de modo

geral, os das indústrias que produzem bens de investimentos, os das que produzem artigos luxuosos de consumo e, em certas condições, os de importação. Os setores afetados desfavoravelmente pela inflação são os das indústrias que produzem bens de consumo para a classe dos assalariados. Em determinadas condições, quando existe, por exemplo, controle de preços, o setor agrícola, que produz os mais importantes bens de consumo, poderá ser bastante atingido adversamente pela inflação. E se a taxa cambial fôr fixa, não tendo sido depreciada durante a inflação, a exportação poderá ser seriamente atingida pelo aumento nos preços internos em relação aos preços no exterior.

Os preços nos setores mais favorecidos pela inflação terão de ser suficientemente rebaixados para a eliminação dos lucros inflacionados. Esses setores são os das indústrias de construção e outras indústrias de investimento, os da produção de artigos luxuosos de consumo e os da importação em geral. Como os recursos devem ser retirados desses setores, seus preços terão de ser rebaixados relativamente aos preços dos setores atingidos desfavoravelmente pela inflação. Porque o término da inflação trará, de qualquer maneira, forte pressão sobre esses setores, o ajustamento nos preços relativos não deve envolver uma demasiada deflação. O nível de custos nas indústrias favorecidas pela inflação apresenta um limite mínimo mais ou menos resistente à redução dos preços nesses setores. O ajustamento restante nos preços relativos provavelmente será melhor efetuado por um aumento dos preços nos setores afetados desfavoravelmente pela inflação. A maneira precisa de se obter isso dependerá da situação especial de cada setor assim atingido.

Em primeiro lugar, pode haver um setor adversamente atingido pela inflação que produza bens de consumo essenciais, cujos preços tenham sido conservados baixos em virtude de controles diretos. A suspensão do controle de preços resultará num aumento inicial nos preços desses produtos essenciais. Se a procura fôr inelástica (em termos de preços e salários reais), poderá, na realidade, se verificar uma tendência para aumento exagerado dos preços; e essa tendência será reforçada à medida que forem sendo feitos os ajustamentos de salários. A razão da esperada pressão ascendente sobre os preços nesse setor se explica pelo fato de que a produção terá sido reduzida a um ponto abaixo do nível adequado a uma economia estável.

Em segundo lugar, pode haver um setor desfavoravelmente atingido pela inflação, que produza bens de consumo para grupos de renda baixa, para os quais a procura seja relativamente elástica em termos de renda. Os preços e a produção nesse setor terão caído por causa da renda real transferida dos assalariados para os recebedores de lucros. A expansão da produção e o aparecimento de preços mais remuneradores nesse setor serão um processo mais vagaroso. Em geral, o aumento nos preços acompanhará os reajustamentos de renda que serão discutidos abaixo.

Em terceiro lugar, em um país com uma taxa cambial fixa, pode haver um setor atingido depreciaavelmente pela inflação que produza bens para exportação, cujos rendimentos em cambiais são convertidos em moeda local a uma taxa cambial que supervalorize essa moeda. Poderá também haver um setor, desfavoravelmente atingido pela inflação, produzindo bens que competem com produtos de importação adquiridos a taxas cambiais demasiadamente favoráveis, contanto que seja satisfeita a procura de importações desse tipo. Para esses setores, o necessário ajustamento nos preços só poderá ser feito mediante o ajustamento da taxa cambial.

As mutações nos preços relativos, que formam parte do processo de estabilização, são necessárias por dois motivos. Primeiro, porque são indispensáveis à distribuição adequada dos recursos econômicos para cada setor de produção, numa base conveniente às condições econômicas estáveis. Ao mesmo tempo, as mudanças nos preços relativos permitem o deslocamento da renda dos setores favorecidos pela inflação para os não favorecidos, bem como dos recebedores de lucros para outras pessoas. Uma vez completadas as mudanças nos preços relativos, a distribuição dos recursos entre os vários tipos de produção permitirá à oferta de bens de cada setor satisfazer a procura de tais bens a preços estáveis.

### *O Deslocamento na Renda Real*

O ponto de partida no que toca à transferência de renda real consiste no ajustamento dos preços que constituem as rendas oriundas da produção. Uma queda de preços nos setores favorecidos pela inflação reduz a renda total oriunda dessa produção; um aumento dos preços nos setores atingidos adversamen-

te pela inflação eleva a renda total oriunda dessa produção. Resta o problema mais difícil de redistribuir a renda entre os fatores da produção — assalariados, funcionários públicos civis, recebedores de lucros, etc..

Deveria ser evidente que não há nenhum método prático de restaurar a renda real dos que acumularam poupanças sob a forma de valores monetários fixos, que se depreciaram em consequência da inflação contínua. Algo pode ser feito para melhorar a situação dos que vivem às custas de fundos de aposentadoria, principalmente se suas rendas provierem de fundos públicos de previdência ou de fundos sob o controle do Governo. Em sua maior parte, o deslocamento da renda real, que constitui parte do processo de estabilização, se fará entre os grupos ativos da economia.

O deslocamento da renda real se fará principalmente entre os lucros e os salários, e entre os assalariados das indústrias favorecidas pela inflação e os das indústrias adversamente por ela atingidas. O declínio na procura dos bens das indústrias favorecidas pela inflação eliminará os lucros inflacionados e evitará o aumento de salários nessas indústrias. O aumento na procura dos bens das indústrias adversamente atingidas pela inflação fará com que seja possível aumentar os salários e, se necessário, os lucros nessas indústrias. Na realidade, uma deliberada política de ajustamento dos salários relativos terá de ser planejada, pois o processo normal de determinação de salário certamente terá sido destruído, sob o impacto dos aumentos substanciais de salário, que são a característica de uma prolongada inflação. Deve-se notar, também, que os salários dos funcionários públicos civis ter-se-ão, com toda probabilidade, mostrado inteiramente inadequados, e um aumento nesses salários constitui parte do deslocamento na renda.

Se a inflação tiver conduzido a um sério desnível dos preços internos e internacionais, pode ser impossível evitar a desvalorização cambial.

No ajustamento da taxa cambial reside o recurso em virtude do qual os lucros inflacionados sejam arrebatados dos importadores que comprem produtos estrangeiros, por um preço mundial convertido em moeda local a um câmbio supervalorizado, e vendem esses produtos à base de uma oferta exígua e uma procura local inflacionada. Com o ajustamento da taxa cambial, essa

renda, por sua vez, vai para os exportadores, que produziram bens a um custo inflacionado da moeda local e os venderam, até agora, no exterior a um preço mundial convertido a uma taxa cambial subvalorizada para os seus ganhos de câmbio estrangeiro. O aumento de renda no setor da exportação é quase inteiramente a consequência do deslocamento da renda do setor de importação. O setor de exportação, entretanto, fornece alguns produtos para o mercado interno. O aumento, em moeda local, nos preços de exportação envolve, portanto, um pequeno deslocamento de renda dos outros setores domésticos para o de exportação, na extensão do consumo interno dos bens de exportação.

No processo de estabilização de uma economia inflacionada, o ajustamento da taxa cambial a um nível apropriado não pode ser considerado como uma força totalmente independente, levando a um aumento nos preços. Na medida em que implica num deslocamento dos lucros inflacionados, dos importadores para os exportadores, esse ajustamento não acarreta nenhum custo real para o resto do público. Até o ponto em que estimula um aumento nos preços dos produtos domésticos, talvez não faça mais do que refletir a maior procura que de qualquer maneira se manifestará com o aumento de salários e de outras rendas atingidas adversamente pela inflação. Haverá, naturalmente, alguns produtos no setor da importação e da exportação em relação aos quais os preços, por causa do ajustamento na taxa cambial, subirão automaticamente até um certo nível. Mas isto não é mais do que a maneira pela qual uma distribuição mais equilibrada da renda e um uso mais apropriado dos recursos produtivos são obtidos pela estabilização.

### *A Melhor Política*

Seria, naturalmente, possível adotar-se o ponto de vista de que a inflação poderá ser detida — digamos, fazendo cessar a expansão de crédito bancário — e permitindo à economia ajustar-se, então, a uma situação de estabilidade. Na prática, isto seria de difícil execução.

A crise de estabilização, com os seus ajustamentos dolorosos de valores, e a crise de liquidez, com o seu forte encorajamento à liquidação, poderão iniciar uma deflação capaz de anular os objetivos da restauração da estabilidade. Durante o processo de estabili-

zação, as autoridades financeiras compreenderão a conveniência de serem tomadas medidas que facilitem o ajustamento dos preços da tendência continuamente ascendente para níveis mais estáveis.

Por essa razão, é preferível considerar o processo de estabilização como uma cessação gradativa no aumento dos preços. Em geral, o princípio deveria ser o de que os ajustamentos seriam feitos de modo a que os preços e as rendas relativamente baixas subissem até o nível nos setores mais inflacionados. Isto não importaria necessariamente num aumento considerável e contínuo nos preços. Um período de seis meses a um ano poderia ser suficiente para diminuir a inflação e fazê-la cessar. O aspecto mais importante desse período de estabilização gradativa é o de pôr fim às expectativas de um constante aumento nos preços. E isto pode ser conseguido retardando-se o aumento nos preços, sem contudo fazê-lo cessar abruptamente. Sobretudo será necessário evitar que reapareça a espiral dos preços e salários. Por isso, um reajustamento, para cima, dos preços de gêneros alimentícios terá que ser feito, possivelmente, aos poucos, através de uma série de pequenas revisões.

Seria um grave erro considerar que a ação governamental deve limitar-se exclusivamente a um melhor controle de crédito. A inflação contínua terá resultado num uso indesejável dos recursos produtivos e numa distribuição desproporcional da renda que precisa ser corrigida. Os ajustamentos de preços e de salários são duas facetas do mesmo processo de deslocamento da renda real dos recursos produtivos, até que se aproximem de um padrão apropriado a uma economia estável. As autoridades terão provavelmente maior êxito em seu objetivo de restabelecer a estabilidade se sua ação abranger o âmbito total dos setores de crédito, orçamento, salários, investimentos e pagamentos, do que se se restringirem inteiramente à limitação do crédito.

6.

## 6. *Progresso e Estabilidade*

Apesar dos grandes custos, econômicos e sociais, da inflação, os países menos desenvolvidos procurarão inevitavelmente financiar a inversão pela expansão do crédito, a não ser que encontrem outros meios para tornar disponíveis os recursos reais que desejam investir. A estabilidade monetária terá poucos atra-



tivos se fôr apresentada como alternativa ao desenvolvimento econômico; encontrará, porém, apoio desde que seja demonstrado que ajudará o processo de desenvolvimento.

*Reformas institucionais* — A primeira e mais óbvia forma de obter recursos adicionais para o desenvolvimento econômico é a de estimular a poupança voluntária. O desejo de acumular economias é muito maior em países de baixo padrão de vida do que muitos supõem. A restauração da estabilidade monetária, terá, sem dúvida alguma, um efeito favorável sobre os hábitos de poupança daqueles para os quais a guarda de dinheiro ou o depósito constituem as únicas formas convenientes de aplicarem as suas economias. As pequenas economias poderão ser estimuladas, facilitando-se o acesso às Caixas Econômicas e oferecendo-se títulos públicos especiais aos pequenos poupadores. Pode-se, ainda, estimular a poupança pela concessão de um juro convidativo. E', todavia, pouco provável que reformas institucionais em si mesmas possam conduzir a um aumento considerável das pequenas economias. E' que estas são limitadas principalmente pelo baixo nível das rendas reais.

Reformas institucionais serão de maior utilidade do ponto de vista da estrutura dos investimentos. O objetivo principal do desenvolvimento econômico, ou seja, o aumento da produtividade do trabalho, poderá, em muitos casos, ser alcançado, não somente por grandes obras públicas, e pela fundação de grandes empresas industriais, mas também proporcionando-se ao pequeno lavrador, e ao pequeno industrial ou artesão, assistência financeira em escala modesta e assistência técnica. Uma das soluções para o problema da baixa produtividade na agricultura é a de fornecer crédito ao pequeno lavrador por intermédio de bancos rurais e em condições acessíveis. E' aconselhável que junto aos bancos rurais funcione um serviço de assistência técnica e administrativa para os lavradores. Conjugando-se, destarte, o fornecimento de crédito e a disseminação do "saber fazer" técnico, o receio tradicional do lavrador perante as instituições financeiras e seu conservativismo quanto aos métodos de cultivo poderão ser superados.

O fornecimento de recursos financeiros à pequena indústria representa problemas mais complicados. Existe o grande perigo de que um banco industrial socorra empresas ineficientes ao in-

vés de encorajar o estabelecimento de novas empresas e a expansão de empresas antigas e sadias. Não deverá ser concedida assistência financeira a não ser que os donos de empresas se disponham a reunir, eles próprios, uma grande parte do capital necessário. Na medida do possível, a assistência financeira deverá ser prestada por intermédio de uma instituição bancária já existente, e com a sua participação. O Banco de Desenvolvimento Industrial deverá dispor de engenheiros consultores e de um serviço de pesquisa industrial, o que ajudará a evitar os investimentos errados e será de grande utilidade para as empresas financiadas pelo banco.

Na maioria dos países subdesenvolvidos existe grande dificuldade no que se refere à obtenção de capital para as sociedades anônimas através de vendas de títulos ao público. Esse fenômeno explica-se em parte pelo fato de que os indivíduos preferem ter o controle direto das suas economias como acontece p. e. quando estas são aplicadas em imóveis. Se o público se recusar a participar, mediante a subscrição das respectivas ações, de empresas organizadas sob a forma de sociedades anônimas, o desenvolvimento econômico do país será retardado. Por outro lado, para que se possa obter capital pela venda de títulos ao público é necessário que os direitos e interesses dos acionistas minoritários sejam protegidos adequadamente. Em alguns casos uma revisão da legislação sobre títulos mobiliários e sobre sociedades anônimas poderá tornar-se necessária.

Mesmo o aumento substancial das receitas tributárias não dispensará os governos dos países menos desenvolvidos da necessidade de pedirem recursos adicionais utilizando-se das poupanças do público. Esses governos deverão financiar muitos dos grandes empreendimentos básicos e além disso proporcionar uma parte dos fundos necessários para a expansão do crédito aos pequenos lavradores e aos pequenos industriais. Em alguns dos países subdesenvolvidos a grande expansão do crédito nos últimos anos tem sido justificada pela impossibilidade em que se encontrava o governo de obter diretamente do público uma parte das respectivas economias. O estabelecimento de um mercado de títulos públicos poderá encorajar as economias e aumentar os recursos disponíveis para o desenvolvimento econômico.

O primeiro passo no sentido do estabelecimento de um mercado de títulos públicos é o saneamento das finanças públicas. Ju-

ros vencidos e títulos vencidos deverão ser tratados como obrigações à vista do Tesouro Nacional, de maneira que possam ser depositados num banco e pagos imediatamente depois de apresentados ao agente fiscal do Governo. No caso de títulos nominativos, um cheque deverá ser enviado ao respectivo proprietário na data do vencimento do juro ou do próprio título. E' também importante que o Governo emita tipos de apólices e obrigações apropriados à preferência do público. Ao passo que as Caixas Econômicas, Companhias de Seguros e alguns indivíduos preferirão títulos a prazo longo, os bancos comerciais e outras instituições financeiras darão preferência a títulos de prazo médio ou curto. Seria ainda necessário que o Governo proporcionasse um grau conveniente de liquidez aos títulos públicos, seja intervindo no mercado para neutralizar flutuações desordenadas, ou seja tornando os títulos aceitáveis como caução de empréstimos a taxas de juros especialmente favoráveis.

*Economias pelo e através do Governo* — O interesse existente durante o tempo de guerra em economias forçadas inspirou sugestões a fim de que tais medidas fôsem usadas para prover recursos reais para o desenvolvimento. Há uma vasta diferença entre o uso de economias forçadas como medida de emergência durante a guerra, e seu uso como medida de financiamento de planos de desenvolvimento. Numa economia livre, a quantidade de riqueza privada acumulada pelo público é determinada em consonância com o nível atual e futuro da renda. Não há nenhum meio, exceto mediante um contrôle rigoroso das despesas, para forçar a comunidade a acumular economias a uma taxa maior do que ela prefere. A menos que um país esteja disposto a manter o racionamento e o contrôle permanentemente êle não deve recorrer a esquemas de economias forçadas.

O sistema de previdência social, de outro lado, abre uma nova e grande fonte de economias que pode ser utilizada para o desenvolvimento. Um sistema de previdência social baseado no princípio de reservas integrais acumulará grandes economias, ao menos durante algum tempo, porque os benefícios futuros (aposentadorias e pensões) devem ser precedidos por um período de acumulação de reservas. Numa economia madura, os pagamentos equivalerão em média aos recebimentos, exceto na medida em que a população ativa cresce ou os riscos são sobrestimados. Num

país subdesenvolvido, onde o campo do sistema de seguro social cresce continuamente à medida que a área “de economia comercial” aumenta relativamente à “da economia não comercial” o período de acumulação pode ser muito longo. As quantias assim acumuladas podem representar um acréscimo bem nítido das economias totais.

A maioria dos países subdesenvolvidos do Oriente Médio e Extremo Oriente não possuem sistemas de segurança social bem desenvolvidos. A experiência de umas poucas repúblicas latino-americanas é, contudo, notável. O aumento médio anual das reservas de seguro social no Brasil, Chile e Paraguai parece ter sido da ordem de 1 a 2% da renda nacional. Nos Estados Unidos, o aumento de tôdas as reservas de seguro social (excluindo os fundos de seguro de vida governamentais e incluindo a renda de inversão de outros fundos) foi de \$1.9 bilhões em 1949 e \$3.4 bilhões em 1950, i.e., uma média de 1% da renda nacional. Nos últimos 16 anos, o conjunto de reservas de seguro social acumuladas nos Estados Unidos montaram a \$27 bilhões, uma notável adição às economias.

TABELA 11  
CRESCIMENTO DAS RESERVAS DE SEGURO SOCIAL. 1946-49  
(em milhões da moeda local)

PAÍS	MOEDA	1946	1947	1948	1949
Brasil .....	Cruzeiros	2,144	2,407	2,643	3,572
Paraguai .....	Guaranis	1.30	1.62	1.44	3.26
Chile .....	Pesos	1,001	1,192	1,349	—

NOTA — Os algarismos para os 3 países não são estritamente comparáveis. Os dados do Brasil são relativos ao aumento das reservas técnicas dos fundos de segurança social, excluindo o IPASE. Os algarismos do Paraguai referem-se apenas ao excesso das contribuições dos empregadores e empregados sobre as despesas de custeio, e assim não incluem os recibos de investimentos. No caso do Chile, as rendas de inversão são incluídas nos recibos.

Não se deve concluir, naturalmente, que qualquer sistema de seguro social proporcionará necessariamente um acréscimo líquido das economias. Quando os benefícios atuais (aposentadorias, pagamentos por desemprego, serviços médicos) são grandes, relativamente aos benefícios futuros, é preferível que as

acumulações sejam pequenas. Se extensivos serviços sociais são criados através do sistema de seguro social, pode tornar-se difícil cobrir o seu custo mediante contribuição de empregados e empregadores. Ao invés de prover um superavit dos recebimentos correntes sobre os pagamentos, o sistema de seguro social pode então tornar-se um dreno sobre o orçamento. Isso também pode ocorrer, se após um período prolongado de contínua inflação os benefícios devam ser pagos na base dos rendimentos recentes, quando as reservas foram acumuladas na base dos rendimentos muito mais baixos do passado.

A significação da acumulação das reservas de seguro social para o desenvolvimento depende em grande parte de como essas reservas são usadas. Nos Estados Unidos as acumulações são automaticamente investidas em um tipo especial de obrigações do Governo. Em alguns outros países latino-americanos os fundos de seguro (os quais são geralmente organizados pelas indústrias) são mais ou menos autônomos e mantêm grande liberdade na inversão de suas rendas. Em realidade, eles fazem grandes investimentos em construções, em imóveis e concedem empréstimos aos seus próprios beneficiários, do mesmo modo que as Companhias de Seguro de vida emprestam sobre suas apólices. Em conjunto, é difícil dizer se as reservas de seguro social têm sido usadas efetivamente para o desenvolvimento.

Podem ser encontradas maneiras satisfatórias para investir parte ao menos das reservas de seguro social em empresas de grande significação social e econômica. Tais fundos não devem ser investidos ao azar sem uma supervisão adequada. A salvaguarda apropriada seria construir a lista das empresas cujas obrigações preferenciais fôssem elegíveis para investimentos por causa de seu passado de continuidade e estabilidade de dividendos. E' provável que as empresas de utilidade pública — energia elétrica, comunicações telefônicas, etc. — satisfaçam estes testes num alto grau. Com taxas razoavelmente ajustadas ao custo e valor dos serviços que elas fornecem, as empresas de utilidade pública não deveriam encontrar dificuldade em dar uma boa remuneração às reservas de seguro social nelas investidas.

Outro meio importante de conseguir economias adicionais para o desenvolvimento é através de uma forte taxação. Em muitos países subdesenvolvidos a proporção da renda nacional

coletada sob a forma de impostos é muito pequena. Os dados disponíveis mostram que em 1948 e 49 os governos central e dos Estados da Índia arrecadaram impostos numa importância aproximadamente igual a 7% da renda nacional. Nas Filipinas em 1950 a receita tributária do Governo Central não alcançou muito mais de 6% da renda nacional. Mesmo se generosas estimativas fossem feitas para os impostos cobrados pelas autoridades locais, o conjunto da receita tributária constitui certamente uma parte relativamente pequena da renda nacional nesses países. Nos maiores países da América Latina o conjunto da renda dos impostos orça geralmente em torno de 1/8 da renda nacional.

#### TRIBUTAÇÃO COMO PORCENTAGEM DA RENDA NACIONAL DE ALGUNS PAÍSES

(em milhões de unidades da moeda nacional)

Quadro 12

P A Í S	Ano	Tributação(1)	Renda Nacional (2)	Tributação como % da renda nacional
Ceilão .....	1949	500	2,323	21.5
Egito .....	1949	109	675	16.0
Cuba .....	49—50	244	1,570	15.5
Chile .....	1949	14,280	93,800	15.1
Colômbia .....	1947	415	286	14.4
Brasil .....	1949	24,980	199,210	12.5
Filipinas .....	1950	(3) 446	4,670	9.5
Índia .....	48—49	(4) 6,038	87,100	7.0

(1) Com exceção de Cuba e Chile as receitas tributárias incluem as de governos provinciais e locais junto com os do governo central.

(2) Renda nacional pelo custo dos fatores; dados do I.F.S. e do relatório das Nações Unidas já citado.

(3) Estimativa da Missão Bell.

(4) Inclui receitas tributárias do Governo Central e dos Governos estaduais, mas exclui receitas tributárias de governos locais.

Países de renda baixa não podem arrecadar tributos na mesma proporção como países de renda elevada, nos quais o total dos tributos excede de 25 a 30% da renda nacional. E', porém, difícil ver porque mesmo países de renda baixa não possam arrecadar de 15 a 20% da renda nacional na forma de tributos. E' possível aumentar as receitas tributárias até o nível referido sem desorganizar a economia, especialmente havendo pressão in-

flacionária. Nas Filipinas, as receitas tributárias do Governo Central foram aumentadas de 80% em 1951 em relação a 1950. Não há indicação qualquer de que a produção e o investimento tenham sido prejudicados pelo aumento dos impostos.

Em muitos países os hábitos sociais e as técnicas administrativas dificultam a criação de um sistema tributário baseado sobre impostos altamente progressivos sobre a renda das pessoas físicas. Uma preocupação excessiva com a incidência dos tributos indiretos tem conduzido muitos peritos a subestimarem a importância da tributação como fonte de recursos para o desenvolvimento. Quando um país está sofrendo severa pressão inflacionária e as receitas tributárias são inadequadas, um imposto sobre as vendas não incidirá inteiramente e nem em sua maior parte sobre o consumidor. Um imposto geral sobre as vendas ou a produção de produtos domésticos ou importados incide normalmente sobre o consumidor porque, a não ser que o preço do produto aumente, os custos excederão aos preços e o suprimento será reduzido. Semelhante raciocínio não pode ser aplicado num período de inflação quando os preços excedem aos custos e os homens de negócio se beneficiam com lucros extraordinários. Nessas condições, um imposto geral de vendas não reduzirá o suprimento e o seu efeito se limitará a reduzir as margens excessivas de lucros.

Há de fato necessidade de um melhor equilíbrio das receitas tributárias derivadas das 3 principais fontes — renda, propriedade e consumo. Mesmo levando-se em consideração as condições administrativas e sociais peculiares dos países menos desenvolvidos, parece justificada a conclusão de que na maioria deles os proprietários dos imóveis e das terras não contribuem com uma parcela razoável para a receita tributária. Na Índia, p.e., a arrecadação do imposto territorial quase não aumentou desde o pré-guerra, rendendo 260 milhões de rúpias em 38/39 e apenas 300 milhões de rúpias em 46/47. A estrutura tributária dos países menos desenvolvidos deveria ser reformada para colocar uma maior parte do fardo da tributação sobre as grandes rendas e os grandes proprietários. No ínterim não há, porém, razão para retardar um aumento das receitas tributárias até que seja reformada toda a estrutura fiscal. Num país que sofre de pressão inflacionária, todos os impostos contribuem para limitar a inflação.

Não é possível chegar-se a uma conclusão geral a respeito dos recursos adicionais que podem ser obtidos mediante um aumento das receitas tributárias. Em futuro próximo, em alguns países o limite da receita tributária pode ser menor do que 15%, ao passo que será maior do que 20% em outros países. Não haverá exagêro em se dizer que a maioria dos países menos desenvolvidos poderá obter quantias equivalentes a mais 3 ou 4% da renda nacional mediante aumento da tributação. Uma parte desses aumentos será compensada pela redução da poupança voluntária; mas uma parte substancial representará recursos adicionais disponíveis para investimentos essenciais que poderão ser feitos pelo Governo ou pelo setor privado com o auxílio de créditos governamentais.

*Investimentos estrangeiros* — Na maioria dos países de renda baixa medidas radicais para aumentar a poupança e para aplicar os recursos correspondentes às necessidades mais urgentes serão insuficientes para proporcionar os recursos necessários ao ritmo mínimo indispensável de progresso econômico e de aumento da eficiência produtiva. A única possibilidade para obter recursos suficientes na maioria dos países menos desenvolvidos é a de suplementar a poupança doméstica pela importação de capitais estrangeiros. Tempos houve nos quais o investimento internacional correspondeu às oportunidades de lucro oferecidas por países estrangeiros. E' verdade que os capitais estrangeiros nem sempre procuraram aquêles ramos que eram os mais importantes do ponto de vista do desenvolvimento econômico dos países menos adiantados. Mas essa falha do capital estrangeiro no século XIX e começo do século XX era muito menos impressionante do que a grande escala dos investimentos efetuados, cujos efeitos benéficos são inegáveis.

A escala do investimento estrangeiro antes da 1.<sup>a</sup> guerra mundial é indicada pelo fato de que entre 1904 e 1913 os novos investimentos no estrangeiro da Grã-Bretanha representavam uma média anual de mais de 150 milhões de libras, alcançando quase 200 milhões de libras em 1913. Levando em consideração os demais países exportadores de capitais, é provável que a exportação líquida de capitais a longo prazo representasse em média mais do que 2 bilhões de dólares nos anos imediatamente precedentes à primeira guerra mundial (5).

(5) Ver "Encyclopaedia of the Social Sciences", vol. VI, pág. 371.



O maquinismo dos investimentos particulares estrangeiros, sem dúvida, não tem funcionado nos anos recentes da mesma maneira como o fazia anteriormente à primeira guerra mundial. Uma das causas disso tem sido o estado geral de incerteza em assuntos mundiais, pelo qual nenhuma responsabilidade cabe aos países menos desenvolvidos. Outra causa desse estado de coisas, porém, tem sido o receio de expropriação, limitações e restrições de remessas de lucros, e riscos semelhantes que decorrem da política de alguns dos países menos desenvolvidos. A tributação dos lucros nos países menos desenvolvidos não é geralmente considerada excessiva, mas taxas de câmbio sobrevalorizadas e, por outro lado, a tributação de transações cambiais às vezes oneram demasiadamente as empresas alienígenas.

Além do ambiente político e econômico pouco favorável, o investimento no estrangeiro tem sido seriamente prejudicado pela incapacidade do Reino Unido, da França e da Holanda — os grandes países exportadores de capitais da era anterior à primeira guerra mundial — de restabelecerem o superavit dos respectivos balanços de pagamentos em conta corrente, de modo a poderem efetuar investimentos no ultramar. Naqueles países, o nível de investimento doméstico é muito superior ao que era no passado e absorve a quase totalidade das economias que se tornam disponíveis. A incapacidade desses países de reiniciarem em escala apreciável os investimentos no estrangeiro é de grande importância para os países asiáticos e africanos para os quais a Grã-Bretanha e outros países europeus eram as principais fontes de capitais estrangeiros no passado (6).

A fonte principal de capitais estrangeiros é agora e continuará a ser durante alguns anos os Estados Unidos. De 1947 a 50 a exportação líquida de capitais particulares a prazo longo dos Estados Unidos tem representado uma média de 1.3 bilhões

---

(6) Apesar das suas dificuldades de balanço de pagamentos, o Reino Unido tem proporcionado recursos substanciais a regiões ultramarinas. As novas emissões de capitais no mercado de Londres para fins de investimento ultramarino tem variado entre 30 e 50 milhões de libras por ano nos anos de 1947 até 1951. Movimentos de capitais a prazo curto e investimentos diretos têm representado quantias substanciais. Mais importante ainda tem sido o descongelamento de libras bloqueadas. Mas é evidente que o Reino Unido não pode continuar a fornecer capitais ao estrangeiro até que tenha logrado um superavit substancial em seu balanço de pagamentos.

de dólares por ano; a quase totalidade disso eram investimentos diretos, de que uma parte substancial representava os lucros não distribuídos de filiais e subsidiárias no estrangeiro. Mais do que 25% dos investimentos efetuados o foram no Canadá e 11% na Europa. Embora a América Latina, Ásia e África recebessem quase 64% dos investimentos diretos norte-americanos, mais do que 60% do total dos referidos investimentos representaram inversões na indústria petrolífera. Os investimentos diretos dos Estados Unidos, em todos os países menos desenvolvidos, na indústria manufatureira, na agricultura, mineração, utilidades públicas e todos os demais ramos exceto petróleo alcançaram média inferior a 300 milhões de dólares por ano entre 1947 e 1950.

EXPORTAÇÃO LÍQUIDA (1) DE CAPITAIS PARTICULARES A PRAZO LONGO DOS EE. UU. 1946-51

(em milhões de dólares)

Quadro 13

ITEM	1946	1947	1948	1949	1950	1951
1. Investimentos diretos.....	486	1.111	1.265	1.222	1.145	—
a) Lucros não distribuídos de empresas subsidiárias.....	(303)	(387)	(581)	(436)	(443)	—
b) Capitais novos e lucros reti- dos de filiais (2).....	(183)	(724)	(684)	(786)	(702)	(513)
2. Investimentos em títulos.....	124	86	64	10	466 (3)	268
a) Compra de títulos do Banco Internacional de Reconstru- ção e Desenvolvimento.....	(nil)	(243)	(7)	(20)	(1)	(147)
b) Outros (4).....	(124)	(157)	(57)	(10)	(465)	(121)
Exportação líquida total de capital privado a prazo longo	362	1.197	1.329	1.232	1.611	—

(1) Todas as cifras são líquidas i.e. exclusive resgates e amortização de investimentos americanos no estrangeiro; não foi considerada a variação dos investimentos estrangeiros nos Estados Unidos.

(2) Os lucros de filiais durante 1946-50 alcançaram 2.9 bilhões de \$ sendo 56% retidos no estrangeiro.

(3) Inclui uma exportação líquida de 328 milhões de dólares para o Canadá e um crédito de aproximadamente 190 milhões \$ concedido por instituições financeiras dos EE. UU. ao Governo Francês para a compra de títulos públicos americanos.

(4) Inclui empréstimos a longo prazo concedidos por bancos.

FONTE: *Survey of Current Business*, U. S. Department of Commerce, December 1951 e March 1952 e *Balance of Payments Yearbook*, Vol. 3, I.M.F.

INVESTIMENTOS PARTICULARES AMERICANOS NO ESTRANGEIRO  
POR ÁREA E INDÚSTRIA — 1947 — 1950

(em milhões de dólares)

Quadro 14

	Porcentagem do total	Tódas as áreas	Canadá	Repúb. Latino Americ.	Europa	Todos os outros Países
Manufatura.....	(29.6%)	1,388	651	356	276	105
Distribuição.....	( 6.9%)	325	63	164	4	56
Agricultura.....	( 2.3%)	109	1	91	0	17
Mineração e Beneficiamento.....	( 5.6%)	262	117	118	4	21
Petróleo.....	(49.0%)	2,303	340	1,004	157	802
Utilidades Públicas.....	( 1.3%)	61	35	86	2	8
Outros.....	( 5.3%)	248	50	100	51	47
TOTAL.....	(100%)	4,696	1,187	1,919	520	1,070
TOTAL EM PORCENTAGEM.....		(100%)	(25.3%)	(40.9%)	(11.0%)	(22.8%)

FONTE: Adaptado de "Survey of Current Business", Dezembro 1951, U. S. Department of Commerce. Estas cifras se referem ao total de quatro anos, 1947, 1948, 1949 e 1950

A quase totalidade da grande corrente de capitais exportados pelos Estados Unidos no após-guerra o tem sido na forma de donativos e créditos concedidos pelo próprio Governo Norte Americano. Nos 6 anos terminados em junho de 1951 os Estados Unidos forneceram ao resto do mundo quase 31 bilhões de dólares de auxílio financeiro. Dêsse total, somente 1 bilhão beneficiou a América Latina, África e Ásia, exclusive China, Japão, Filipinas e Coréia do Sul. Não fôssem os empréstimos do Banco Internacional e do Banco de Exportações e Importações, e o auxílio aos países subdesenvolvidos não teria alcançado nem mesmo a quantia muito limitada de 200 milhões de dólares por ano. Para alguns países da Ásia, a fonte principal de recursos estrangeiros tem sido o uso dos respectivos balanços em esterlinos.

Quaisquer que sejam as medidas que os países menos desenvolvidos possam e devam adotar, não poderão eles dispor de recursos adequados para o desenvolvimento econômico exclusivamente com base em sua própria poupança. A respectiva renda real é excessivamente baixa e as necessidades de investimento são excessivamente elevadas para que isso seja possível. Todo o programa racional de desenvolvimento econômico deverá depender muito

mais do uso de capitais estrangeiros do que tem sido possível em anos recentes. Com assistência estrangeira pode-se esperar que os países menos desenvolvidos possam seguir uma política de estabilidade monetária. Sem a referida assistência estrangeira, esses países inevitavelmente procurarão utilizar-se da inflação na esperança inútil de que por um milagre o crédito bancário possa substituir a poupança real.

## SUMMARY

### INFLATION AND ECONOMIC DEVELOPMENT

#### 1. Development, Investment and Savings

*The process of economic development requires, in addition to investment, an attitude receptive to new fields and new methods of production, institutional arrangements that encourage enterprise and investment, and technical and managerial skills that makes new methods of production effective. It remains true of course that a high level of investment is necessary for development although there are many fields in which increased productivity can be brought about without large investment.*

*It is characteristic of the under-developed countries that they save and invest a very much smaller proportion of their much smaller national product than the more highly developed countries. This is particularly true in respect to personal savings. It is also true that personal savings are not easily directed into agricultural and industrial investment; this is largely due to institutional factors.*

#### 2. Economic process of inflation

*The low proportion of savings creates a strong temptation to supplement voluntary savings by inflation. But this means that investment absorbs a larger proportion of the country's resources than its inhabitants would voluntarily destine to this end.*

*In particular, inflation will reduce the real income of labour. This will come about through rising prices brought about by the inflation in the face of unchanged money wages. At the same time, money profits will have increased in larger proportion than the price rise, i.e., the real income of profit receivers will have increased. It is this increase in real income which leads to in-*

creased real savings by profit receivers and thus provides the means to increase investment.

If labour is satisfied with the situation and there are no other reasons why wages should rise, this situation may continue indefinitely with prices, profits and investment all stable at a higher level. However, wages may rise, due to pressure by labour, or due to competition by employers induced by the higher level of profits. In this case, if there is no further reaction by businessmen, the resulting situation may also continue indefinitely; this situation will be characterized by prices and wages stable at a higher level and real profits and investment (after their temporary increase) back at their pre-expansion level. It is also conceivable that after the initial rise in prices, and when investment is falling again to the pre-expansion level, prices again return to their earlier level. But another development is also possible: wages having risen after the initial rise in prices, the levels of real profits and investment return to their pre-inflation levels, and this may lead to a new spurt of inflation in order to restore the higher real profits and investment which had been brought about by the first dose of inflation.

It is only the continuing inflation of a price wage spiral that is so striking that it is to be regarded unequivocally as a manifest inflation. In fact this price wage spiral is far less common among under-developed countries than is commonly supposed. Such a spiral depends largely on the strength of labour. The stronger labour the less likely to succeed are attempts at directing more real resources to investment by inflation.

It is obvious that any continuing rise in prices is impossible without the monetary authorities furnishing the increased cash reserves on which all credit expansion must be based. One reason why monetary authorities in under-developed countries have frequently acquiesced in inflation is their mistaken belief that "credit for productive purposes is not inflationary".

### 3. Effects of inflation on investment

The extent to which inflation can increase the rate of investment is frequently over-estimated. This is due in the first place to the fact that while the savings of profit receivers will be stimulated, those of nonprofit receivers will be reduced to the ex-

*tent that the savings take a monetary form and people lose confidence in money. Also, as time goes on, the resistance of labour to a reduction of its standard of living will become stronger and labour will react more quickly to rising prices. Since monetary authorities are almost always reluctant to see the monetary system break down completely as a consequence of hyper-inflation, although they may often be prepared to acquiesce in a moderate continued inflation, they will not provide sufficient means of payment to sustain the rate of inflation necessary to allow profit receivers to withhold from workers permanently a sufficient part of national income to sustain a higher rate of real profits and investment. Finally inflation is likely to direct investment into socially undesirable channels.*

#### 4. Economic and Social Costs of Inflation

*Inflation will be all the more successful in permitting a higher rate of investment the larger the proportion of the increased profits received by the business classes which is saved or taxed away (as long as increased tax revenues do not lead to increased current expenditure by Government). Unfortunately the propensity to save is apt to be low in under-developed countries. Profits taxes are also relatively low. The volume of additional investment which can be obtained by inflation in under-developed countries, is thus, apt to be disappointing. The low proportion of additional savings — plus — taxes which can be extracted from the additional income shifted to profit receivers, implies a heavy social cost of the additional saving and investment. Further more, as we have already mentioned, not all the additional savings of profit receivers represent a net addition to total savings. Part of the former is off-set by less saving or by dissaving on the part of the other classes of the community. The investment which is equivalent to normal voluntary savings which are discontinued as a consequence of inflation is not a net increase in investment, even if it comes to be financed by the additional savings of profit receivers. In this case there is merely a shift in ownership of such investment from the general public to the profit receivers. The resulting concentration of the ownership of wealth is not confined to newly created wealth. Dissaving means that the existing wealth owned by the dissavers is*

transferred to the profit receivers. This concentration of the ownership of wealth is a further important social cost of inflation.

However, it is not only the volume of investment produced by inflation, which is apt to be a disappointment. The structure of investment is also apt to be wrong. It is useful to distinguish between the use (social) and ownership (private) benefits of investment. To take an extreme case, the holding of inventories for speculative purposes confers upon the holder considerable ownership benefits, but no use benefits at all on the community. The same is true of the holding of foreign exchange (except necessary reserves held by monetary authorities), and, to a considerable extent, of luxury construction, where the use benefits — house-room — are often less important than the ownership benefits (prestige attributed to real estate, etc.). It is the ownership benefits rather than use benefits which determine the direction of investment. Under stable conditions this difference is of small importance because the field of profitable investment where the use benefits are relatively low while the ownership benefits are high is quite circumscribed. This field is broad, however, in case of inflation.

Inflation also distorts the structure of investment in other ways. Investment in luxury consumer goods will be stimulated. Investment in mass consumer goods will be penalized. Investment in export production (as means to secure imported goods) will be discouraged if the exchange rate is kept fixed.

## 5. The Process of Stabilization

The social and economic process of development requires a much more efficient means of building up productive capital than is provided by continuous inflation. The first step in securing such a program is to restore economic stability. There is a widely held but mistaken view that the only way to restore stabilization is by increasing production. But this is a delusion.

Stabilization after long continued inflation is inevitably a painful process. Certain investment has been initiated in the expectation that prices will continue to rise; other investment has been undertaken as a consequence of a given structure of relative prices which is due to inflation. Such investment will now become unprofitable. On the other hand, it is not necessary that

*a cash crisis, which may easily result in deflation and depression, need develop. The monetary authorities can insure the creation of sufficient and not more than sufficient cash to satisfy the higher demand for a liquidity which is apt to appear upon stabilization.*

*Stabilization involves much more than merely stopping the (excessive) expansion of the money supply. Relative prices have become distorted through the process of inflation as compared with a pattern which is appropriate to stability. The correction of this distortion means that certain prices must come down relatively to others. If the resistance to lowering excessive prices is very great it will be better to let the adjustment come about by increases in those sectors whose prices have so far been relatively too low.*

*The incomes of various classes of the community must also be readjusted relatively to each other. The starting point in this is the readjustment of prices. But the price mechanism may not be sufficient. Civil service salaries may have to be adjusted by government action. Government intervention may be necessary in order to adjust wages in other sectors since the ordinary process of wage determination is almost certain to have broken down under the massive wage increases that are a feature of long continued inflation. Finally the exchange rate may have to be adjusted if it has not been allowed to depreciate in accordance with the rise in internal prices.*

*It is better to think of the stabilization process as involving a gradual halt in the rise in prices. It is clear that in no case can the authorities limit policy to a better control of credit. Their policy must comprise, in addition to the field of credit, the budget, wages, investment and foreign exchange and payments.*

## 6. Progress with stability

*Inflation in underdeveloped countries, due largely to the search for resources to finance development, can only be replaced by a policy of monetary stability if the latter is shown to be, not an alternative to economic progress, but a condition of it.*

*In other words, stability can only become effective if it is possible to furnish more resources for economic development, or*



*furnish them in a way in which they can be more useful to development, than under inflation.*

*Monetary stability will help in stimulating small savings. Certain institutional arrangements can be made to aid in this objective. Institutional arrangements can also help in a better distribution of investment e. g. by creating special credit facilities for small farmers and small enterprises, both connected with technical assistance services. Revision of the companies and securities laws, with a view to protecting the rights and interests of (minority) stockholders will often prove helpful in increasing resources available to corporations. Prompt and easy payment of interest and principal of Government bonds will help in increasing the flow of resources for development to the Government. Great resources can be obtained for development by judicial use of the social security reserves. Taxation in most underdeveloped countries can be increased considerably without becoming excessive and thus provide increased resources for development which can be used either directly through the government or indirectly by loans made through official financing institutions to private enterprises. Only part of the increased tax revenues would be off-set by reduced savings.*

*Undoubtedly the interruption of the flow of foreign investment to underdeveloped countries since the first years of the interwar period, has contributed substantially to reducing the red resources available for development and thus to increasing inflationary pressures. After the second world war when the United States furnished extremely large sums to the rest of the world both in public and private grants and loans, only a relatively small part of these sums went into the development of underdeveloped areas — except for the petroleum industry. Only with the help of foreign capital will it be possible for the underdeveloped countries to develop rapidly and without inflation. The reduction in the flow of capital to underdeveloped countries is partly due to the general state of uncertainty in world affairs. The underdeveloped countries can do nothing to change this state but important other factors, which have limited foreign investment are the results of the policies of the underdeveloped countries.*

## RESUMÉ

## INFLATION ET DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE

## 1. Développement, Investissement et Épargne

*Le processus du développement économique exige non seulement des investissements mais aussi une attitude réceptive à des nouvelles industries et méthodes de production, des circonstances et institutions stimulant l'entrepreneur et l'investissement, et des connaissances techniques et administratives permettant l'application des nouvelles méthodes de la production. Bien qu'il soit vrai qu'un haut niveau d'investissement est indispensable au développement économique, il y a beaucoup de secteurs dans lesquelles la productivité peut être augmentée sans investissements considérables.*

*Il est caractéristique pour les pays sous-développés qu'ils épargnent et investissent une proportion beaucoup plus petite de leur produit national, beaucoup plus petit, que les pays plus avancés. Ceci est particulièrement vrai en relation avec l'épargne personnelle. Aussi il est un fait que l'épargne personnelle ne se dirige pas facilement à l'investissement dans l'agriculture et l'industrie à cause de facteurs institutionnels.*

## 2. Le Processus Économique de l'Inflation

*La proportion basse de l'épargne crée une forte tentation à compléter l'épargne volontaire par l'inflation. Ceci signifie que les investissements absorbent une proportion plus grande des ressources disponibles que les habitants appliqueraient volontairement à ce but. En particulier, l'inflation réduira le revenu réel du travail puisque les prix augmentent tandis que les salaires monétaires restent inchangés. En même temps les profits nominaux augmenteront plus que les prix, c.-à-d. le revenu réel des personnes titulaires des profits sera augmenté. C'est cette augmentation du revenu réel qui conduira à l'épargne réelle augmentée de la part des titulaires des profits et ainsi à des moyens pour financer l'investissement augmenté.*

*Si la main-d'oeuvre est satisfaite de la situation et s'il n'y a pas d'autre raisons pour lesquelles les salaires augmenteraient, cette situation pourrait continuer indéfiniment avec un niveau de prix, profits et investissements stables à un niveau plus élevé.*

*Cependant il se peut que les salaires augmentent à cause d'une pression de la part de la main-d'oeuvre ou à cause de la concurrence des employeurs stimulés par le haut niveau des profits. Dans ce cas, s'il n'y a pas d'autre réaction des employeurs, la situation qui en résulte peut aussi continuer indéfiniment. Cette situation sera caractérisée par des prix et salaires stables à un niveau plus élevé et par des profits et investissements réels au niveau antérieur (après une augmentation temporelle). Il se peut aussi qu'après une augmentation initiale des prix l'investissement retourne à son niveau antérieur et que le prix aussi retourne à leur niveau antérieur. D'autre part, si les salaires suivent l'augmentation initiale des prix, il se peut aussi que le retour des profits et des investissements réels à leur niveau pre-inflationniste cause une nouvelle démarrage de l'inflation restaurant les profits et investissements réels au niveau plus élevé qui causait la première dose d'inflation.*

*En général, c'est seulement le spiral très marqué de prix et salaires haussants qui caractérise l'inflation sans équivoque. En réalité ce spiral prix-salaires se rencontre beaucoup moins dans les pays sous-développés que l'on suppose normalement. Un tel spiral dépend surtout de la force de l'organisation de la main-d'oeuvre. Si la main-d'oeuvre est fortement organisée, les chances à appliquer une plus grande quantité de ressources disponibles à l'investissement à l'aide de l'inflation seront très réduites.*

*Il est clair que une hausse continue des prix est impossible sans que les autorités monétaires fournissent les réserves de caisse augmentée sur lesquelles toute expansion du crédit doit être basée. La raison pour laquelle les autorités monétaires aux pays sus-développés s'acquiesce à l'inflation est la conviction erronée que "le crédit pour des buts productives n'est pas inflationniste".*

### 3. Effets de l'inflation sur les investissements

*La mesure dans laquelle l'inflation peut augmenter le taux de l'investissement est souvent sur-estimée. Ceci provient en premier lieu du fait que l'épargne des titulaires de profits sera stimulée tandis que l'épargne des autres sera réduite dans la mesure que cet épargne prend une forme monétaire et que les gens perdent la confiance dans la monnaie. Aussi la résistance de la main-d'oeuvre à une réduction de son niveau de vie deviendra plus forte et les réaction à des prix haussants seront plus vite. Les*

autorité monétaires s'opposeront presque toujours à une faillite complète du système monétaire causée par le hyper-inflation mais souvent elles sont préparées à accepter une dose modérée d'inflation continue; ainsi les autorités monétaires ne créeront pas de moyens de paiement suffisants pour permettre les titulaires de profits à retenir de la main-d'oeuvre une partie suffisante du revenu national permettant un taux de salaires et investissements plus haut. Finalement l'inflation conduira probablemente l'investissement à des buts point désirables du point de vue social.

#### 4. Le coût économique et social de l'inflation

L'inflation aura du succès en permettant un taux élevé d'investissement dans la mesure où les profits augmentés revenant aux commerçants sont épargnés ou taxés (à moins que les recettes augmentées d'impôts conduisent à une augmentation des dépenses courantes par le Gouvernement). Malheureusement la propensité à épargner est sans doute très basse dans les pays sous-développés. Les impôts sur les profits sont aussi relativemente bas. Le volume des investissements additionnels, qui peuvent être obtenus par l'inflation dans les pays sous-développés, est probablemente décevant. La proportion réduite de l'épargne additionnelle pouvant être obtenue du revenu additionnel revenant aux titulaires des profits, implique un coût social élevé.

Aussi nous avons déjà mentionné que chaque épargne additionnelle de la part de titulaires de profits ne représente pas nécessairement une addition nette au total de l'épargne. Une partie est en effet compensée par une épargne plus réduite ou même négative de la part des autres classes de la société. L'investissement équivalent à l'épargne volontaire normale abandonnée en conséquence de l'inflation ne représente pas une augmentation nette des investissements, même si elle est financée par l'épargne additionnelle des titulaires des profits. Dans ce cas il y a seulement un déplacement de la propriété des investissements vers les titulaires des profits. La concentration de la richesse qui en résulte n'est pas limitée aux richesses nouvellement créées. L'épargne négative signifie que la richesse des épargnants est transférée aux titulaires de profits. Cette concentration de richesses est un coût social important de l'inflation.

Cependant, ce n'est pas seulement le volume de l'investissement produit par l'inflation qui est décevant: la structure de l'in-

vestissement est aussi erronée. Il faut distinguer entre l'emploi (social) et les bénéfices dérivés de la propriété (privée) de l'investissement.

Un exemple extrême de ce cas est constitué par des stocks tenus dans des buts spéculatifs bénéficiant considérablement les propriétaires mais aucunement la société. Ceci s'applique aussi aux devises étrangères thésaurées (excepté les réserves nécessaires tenues par les autorités monétaires) et aussi dans une certaine mesure aux immeubles de luxe où les bénéfices de l'emploi sont très souvent moins importants que les bénéfices du propriétaire. Ce sont les bénéfices de la propriété plutôt que les bénéfices de l'emploi qui déterminent la direction de l'investissement. Sous des conditions stables cette différence n'est pas très importante puisque le terrain des investissements rémunérateurs donnant des bénéfices d'emploi relativement bas et des bénéfices de propriété relativement élevés, est très limité. Le champ d'application devient très large dans le cas d'inflation.

L'inflation aussi distord la structure d'investissement dans d'autres manières. L'investissement en biens de consommation de luxe sera stimulé tandis que les dépenses en biens de consommation générale seront réduites. L'investissement dans la production à l'exportation (le moyen à obtenir des biens importés) sera découragé si le taux de change est tenu inchangé.

## 5. Le Processus de la Stabilisation

Le processus social et économique du développement exige des moyens beaucoup plus efficaces d'accumulation de capital productif que représentent l'inflation continue. La première mesure à adopter est de rétablir la stabilité économique. On pense très souvent à titre injuste que la seule manière à restaurer la stabilisation économique consiste dans l'augmentation de la production. Ceci n'est pas vrai.

La stabilisation après une longue période d'inflation est nécessairement un processus pénible. Certains investissements ont été commencés dans l'expectation que les prix continueront à hausser tandis que d'autres ont été commencés en conséquence d'une structure des prix relatifs créée par l'inflation. Tels investissements seront maintenant sans rendement. D'autre part, il n'est pas nécessaire qu'il se développe une crise de liquidité qui

*pourrait facilement résulter en deflation et dépression. Les autorités monétaires peuvent assurer la création de moyens de paiement suffisants à satisfaire la demande plus élevée pour la liquidité qui apparaîtra lors de la stabilisation.*

*Une stabilisation implique plus qu'arrêter simplement l'expansion des moyens de paiement. Les prix ont été tordus par l'inflation en comparaison avec la structure compatible avec la stabilité. La correction de cette distorsion signifie que certains prix doivent être ajustés en relation à d'autres, si la résistance à une baisse des prix excessifs est très grande, il vaut mieux d'ajuster par l'intermédiaire de l'augmentation des prix dans les secteurs où le niveau de prix est resté relativement bas.*

*Le revenu de diverses classes de la société doit aussi être ajusté. Le point de départ pour ceci est le rajustement des prix bien que le mécanisme des prix ne sera pas toujours suffisant. Les salaires des employés gouvernementaux doivent être ajustés par l'intervention du gouvernement. Celle-ci peut être nécessaire aussi à rajuster la relation entre les salaires en général puisque le processus normal de la détermination de salaires aura presque toujours cessé de fonctionner sous la pression des fortes augmentations des salaires qui caractérisent une inflation continue. Finalement le taux de change doit être ajusté si celui-ci n'a pas déjà déprécié dans la mesure de l'augmentation des prix nationaux.*

*Nous avons déjà mentionné que la bonne méthode à faire ces ajustements ne consiste pas nécessairement dans le seul arrêt d'augmentation des moyens de paiement. Il vaut mieux de concevoir le processus de la stabilisation comme un arrêt graduel dans l'augmentation des prix. Il est clair que dans aucun cas les autorités puissent limiter la politique de la stabilisation à une amélioration du contrôle du crédit. Elle doit comprendre non seulement une politique de crédit mais aussi une politique de budget, de salaires, d'investissement et des paiements en monnaies étrangères.*

## 6. Progrès et stabilité

*L'inflation dans les pays sous-développés, causée largement par la recherche de ressources pour financer le développement, peut être remplacée seulement par une politique de stabilité mo-*

nétaire si celle-ci n'est pas une alternative au progrès économique mais plutôt une condition de celui-ci.

En d'autres mots, la stabilité sera seulement réelle s'il est possible à fournir plus de ressources au développement économique que sous le régime de l'inflation ou de les fournir de telle manière qu'elles seront plus utiles au développement économique.

La stabilité monétaire stimulera la petite épargne. Des mesures institutionnelles peuvent aussi contribuer à une meilleure distribution de l'investissement, par exemple, en créant de crédits spéciaux pour les petits fermiers et entreprises. Une révision des lois sur les sociétés commerciales et leurs financements dans le but de protéger les intérêts des petits actionnaires sera également utile. Un service bien organisé de la dette publique contribuera à augmenter les moyens mis à disposition du gouvernement pour le développement. L'investissement prudent des réserves des fonds de la sécurité sociale servira le même but. Aussi les impôts peuvent-ils être augmentés sans devenir excessifs, créant ainsi des ressources à être investies directement par le gouvernement ou indirectement par le secteur privé à l'aide de prêts donnés par le gouvernement.

Sans doute l'interromption du flux d'investissements étrangers vers les pays sous-développés depuis la fin de la première guerre mondiale a contribué substantiellement à la réduction des moyens disponibles pour le développement et à l'augmentation des pressions inflationnistes. Depuis la deuxième guerre mondiale les États-Unis ont fournis de grands montants au monde entier sous forme de prêts publics et privés; cependant, seulement une petite partie a été dirigée vers le développement des pays sous-développés à l'exception de l'industrie du pétrole. Ce sera seulement à l'aide du capital étranger que les pays sous-développés pourront se développer vite et sans inflation. La réduction du flux du capital vers les pays sous-développés est causée partiellement par l'instabilité de la situation politique mondiale. Des pays sous-développés ne peuvent changer rien à ce respect mais d'autres facteurs importants qui ont réduit l'investissement étranger sont le résultat direct de la politique suivie par les pays sous-développés.