

Evolução Monetária Internacional

ALVIN H. HANSEN (*)

Sob o antigo padrão ouro internacional, o balanço de pagamentos não apresentava grandes dificuldades. Não havia, no assunto, grande mistério. Quando as importações excediam as exportações, existia ao alcance da mão um remédio bem simples, para o país que estivesse disposto a aplicá-lo : deixar cair a renda e o número de emprêgos, e o efeito seria, necessariamente, a redução das importações. Quanto ao gráu de eficácia dêste remédio, dependeria, naturalmente, da elasticidade, com relação à renda, das importações, o que varia conforme o país. Mas, de um modo geral, as importações são relativamente sensíveis às alterações na renda.

É muito difícil que a queda da renda deixe de melhorar o balanço de pagamentos. As importações serão consideravelmente reduzidas; por outro lado, as exportações podem ser estimuladas por um custo mais baixo. ⁽¹⁾

Antigamente, aceitava-se tudo isto como fáto natural. A depressão, por mais de uma maneira, constituía um mecanismo "corretivo", por meio do qual se controlavam as tendências de-sequilibradoras e se restaurava novo equilíbrio. Se os preços e as taxas de salários em certas partes da economia tendiam a sair da linha durante a pletora de negócios em alta ("boom"), podia-se contar com a depressão, que se lhe seguia, para restabelecer o equilíbrio. Se o mercado de dinheiro ficasse pouco aces-

(*) Professor de Economia, da UNIVERSIDADE DE HARVARD (*dotação LITTAUER*)

(1) Indiretamente, e após certo decurso de tempo, podem as exportações, em certa medida, ser prejudicadas, visto como o declínio nas importações afeta de maneira adversa as exportações de outras nações interessadas no intercâmbio comercial, as quais, por sua vez, podem comprar menos ao país em questão. O efeito sobre as exportações (exceto quanto ao estímulo que decorre do custo mais baixo) é indireto e incerto, ao passo que o efeito de uma queda da renda sobre as importações é direto e certo.

sível durante a plethora de negócios em alta, a depressão alivia a tensão e restauraria a facilidade de crédito. Se os especuladores tendessem, numa explosão de otimismo exagerado, a empreender negócios imprudentes, a depressão, sem falta, obrigá-los-ia, inexoravelmente, a dar conta dos desperdícios de recursos produtivos. Se um país estivesse a perder ouro, a deflação da renda e do número de emprêgos poderia rapidamente restaurar o equilíbrio.

O CICLO INTERNACIONAL

No século XIX, ocupava a Inglaterra o centro do comércio internacional. O padrão ouro era, fundamentalmente, um padrão britânico. Na fase de plethora de negócios, em alta do ciclo, crescia a procura de gêneros alimentícios e matérias primas importados, na Inglaterra. Isto fazia subir os preços (e as quantidades) das exportações dos países de produção primária. ⁽²⁾ O rápido aumento de prosperidade, que se seguia, abria ricas perspectivas para lucrativas inversões de capital nos países pouco desenvolvidos. Assim é que o capital saía da Inglaterra para o estrangeiro. O efeito líquido de tôdas essas tendências era, no caso mais frequente, aumentar as reservas de ouro e de cambiais dos países de produção primária. À medida que crescia a plethora de negócios em alta, a Inglaterra perdia ouro para o mundo exterior, ao passo que, internamente, um volume cada vez maior de moeda ia sendo arrastado para a circulação de mão em mão. A conseqüente restrição do crédito tendia a moderar a plethora de negócios na Inglaterra, ao passo que a maré crescente de reservas internacionais em direção aos países de produção primária tendia a levá-las a uma onda de inflação. Inversamente, na inevitável deflação que se seguia, a volta do ouro suavizava a depressão na Inglaterra e intensificava a deflação dos países de produção primária. ⁽³⁾

(2) Nos países industriais adiantados, as flutuações nas inversões são as principais responsáveis pelas flutuações na renda e no número de emprêgos; nos países de produção primária, são as "exportações líquidas" o principal fator dinâmico cujas oscilações causam expansão e contração e, tipicamente, com conseqüências inflacionárias e deflacionárias nos preços.

(3) Vide ROBERT TRIFFIN, *Post-war Economic Studies*, n. 7, Board of Governors, Federal Reserve System, 1947.

A Alemanha e os Estados Unidos, com indústrias crescentes mas ainda agrícolas em grande parte, ocupavam, na última metade do século XIX, uma posição intermediária. Na primeira metade do século, os Estados Unidos eram um país de produção preponderantemente primária.

A inflação e a deflação da renda na Inglaterra (na Alemanha e nos Estados Unidos, quando êstes dois países se industrializaram) foram assumindo, principalmente, a forma de ciclos de emprêgo e de desempregô. Para os países de produção primária, o ciclo da renda assumia principalmente a forma de inflação e deflação dos preços. Mas, no período entre guerras, que se seguiu à Primeira Guerra Mundial, uma grave situação de desempregô e deflação de preços afligiu todos os países (fôsem adiantados ou atrasados) cada vez mais rebeldes ao mecanismo equilibrador de inflação-deflação da renda.

UMA REVOLUÇÃO NO PENSAMENTO MONETARIO

A partir da Grande Depressão dos anos da casa dos 30, vem ocorrendo profunda modificação, quer no pensamento monetário quer nas instituições monetárias. As forças perturbadoras que se originaram da Primeira Guerra Mundial, a Grande Depressão e, finalmente, a Segunda Guerra Mundial, apressaram uma evolução que talvez tenha raízes profundas na natureza interna da sociedade industrial moderna — evolução que teria de vir de qualquer maneira, mais cedo ou mais tarde, à medida que a industrialização se propagava por todo o glôbo, desde os países mais adiantados aos de produção primária. No século XXI, era coisa aceita como natural que a economia se ajustaria (em termos de renda, emprêgo, produção e preços) a forças automáticas — particularmente fluxos de ouro — sôbre as quais a comunidade, como entidade organizada, exercia pouco contrôle, ou nenhum.

Não obstante, sucedâneos do ouro, em maior ou menor grau, desempenhavam seu papel por todo o século XIX — prata, notas de banco, notas de curso forçado, depósitos a vista. Tudo isso eram modos e meios de se adaptar o dinheiro às exigências da economia. Êstes sucedâneos do ouro — formas “nacionais”

de dinheiro — representam os começos de uma “managed currency” (dinheiro cujo poder aquisitivo deve teoricamente ser estabilizado, por variação do conteúdo de ouro representado pela unidade monetária padrão).

Contudo, a despeito do crescimento dos “sucedâneos”, o ouro predominava sob dois aspectos : primeiro, a superestrutura do sistema da moeda e do crédito estava atada ao ouro; e, segundo, os saldos internacionais líquidos eram pagos em ouro. E assim, a enchente e a vasante do ouro, para dentro ou para fora do país, afetava o suprimento interno de dinheiro, exceto na medida em que a engenhosidade, dentro dos limites do padrão ouro, podia conceber dispositivos de compensação. Estes, todavia, nunca estiveram inteiramente ausentes. Entretanto, poder-se-ia caracterizar, mais ou menos, o século XIX como aquele em que os países, em sua maior parte, estavam dispostos a desistir de sua soberania monetária nacional e submeter-se aos ditados do padrão ouro automático. As nações, consequentemente, não eram inteiramente senhoras de seus próprios destinos econômicos. Eram governadas, em medida não pouco considerável, por movimentos de ouro, em reação a flutuação no balanço de pagamentos.

Após a Primeira Guerra Mundial o pensamento monetário ortodoxo continuou a controlar as conferências internacionais. Insistiu-se em que os países voltassem ao ouro e encontrassem seu “nível internacional” por intermédio do processo de ajustamento do padrão ouro. Mas, nas décadas entre as duas guerras, foi, cada vez mais, abrindo caminho um novo padrão para a política monetária — a emancipação do processo de ajustamento ditado pelo padrão ouro; a liberdade de seguir um programa de estabilidade interna e emprêgo para todos, sem dependência do balanço de pagamentos.

A SIGNIFICAÇÃO DOS PROBLEMAS DO BALANÇO DE PAGAMENTOS

Não pode o dinheiro, por si mesmo, assegurar expansão da renda. Contudo, a escassez de dinheiro pode afetar de maneira

adversa as inversões e o consumo. Ademais, uma economia próspera pode ser estrangulada por uma redução aguda do suprimento de dinheiro. Consequentemente, era motivo de não pequena preocupação, para um país, achar-se intimamente engrenado, em seu sistema monetário, a flutuações em seu balanço de pagamentos. Estabilidade interna e emprêgo para todos não são compatíveis com uma situação monetária interna que dependa de brechas e excedentes incontrolados nas contas internacionais.

As excessivas entradas de ouro e câmbio estrangeiro eram particularmente sérias para os países de produção primária. Em tais países a Teoria Quantitativa era (e, em grande medida, ainda é) muito aplicável, sem muita modificação. Isto é verdade: 1) em parte, porque o contôrno da curva do consumo é inelástica; e, ademais, o "nível" das previsões de consumo é alto relativamente à renda (sendo muito estreita, mesmo em níveis de pleno emprêgo para todos, a margem de poupança); 2) em parte, porque a função da inversão, nos países não desenvolvidos, tende a ser altamente elástica com relação à taxa de juros; 3) em parte, porque a curva da preferência pela liquidez tende a ser inelástica no tocante a juros (os aumentos no suprimento de dinheiro são considerados como acréscimos líquidos da renda destinada ao consumo e são rapidamente aplicados em compras de mercadorias e serviços); e, 4) finalmente, por causa da inelasticidade da oferta de mercadorias nos países de produção primária.

Assim é que, muitos países latino-americanos experimentaram — em consequência das entradas de reservas monetárias internacionais na pletora de negócios em alta durante a década dos 20 — fortes movimentos inflacionários. Quando o ciclo econômico chegou ao ponto culminante (*turning point*) suas reservas monetárias foram rapidamente drenadas, com consequências deflacionárias. Foi com a idéia de controlar essas tendências que a Argentina, por exemplo, acabou empreendendo um programa de "insulamento" monetário. A entrada de câmbio estrangeiro em 1936-1937 foi esterilizada, em parte, por opera-

ções de "open market", pelo Banco Central ⁽⁴⁾ e, em parte, pela venda de obrigações e certificados do Tesouro, contra compras de câmbio estrangeiro, pelo Banco Central em conta do govêrno. ⁽⁵⁾ A acumulação total de câmbio estrangeiro, assim absorvida e esterilizada em conta do govêrno, montou a 1 bilhão de pesos até junho de 1937. Quando o ciclo chegou ao ponto de flexão em 1937, as esterilizadas reservas do Tesouro foram libertadas, suprindo-se, assim, os fundos necessitados para os pagamentos internacionais sem abrir um dreno às reservas monetárias internas. Ao mesmo tempo, o Banco Central contrabalançou o declínio nas reservas bancárias comerciais — devido ao escoamento de ouro — por compras, em "open market", de obrigações do govêrno. ⁽⁶⁾

Os países industriais adiantados (diferentemente da experiência dos países menos desenvolvidos) podem ser perfeitamente capazes de absorver vastas entradas de ouro sem consequências inflacionárias. A explicação deve ser procurada, antes de tudo, na alta elasticidade — no tocante a juros — da curva de preferência pela liquidez nos países ricos; em parte, na inelasticidade — com relação aos juros — da curva de investimentos que tende a prevalecer nos países industriais adiantados, e, em parte, na alta propensão para a poupança. Nas condições da década dos 30, de qualquer maneira, as vastas entradas de ouro, com efeito, trouxeram baixas taxas de juros, mas, relativamente, pouca expansão da renda e dos preços. Consequentemente (exceto num limitado período em 1936-1937, mais tarde invertido), os Estados Unidos não acharam necessário esterilizar as

(4) Assim, à medida que as reservas bancárias comerciais eram aumentadas pela entrada de ouro e saldos estrangeiros para o Banco Central, estas reservas *aumentadas* eram consumidas pela venda de obrigações do Tesouro (mantidas pelo Banco Central) aos bancos comerciais. Por conseguinte, as reservas bancárias tendiam a ficar constantes, a despeito da entrada de ouro.

(5) A operação era equivalente ao estabelecimento de uma conta de compensação de câmbio no Tesouro, mediante a qual o câmbio estrangeiro era absorvido e esterilizado pelo Tesouro; assim, a entrada de câmbio estrangeiro era conservada fora dos bancos, destarte adquiriam-se saldos de depósitos com os quais câmbio estrangeiro e ouro podiam ser comprados e mantidos fora do sistema bancário.

(6) Vide Liga das Nações, *International Currency Experience*, p. 85.

entradas de ouro. Fazendo-se o balanço da situação, parece perfeitamente claro que o país viu com satisfação a aumentada liquidez dos bancos comerciais, juntamente com a aumentada liquidez do público que decorria das entradas de ouro.

Para um país que se veja em estado de desequilíbrio em seu balanço de pagamentos, há três coisas a escolher. *Primeiro*, êle pode aceitar, sem resistência, o efeito do fluxo (para dentro ou para fora) de ouro e câmbio estrangeiro, sôbre seu suprimento interno de dinheiro. O efeito deflacionário de um fluxo para fora tende a ser mais ou menos sério para qualquer país, adiantado ou atrasado; o efeito inflacionário será mais pronunciado num país de produção primária. *Segundo*, êle pode tomar medidas para neutralizar o impacto do fluxo de ouro e de câmbio estrangeiro, esterilizando a entrada e libertando as somas acumuladas quando começa o movimento de fluxo para fora. *Terceiro*, podem ser adotadas medidas para deter a torrente, para dentro ou para fora, de várias maneiras, inclusive : a) recusa de receber ou pagar em ouro, com conseqüente apreciação ou depreciação do valor em câmbio estrangeiro da moeda (câmbios flexíveis); e, b) contrôle direto do balanço de pagamentos por meio de contrôle do câmbio, cotas de importação, ou outras restrições quantitativas.

Na década dos 30, os Estados Unidos podiam ter recusado aceitar a entrada do ouro, mas o efeito teria sido uma forte apreciação do dólar. Isto teria tido efeito sèriamente deflacionário sôbre os preços agrícolas (que já eram baixos, mesmo nos últimos anos daquele período), relativamente aos preços industriais.

Êste breve exame das alternativas de programa é suficiente para mostrar quão importante é o balanço de pagamentos, mesmo para um país tão auto-suficiente como os Estados Unidos. Todavia, os Estados Unidos nunca se encontraram sèriamente em face do problema de reservas monetárias internacionais inadequadas. Contudo, em 1934, se tivéssemos permanecido fiéis ao antigo preço ouro, uma vigorosa expansão interna poderia muito bem ter defrontado o obstáculo de sérias limitações monetárias. Com efeito, é difícil de ver como uma dire-

triz fiscal expansionista, exigindo grandes fundos do mercado de capital e mesmo dos bancos, poderia, com êxito, ter sido seguida sob as restrições de um mercado de dinheiro estanque, tal como teria sido impôsto por uma perda de ouro, real ou em perspectiva. Mais cedo ou mais tarde, a situação cada vez mais ameaçadora da Europa teria impellido o ouro para aqui, mesmo ao seu preço antigo; mas isso teria sido quase impossível em 1934, ou mesmo em 1935. Quando os acontecimentos realmente se desencadearam, foi uma combinação de desvalorização do dólar, de oportunidades lucrativas para inversões nos mercados americanos de títulos e imóveis (já que a recuperação estava em andamento) e, mais tarde, do medo da guerra, que impeliu o ouro para os Estados Unidos.

Vivendo, como temos vivido nos anos recentes, em condições de elevada e, realmente, superabundante liquidez, tendemos a esquecer a profunda revolução monetária que ocorreu nestas duas últimas décadas. E, retendo, como retemos, dois terços do suprimento de ouro do mundo, acostumados, assim, a um forte balanço favorável em nossas contas internacionais, é difícil, para os americanos, apreciar quão importante é o balanço de pagamentos para a maioria das nações do mundo.

BALANÇA INTERNACIONAL E EMPREGO PARA TODOS NO PAÍS

Em tôda parte as nações estão, finalmente (após prolongadas controvérsias teóricas e dolorosas experiências deflacionárias nos anos que mediaram entre as duas guerras), empenhadas na idéia de que o balanço de pagamentos não mais deve controlar sua política monetária interna. Conseqüentemente, vimos testemunhando uma crescente tendência para a independência nacional, com relação ao contrôlo do suprimento de numerário interno. Em tôda parte, os países têm desenvolvido modos e meios de isolar seus sistemas monetários internos das flutuações de suas balanças internacionais.

Para êsse fim, vários métodos têm sido concebidos : 1) o desenvolvimento de bancos centrais, por todo o mundo; 2) fundos de estabilização (Inglaterra, Estados Unidos, França e ou-

tros) e dispositivos semelhantes para contrabalançar as reservas monetárias internacionais; 3) controle de câmbio; 4) ajustamento das taxas de câmbio. Além destes dispositivos monetários, tem havido também controle direto da balança comercial — cotas de importação, subsídios às exportações, etc.

O desenvolvimento dos bancos centrais colocou um flexível mecanismo de controle entre as reservas monetárias básicas (alimentadas ou desnudadas pela enchente e vasante dos saldos internacionais) e o suprimento interno de dinheiro — depósitos e moeda. O Banco Central tornou-se o guardião das reservas monetárias básicas (ouro e divisas). Como tal, êle se colocou entre as reservas básicas e os bancos comerciais. Assim, o suprimento interno de dinheiro podia ser regulado, independentemente das flutuações no suprimento de ouro, segundo as exigências da estabilidade interna.

Durante a década dos 30, foram estabelecidos fundos de estabilização como contas especiais, em várias tesourarias governamentais. Por meio dessas contas ou fundos, o câmbio estrangeiro podia ser comprado ou vendido, sem afetar as reservas monetárias internas.

O controle de câmbio permitiu que os países empreendessem a anti-deflação interna ou programas de expansão da renda, sem perder suas reservas monetárias para o mundo exterior.

E, finalmente, a depreciação do câmbio, frequentemente, capacitou um país a alcançar equilíbrio entre sua estrutura de custo e preço, com relação a outros países, sem ter de recorrer aos dolorosos processos de deflação.

Enquanto os países estavam dispostos a confiar na deflação da renda como principal meio de ajustar suas contas internacionais, movimentos de ouro relativamente pequenos, suplementados por empréstimos a curto prazo, eram suficientes. Uma vez que os países se resolveram a estabilizar suas economias internas sem dependência de sua posição internacional, tornaram-se necessárias grandes reservas de ouro para os ajustes internacionais, a não ser, com efeito, que fossem adotadas medidas *diretas*, tais como controle de câmbio, para controlar o balanço dos pagamentos, ou medidas *indiretas*, tais como a depreciação do

câmbio. A não ser com tais medidas, a diretriz da estabilidade interna, em face do desequilíbrio nas contas internacionais, poderia acarretar pesada perda de ouro e de saldos de câmbio estrangeiro; e tais perdas acabariam por desgastar as reservas monetárias internas.

O PAPEL DO OURO

Assim foi que a tendência para “o nacionalismo monetário” levou diretamente a uma procura maior de ouro para pagamentos internacionais. Enquanto, antigamente, reservas de ouro relativamente pequenas eram suficientes, agora — que as diretrizes de âmbito nacional, ao procurarem a estabilidade interna tendem a produzir grandes brechas no balanço de pagamentos — tornou-se necessário um grande volume de reservas monetárias internacionais.

A quantia total de reservas monetárias em ouro e câmbio estrangeiro foi estimada, para 1929, em 14.7 bilhões de dólares, dos quais cerca de 10.7 bilhões eram ouro. Dêsse total, 7.7 bilhões de dólares eram “cobertura” legalmente exigida para a moeda interna e estruturas de crédito, e 7 bilhões eram reservas monetárias internacionais “livres”.⁽⁷⁾ A partir de então, o suprimento de ouro cresceu rapidamente; em parte, em consequência da valorização do ouro nos anos da casa dos 30 (nos Estados Unidos, em cerca de 70 por cento), e, em parte, em consequência de um grande aumento na produção de ouro. Até 1948, o total do ouro monetário montava a cerca de 33 bilhões de dólares, dos quais dois terços estavam retidos nos Estados Unidos. Enquanto isso, muitos países (notadamente a Inglaterra) têm virtualmente dispensado o ouro como “cobertura” para a moeda interna.⁽⁸⁾

(7) Vide *International Currency Experience*, League of Nations, 1944, p. 12; também *Banking and Monetary Statistics*, Board of Governors of the Federal Reserve System, p. 544.

(8) Em geral, os países de produção primária (América Latina, Extremo Oriente, Europa Oriental), não exigem “cobertura” de ouro, mas muitos exigem uma reserva de câmbio estrangeiro. Os países que ainda exigem uma reserva de ouro contra responsabilidades do Banco Central são, entre outros, a França, a Bélgica, a Holanda, a Suíça, a Dinamarca, a Argentina, a União Sul-Africana. A Noruega tem uma limitada emissão fiduciária, sendo as notas restantes

Os países não mais querem adotar o caminho da deflação da renda para o equilíbrio em seu balanço de pagamentos. O resultado é que as brechas no balanço de pagamentos se vêm tornando um problema cada vez mais sério. Consequentemente, os países estão ficando cada vez mais agudamente "côncios de ouro". Eles querem ouro para pagamentos internacionais. "Managed currencies" significam que o ouro é menos necessitado para as reservas internas, mas cada vez mais necessitado para as reservas internacionais.

Os Estados Unidos continuam fiéis ao princípio da cobertura de ouro para seu sistema monetário interno. Uma reserva de ouro de 25 por cento é exigida contra as notas do Federal e as responsabilidades de depósitos. Assim, dos 22 bilhões de dólares de ouro monetário dos Estados Unidos em 1948, 11 bilhões eram ouro de "cobertura" legalmente exigido como reserva interna, e 11 bilhões eram ouro, "livres", disponível para pagamentos internacionais.

Ademais, os Estados Unidos estão prontos para comprar ouro a U.S. \$35 a onça. Enquanto fôr êste o caso, e enquanto o dólar permanecer como principal moeda internacional, o ouro continuará a ser objeto de procura para reservas monetárias internacionais.

A partir de 1934, os Estados Unidos já compraram, do estrangeiro, ouro no valor de mais de 14 bilhões de dólares. Dêste total, cêrca de 3 bilhões têm sido adicionados às nossas reservas monetárias internas, e cêrca de 11 bilhões de dólares, conforme acima notamos, são disponíveis para pagamentos internacionais. Êste ouro representa, por assim dizer, um crédito internacional a curto prazo. Coloca-se nas mãos de estrangeiros todo êsse poder aquisitivo em dólares, que não será reembolsado enquanto não chegar o tempo de necessitarmos fazer uso de nossas reservas internacionais. Êsse tempo não parece

(cêrca de quatro quintos do total) cobertas por ouro. A Suécia exige uma pequena reserva *absoluta* de ouro, correntemente igual a apenas 5 por cento de tôdas as notas existentes. O Reino Unido tem uma emissão fiduciária (agora autorizada até 1.4 bilhões de libras esterlinas), que constitui quase que uma fração desprezível das notas em circulação. Os aumentos na emissão fiduciária podem ser autorizados pelo Tesouro, a pedido do Banco da Inglaterra. Vide *Federal Reserve Bulletin*, janeiro de 1948, pp. 34-38.

prestes a chegar. Na verdade, parece muito provável que continuemos a comprar ouro do estrangeiro. Estas compras de ouro podem muito bem ser consideradas como equivalentes a empréstimos isentos de juros. E talvez se verifique que jamais venhamos a exigir reembolso.

EMPRÉSTIMOS INTERNACIONAIS

As instituições de empréstimos internacionais foram erigidas com a idéia de se suplementarem (e, talvez, de se reduzirem a um mínimo) os movimentos de ouro. Uma das funções do Fundo Monetário Internacional é proporcionar empréstimos a curto prazo a países que experimentem brechas temporárias em seu balanço de pagamentos. Estes empréstimos pagam juros, e talvez passem alguns anos até que sejam reembolsados. Os empréstimos a longo prazo são proporcionados pelo Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento e pelo Banco de Exportação e Importação dos Estados Unidos.

É principalmente o dólar (mesmo no caso das instituições internacionais) a moeda procurada. Além disto, há os grandes empréstimos dos Estados Unidos à Grã-Bretanha e empréstimos menores a outros países e, agora, cogita-se de empréstimos e concessões a dezesseis países europeus, segundo o Plano de Recuperação Européia. Somem-se tôdas essas quantias e elas parecerão vultosas. Mas são pequenas; com efeito, são insignificantes, comparadas com a vastidão das despesas de guerra. Os empréstimos que temos feito e de que estamos cogitando são um preço pequeno que pagamos para manter o mundo em paz.

O Fundo Monetário Internacional e o Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento foram estabelecidos, não somente para fazer empréstimos, mas também para fomentar o equilíbrio internacional, tendo-se em vista reduzir a necessidade de ajustar saldos por meio de ouro e câmbio estrangeiro. Para este fim, o Fundo Monetário Internacional tem a incumbência de estudar, fomentar e instituir um sistema de taxas de câmbio estrangeiro que tenda a proporcionar equilíbrio nas contas internacionais. E do Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento espera-se que fortaleça, por meio de inver-

sões em obras de desenvolvimento (industriais e agrícolas), a estrutura de várias economias, tendo-se em vista torná-las mais produtivas e ajudar a equilibrar suas exportações e importações.

Quando foram organizadas estas instituições, esperava-se que o equilíbrio internacional podia ser estabelecido na base de um intercâmbio comercial multilateral, com livre conversibilidade de câmbio estrangeiro à moeda de qualquer país membro. Esta meta ainda está longe de ser alcançada, e talvez jamais seja inteiramente alcançada. É provável que testemunhemos, em futuro visível, um "mundo misto", no qual o sistema de preços internacionais desempenhe realmente um grande papel, mas sujeito, não obstante, a um grau considerável de continuados controles de diferentes espécies. O controle dos movimentos de capital foi instituído para durar. Grupos de países onde o intercâmbio seja regularmente equilibrado, podem, primeiramente, proporcionar a interconversibilidade, sem estendê-la a todos os países. Uma conversibilidade de câmbio mais ampla poderá ser facilitada se, em tempos de tensão temporária, se permitir que um país institua um sistema de controle cambial seletivo (talvez mais bem descrito como depreciação parcial da moeda), tal como o advoga o Dr. ROBERT TRIFFIN⁽⁹⁾ e já incorporado, como praxe estabelecida, às diretrizes de alguns países latino-americanos. Este sistema dispõe que, quando houver escassez de câmbio estrangeiro, os importadores de mercadorias que não figurem na lista "preferida" ou necessária, comprem câmbio estrangeiro num mercado por leilão. A taxa de leilão será uma taxa depreciada. Todas as importações "necessárias" e todas as exportações serão negociadas em termos da taxa de câmbio oficial. Logo que passe a emergência e haja novamente bastante câmbio para atender a todas as necessidades, a taxa de leilão tenderá, então, a marchar na direção da taxa oficial e pode, afinal, desaparecer inteiramente.

DINHEIRO "DIRIGIDO" E DESEQUILÍBRIO INTERNACIONAL

Cessou a batalha pelas "managed currencies"; não haverá, desta vez, a vã tentativa de reconstruir o padrão ouro automá-

(9) Op. cit.

tico. Não obstante, a direção monetária independente (“independent monetary management”) ⁽¹⁰⁾ pode em parte combinar-se com “novas regras do jôgo” pragmáticamente elaboradas nas várias instituições internacionais, tais como o Fundo Monetário Internacional. No ponto mais essencial, nenhuma limitação é tolerada — não se exigirá que nenhuma nação corrija um desequilíbrio internacional por meio de deflação da renda, do número de emprêgos e dos preços, e a nenhuma nação se negará o reajustamento do valor em câmbio estrangeiro de sua moeda, ainda mesmo que o desequilíbrio fundamental a ser corrigido tenha sido causado por diretivas internas. Não se exigirá que nenhuma nação force sua estrutura interna de preços, salários e renda a alinhar-se com a taxa de câmbio existente. É propósito das novas instituições internacionais promover o equilíbrio, sem forçar qualquer país a recorrer ao doloroso processo da deflação.

Mas a direção monetária independente, destinada a apoiar programas de estabilidade econômica e emprêgo para todos, não oferece garantia de que seja conseguido equilíbrio no balanço de pagamentos. Com efeito, a menos que todos os países “se conservem com o mesmo passo”, a ação independente intensificará muito o problema do balanço de pagamentos.

Isto coloca em foco a questão central para o futuro. Será possível manter condições regularmente estáveis com altos níveis de emprêgo em todos os países (pelo menos nos importantes), ou repetir-se-ão flutuações bem amplas em renda e emprêgos, juntamente com tendências divergentes entre os países, relativamente a preços e custos? Se a última hipótese fôr a que se verificar no curso dos acontecimentos, não será possível manter interconvertibilidade de moedas em base de câmbio li-

(10) Os recentes desenvolvimentos do câmbio estrangeiro na França, levados a efeito sem a sanção do Fundo Monetário Internacional, sublinham que a independência de ação monetária está longe de ter findado. Como é que a França poderá, finalmente, resolver seu problema, com relação ao Fundo Monetário, ainda não é coisa bem clara. Mas esta experiência (e, provavelmente, outras a seguir) pode conduzir a procedimentos e métodos de ajuste modificados, entre os países e o Fundo Monetário.

vre. ⁽¹¹⁾ Nem o aumento das reservas monetárias internacionais que o Fundo proporciona, nem a maquinaria do Fundo para ajuste das taxas de câmbio, pode efetivamente alcançar êsse propósito, a menos que os países sejam razoavelmente bem sucedidos em “manter o passo” e em manter um alto grau de estabilidade interna, com altos níveis de emprêgo.

Os movimentos divergentes dos níveis de custo e preço, entre os diferentes países, podem muito bem produzir desequilíbrio *fundamental* no balanço de pagamentos. Era a êste tipo de problema que se dirigia a análise clássica relativa ao processo de ajustamento ao padrão ouro. Para disparidade do nível do preço, o remédio clássico era deflação da renda, até que os custos e os preços fôsem levados a alinhar-se com outros países. O remédio moderno — sôbre o qual dispõe o Fundo Monetário Internacional — é ajustar a taxa de câmbio, de modo a alinhar custos e preços internacionais. Entretanto, espera-se que os países, na sua maior parte, “mantenham o passo”, de modo a reduzir a necessidade de ajustamento da taxa de câmbio.

Mas há, também, o problema do desequilíbrio cíclico, que resulta, não de disparidades no nível do custo ou do preço, mas da perda de mercados de exportação, num período de depressão. Para esta situação, o remédio clássico (deflação da renda) serviria, com efeito, para estrangular as importações e assim, restaurar o equilíbrio nas contas internacionais, mas pouco poderia ajudar para restaurar as exportações a um mercado deprimido. Nem é a depreciação de câmbio o remédio apropriado. A dificuldade, neste caso, não é uma estrutura de custo e preço excessivamente alta, com relação a outros países, mas, simplesmente, uma perda de mercados, devida à depressão no estrangeiro. O remédio fundamental é reduzir as flutuações cíclicas ao mínimo, mediante deliberação fiscal (e monetária) compensadora, especialmente nos grandes países industriais. Na medida em que isto falhar, os países que sofrem de declínios cíclicos nos mercados de exportação necessitam de grandes reservas internacionais (inclusive acesso ao Fundo Monetário Internacional),

(11) Isto é verdadeiro de qualquer modo, a não ser que haja frequentes ajustamentos das taxas de câmbio; êstes, se demasiado frequentes e drásticos, tendem a ser perturbadores para o equilíbrio internacional.

para alcançá-los. Se se verificar que o dreno de ouro e saldos de câmbio estrangeiro é muito grande, neste caso quer o controle de câmbio quer o mercado de leilão preconizado pelo Dr. TRIFFIN (controle seletivo de câmbio ou depreciação parcial) devem ser preferidos à completa depreciação de câmbio. Revalorização permanente da moeda não é o remédio apropriado, uma vez que o desequilíbrio não é *fundamental*, mas de caráter cíclico ou temporário.

À parte as tendências divergentes acima referidas, a evolução do industrialismo moderno tende a criar condições desfavoráveis ao equilíbrio internacional. A crescente industrialização de cada vez maior número de países significa que o comércio mundial funciona relativamente menos em termos de matérias primas e produtos semi-acabados, e mais em termos de troca de mercadorias acabadas. Mas, estas últimas não reagem facilmente a ligeiras diferenciações de preço. As mercadorias acabadas são vendidas sob marcas de comércio e marcas registradas, e cada vendedor constrói uma clientela de compradores que limita o efeito da competição de preços. Grandes diferenciações de preço (muitas vezes inteiramente impróprias em termos de custo) podem ser necessárias para se invadir um mercado externo. Nestas condições, a elasticidade da procura de importações, no tocante a preços, tende a ser baixa, o que dificulta, e às vezes impossibilita, ⁽¹²⁾ a consecução de um equilíbrio no balanço de pagamentos mediante o processo de ajuste de preço (ou de câmbio).

O corrente volume em grande escala de enormes compras por monopólios comerciais do Estado não tem probabilidade de desaparecer em futuro visível. Estima-se que mais de 60 por cento das importações da Grã-Bretanha (1947) vieram sob a forma de comércio do Estado ou de compras em grosso e arranjos de venda sob patrocínio governamental. ⁽¹³⁾ Estes arranjos

(12) Se a quantia das elasticidades das importações e das exportações é menos de um, as reduções de preços (e depreciação de câmbio) não podem alcançar o equilíbrio.

(13) Vide RAYMOND F. MIKESSELL, "The Role of International Monetary Agreements in a World of Planned Economies", *Journal of Political Economy*, dezembro de 1947.

frequentemente cobrem precisamente as mercadorias e matérias primas que são mais sensíveis ao processo equilibrador de ajustamento. O restante comércio privado consiste, consideravelmente, em mercadorias, como acima se indicou, onde o volume do comércio não é facilmente ajustado às exigências de equilíbrio nas contas internacionais. Assim, o espaço dentro do qual pode operar o mecanismo para a restauração do equilíbrio, estreita-se — por um lado, pelo volume e pelo caráter de comércio controlado pelo govêno e, por outro lado, pelas condições especiais (competição monopolística e oligopólio) de grande parte do restante comércio privado. O efeito é uma forte tendência para medidas diretas, para se controlar a balança comercial — contrôle de câmbio, sistemas de importação e licenças, arranjos bilaterais ⁽¹⁴⁾ — e acordos de pagamentos limitados ou regionais.

A ESCASSEZ DE DÓLARES E A ESTRUTURA DAS TAXAS DE CAMBIO

O problema fundamental da escassez de dólares continua sendo mais ou menos um enigma inescrutável. Continua sendo o principal obstáculo à livre conversibilidade das moedas e à restauração geral do intercâmbio comercial multilateral. É, em parte, uma questão de tecnologia — a imensa superioridade das técnicas americanas de produção em massa, numa grande variedade de produtos sôfregamente procurados no mundo moderno, inclusive automóveis, instrumentos elétricos, maquinaria, etc.. Relaciona-se, em certo gráu, com a alta tarifa americana. É, em parte, devido à forte preferência (exceto no concernente a produtos de luxo ou especialidades, cujo valor nunca pode assumir grandes proporções) da massa de consumidores americanos por produtos feitos na América, preferência continuamente reforçada pelas campanhas de publicidade. Mercadorias internas produzidas em condições de competição monopolista ou de

(14) Em 1947, estima-se que 60 por cento do comércio ocidental europeu foi coberto por acordos bilaterais de comércio e pagamentos. Vide J. FLOK e G. PATTERSON, "The Emerging Pattern of Bilateralism", *Quarterly Journal of Economics*, novembro de 1947.

oligapólio, não tendem a ser suplantadas, em volume, pelas incursões da competição estrangeira. É, além disso, parcialmente, uma questão de valorização errônea de muitas moedas estrangeiras. E, finalmente, não se pode negar que as diretrizes de intercâmbio comercial de muitas nações contribuem para o desequilíbrio.

No período de reconversão e reconstrução que se seguiu às devastações da Segunda Guerra Mundial, era natural que os países desejassem moedas supervalorizadas. A maior parte dos países se via em face de pressões inflacionárias que uma moeda supervalorizada tenderia a amortecer. E, num mundo de procura de após-guerra, tolhida e insatisfeita, não havia dificuldade em exportar-se tanto quanto era possível produzir. Cada vez mais, à medida que essas procuras acumuladas vão sendo satisfeitas, os países irão achando maior dificuldade para exportar aos altos preços que devem ser aplicados para cobrir o custo, se a moeda é muito supervalorizada.

Conseqüentemente, à medida que as condições inflacionárias forem sendo postas sob contrôle e (por outro lado) à medida que a situação da exportação começar a estancar, podemos esperar um movimento, da parte de diversos países sob forte pressão, para uma revalorização das moedas. Isto apresentará um difícil problema para o Fundo Monetário Internacional.

A meta geral que devemos atingir é a de fazer com que a divisão internacional do trabalho chegue ao ponto ótimo. Este objetivo, naturalmente, jamais foi conseguido, nem mesmo no século XIX; e, em futuro visível, ainda estaremos muito longe de atingí-lo. Mas, deve, não obstante, continuar sendo este o critério fundamental para a determinação de um sistema de taxas cambiais. Os estudos estatísticos serão úteis, mas será necessária uma tentativa experimental e flexível de solução do problema. Mais do que qualquer outra coisa, não podemos permitir que se congele em rígido molde a atual estrutura, grosseiramente torcida, das taxas cambiais. (15 (*)

(15) Isto não implica, de modo algum, uma crítica à ação do Fundo, ao aceitar como paridades iniciais as taxas prevaletentes. Nas perturbadas condições do após-guerra, as taxas adotadas foram, talvez, tão boas como quaisquer outras. O que agora é necessário é uma política flexível, visando um ajuste

SUMMARY

1. *Under the old international gold standard — the Author says — the balance of payments presented no great difficulties. About this there was no great mystery. When imports exceed exports, a quite simple remedy is at hand, if a country is prepared to use it. Let income and employment fall; the effect will necessarily be to reduce imports. How effective this remedy is, will of course depend upon the income — elasticity of imports, and this varies with different countries. In general, however, imports are relatively sensitive to changes in income.*

2. *In the nineteenth century England stood at the center of international trade. The gold standard was basically a British standard. In the boom phase of the cycle England's demand for imported foodstuffs and raw materials rose. This raised the prices (and quantities) of the exports of primary producing countries. The ensuing rapid rise in prosperity opened rich prospects for profitable investment in the underdeveloped countries. Capital thus flowed from England abroad. The net effect of all these tendencies was, in the usual case, to increase the gold and foreign exchange holdings of the primary producing countries. As the boom advanced, England lost gold to the outside world, while internally an increasing volume of currency was being drawn into hand-to-hand circulation. The consequent credit restriction tended to dampen the boom in England, while the rising tide of international reserves flowing to the primary producing countries tended to carry them into a wave of inflation. Conversely, in the inevitable inflation which followed, the back flow of gold cushioned the depression in England and intensified the deflation in the primary producing countries.*

3. *Since the Great Depression of the 1930's a profound change has occurred both in monetary thinking and in monet-*

das taxas cambiais logo que condições de tempo de paz, mais normais, revelam sérias diferenciações de custo e preço.

(*) Tradução do Prof. AMÉRICO CURY, da Faculdade Nacional de Ciências Econômicas, da UNIVERSIDADE DO BRASIL.

ary institutions. The disturbing forces springing from the First World War, the Great Depression, and finally the Second World War hastened a development which probably has deep roots in the inner nature of the modern industrial society — a development which would have come any way, sooner or later, as industrialization spread over the globe from the more advanced to the primary producing countries. In the nineteenth century it was taken for granted that the economy would adjust itself (in terms of income, employment, output, and prices) to automatic forces — particularly gold flows — over which the community, as an organized entity, had little or no control.

4. Money cannot alone ensure an expansion of income. Yet a shortage of money may adversely affect investment and consumption. Moreover, a prosperous economy may be strangled by a sharp curtailment of the money supply. Accordingly, it was a matter of no little concern for a country to find itself closely geared, in its monetary system, to fluctuations in its balance of payments. Internal stability and full employment are not compatible with domestic monetary dependence upon uncontrolled gaps and surpluses in the international account.

5. After inquiring into the problems of international balance of payments, domestic full employment, the role of gold and the growth of the international lending institutions, the Author goes on to say that the battle for managed currencies is over; there will be no futile attempt this time to reconstruct the automatic gold standard. Nevertheless, independent monetary management may be tempered in part by new "rules of the game" pragmatically worked out in the various international institutions such as the International Monetary Fund. On the most essential point of all, no limitation is tolerated — no nation will be required to correct an international imbalance by means of deflation of income, employment, and prices, and no nations shall be denied a readjustment of the foreign exchange value of its currency, even though the fundamental disequilibrium to be corrected has been caused by domestic policies. No country will be required to force its domestic price, wage, and income structure into line with the existing exchange rate. It is the purpose of the new inter-

national institutions to promote equilibrium without forcing any country to go through the painful process of deflation.

But independent monetary management, designed to support programs for economic stability and full employment, offers no assurance that equilibrium will be achieved in the balance of payments. Indeed, unless all countries "keep in step," independent action will greatly intensify the balance-of-payments problem.

This poses the central question for the future. Will it prove possible to maintain fairly stable conditions with high levels of employment in all countries (at least the important ones), or will fairly wide fluctuations recur in income and employment, together with divergent tendencies between countries with respect to prices and costs? If the latter should prove to be the course of events, it will not be possible to maintain interconvertibility of currencies on a free exchange basis. Neither the augmentation of international monetary reserves which the Fund provides nor the Fund machinery for adjustment of exchange rates can effectively achieve that purpose, unless countries succeed reasonably well in "keeping in step" and in maintaining a high degree of internal stability at high levels of employment.

Divergent movements of cost and price levels between different countries may well produce fundamental disequilibrium in the balance of payments. This was the type of problem to which the classical analysis relating to the gold-standard adjustment process addressed itself. For price level disparities the classical remedy was income deflation until costs and prices had been brought into line with other countries. The modern remedy — for which provision is made in the International Monetary Fund — is to adjust the exchange rate so as to bring international costs and prices into line. However, it is hoped that countries will for the most part "keep in step" so as to minimize the need for exchange-rate adjustment.

But there is also the problem of cyclical disequilibrium resulting not from cost — or price-level disparities, but from loss of export markets in a depression period. For this situation the classical remedy (income deflation) would indeed serve to choke off imports and thus restore a balance in the internation-

al accounts, but it could help little to restore exports to a depressed market. Nor is exchange depreciation the appropriate remedy. The difficulty in this case is not an excessively high cost-price structure relative to other countries, but simply a loss of markets owing to depression abroad. The fundamental remedy is to reduce cyclical fluctuations to a minimum by compensatory fiscal (and monetary) policy, specially in the large industrial countries. To the extent that this fails, countries suffering from cyclical decline in export markets need large international reserves (including access to the International Monetary Fund) to tide them over. Should the drain on gold and foreign exchange balances prove to be too great, then either exchange control or Dr. Triffin's auction market (selective exchange control or partial depreciation) are to be preferred to outright exchange depreciation. A permanente revaluation of the currency is not appropriate remedy, since the disequilibrium is not fundamental but is cyclical or temporary in character.

A part the divergent tendencies referred to above, the evolution of modern industrialism tends to create conditions unfavourable to international equilibrium. The increasing industrialization of more and more countries means that world trade runs relatively less in terms of raw materials and semifinished products, and more in terms of an exchange of finished goods. But the latter do not respond easily to slight price differentials. Finished goods are sold under trade-markes and brands, and each seller builds up a clientele of buyers that limits the effect of price competition. Very large price differentials (often quite impractical in terms of costs) may be necessary in order to invade a foreign market. Under these conditions the price elasticity of the demand for imports tends to be low, and this makes it difficult, and sometimes impossible, to reach an equilibrium in the balance of payments via the process of price (or exchange) adjustment.

The current large-scale volume of bulk purchases by state trading monopolies is not likely to disappear in the visible future. It is estimated that more than sixty per cent of Britain's imports (1947) came under state-trading or government-sponsored bulk-purchase and sale arrangements. These arrange-

ments often cover precisely the commodities and raw materials that are most responsive to the equilibrating adjustment process. The remaining private trade consists heavily of goods, as indicated above, where trade volume is not easily adjusted to the requirements of balance on international account. Thus the range within which the mechanism for the restoration of equilibrium can operate is narrowed — on the one side, by the volume and character of government-controlled trade, and on the other, by the special conditions (monopolistic competition and oligopoly) of much of the remaining private trade. The effect is a strong tendency toward direct measures to control the trade balance — exchange control, import and licensing systems, bilateral arrangements, and limited or regional payments agreements.

6. The fundamental problem of dollar scarcity remains more or less an inscrutable enigma. It remains the major obstacle to the free convertibility of currencies and the general restoration of multilateral trade. It is partly a matter of technology — the immense superiority of American mass-production techniques in a wide range of products eagerly sought for in the modern world, including automobiles, electrical appliances, machinery, etc. It is in some measure related to the high American tariff. It is partly due to the strong preference (except for luxury and speciality products, the value of which can never loom large) of the mass of American consumers for American-made products, continually reinforced by advertising campaigns. Domestic goods produced under the conditions of monopolistic competition or oligopoly are not likely to be supplanted in volume by the inroads of foreign competition. In addition, it is partly a matter of wrong valuation of many foreign currencies. And finally, it cannot be denied that the trade policies of many nations contribute to the imbalance.

In the period of reconversion and reconstruction following the ravages of the Second World War, it was natural that countries would desire overvalued currencies. Most countries were confronted with inflationary pressures which an overvalued currency would tend to dampen. And in a world of pent-up, unsatisfied postwar demand, there was no difficulty in export-

ing as much as it was possible to produce. More and more as these accumulated demands are met, however, countries will find it increasingly difficult to export at the high prices which must be charged to cover costs if the currency is greatly overvalued.

Accordingly, as inflationary conditions are brought under control and (on the other side) as the export situation begins to tighten up, we may expect a movement on the part of several hard-pressed countries toward a revaluation of currencies. This will present a difficult problem for the International Monetary Fund.

The general goal toward which we should strive is the optimum international division of labor. This has of course never in fact been reached, not even in the nineteenth century; and we shall fall far short of attaining it in the visible future. But it must nonetheless remain the fundamental criterium for the determination of a system of exchange rates. Statistical studies will be helpful, but an experimental and flexible approach to the problem will be necessary. More than anything else, we cannot afford to freeze into a rigid mold the current grossly distorted structure of exchange rates.

RESUMÉ

EVOLUTION MONETAIRE INTERNATIONALE

1.° — L'auteur considère que sous le régime ancien de l'étalon or international la question de la balance des paiements ne présentait pas de grandes difficultés. Il n'y avait pas, en effet, de grand mystère à son sujet. Lorsque les importations excédaient les exportations il existait à la portée de la main un remède bien simple pour le pays qui était disposé à l'appliquer : laisser diminuer le revenu et le nombre des emplois et le résultat serait nécessairement la réduction des importations. Le degré d'efficacité de ce remède dépend naturellement de l'élasticité des importations par rapport au revenu qui varie avec chaque pays, mais d'une façon générale les importations sont assez sensibles aux variations du revenu.

2.º — *L'auteur se livre ensuite à des considérations sur le cycle international et explique qu'au XIXe siècle l'Angleterre occupait une position centrale dans le commerce international et que l'étalon or était alors fondamentalement un étalon britannique. Dans la phase de pléthore des affaires, au sommet du cycle, la demande de produits alimentaires et de matières premières importés augmentait en Angleterre. Cette situation avait pour conséquence de faire monter les prix (et les quantités) de marchandises exportées par les pays de production primaire. L'augmentation rapide de la prospérité qui en était la conséquence ouvrait de larges perspectives pour de lucratifs investissements de capitaux dans les pays encore peu développés. C'est ainsi que les capitaux quittaient l'Angleterre pour l'étranger. Le résultat net de ces diverses tendances était en général d'augmenter les réserves en or et en devises des pays de production primaire. À mesure que s'accroissait le volume des affaires, les réserves en or de l'Angleterre diminuaient et passaient à l'étranger, tandis que sur le plan intérieur un volume croissant de monnaie était retiré de la circulation. Cette situation avait pour effet de restreindre les opérations de crédit et de modérer en conséquence la situation pléthorique des affaires en Angleterre tandis que la marée croissante des moyens de paiement internationaux qui se dirigeaient vers les pays de production primaire avaient tendance à y provoquer une onde d'inflation. Inversement, au cours de l'inévitable déflation qui suivait, le retour de l'or atténuait la dépression en Angleterre et intensifiait la déflation dans les pays de production primaire.*

3.º — *L'auteur observe néanmoins qu'à partir de la grande dépression de la décade des années 1930, une profonde modification est intervenue aussi bien dans la pensée monétaire que dans les institutions monétaires. Les forces perturbatrices qui naquirent de la première guerre mondiale, de la grande crise et, finalement, de la seconde guerre mondiale accélèrent une évolution qui avait peut être des racines profondes dans la nature même des sociétés industrielles modernes, évolution qui devait arriver tôt ou tarde de toute manière, et d'autant plus rapide-*

ment que l'industrialisation se propageait dans le monde entier des pays les plus avancés vers les pays de production primaire.

4.^o — Néanmoins, lorsqu'il attire l'attention sur la signification des problèmes posés par la balance des paiements, l'auteur admet que la monnaie ne peut, d'elle-même, assurer l'accroissement du revenu. Il reconnaît néanmoins l'insuffisance de monnaie peut affecter défavorablement les investissements et la consommation et que de plus une économie prospère peut être paralysée par une réduction excessive des moyens de paiement. C'est donc pas une préoccupation secondaire pour un pays que de se trouver devant une étroite interdépendance du système monétaire et des fluctuations de la balance des paiements. La stabilité intérieure et le plein emploi sont incompatibles avec une situation monétaire interne qui dépend de déficits ou d'excédents incontrôlés des comptes internationaux.

5.^o — Après avoir analysé la balance internationale et le plein emploi intérieur, ainsi que le rôle de l'or et des emprunts internationaux, l'auteur décrit la monnaie dirigée et le déséquilibre international pour démontrer que la bataille pour les monnaies dirigées étant terminée, il n'y aura pas cette fois de vaine tentative pour réinstaurer l'étalon or automatique. Néanmoins le système de la monnaie dirigée indépendante ("independent monetary management") peut partiellement se combiner avec les "nouvelles règles du jeu" pragmatiquement élaborées dans les diverses institutions internationales, telles que le Fonds Monétaire International. Au titre de ces nouvelles dispositions, aucune restriction n'est admise, il ne sera pas exigé qu'une nation déterminée corrige un déséquilibre international au moyen d'une diminution du revenu, du nombre des emplois et des prix. Le réajustement du cours international d'une monnaie ne saura être refusé à une nation déterminée, même si le déséquilibre fondamental à corriger a eu pour cause des dispositions intérieures. Il ne sera exigé d'aucune nation qu'elle aligne la structure intérieure des prix, des salaires et des revenus sur les taux de change en vigueur. Les nouvelles institutions internationales

les ont pour objet d'établir un équilibre sans pousser un pays déterminé à recourir au douloureux processus de la déflation.

Néanmoins une direction monétaire indépendante ayant pour objet de favoriser la réalisation des programmes destinés à établir la stabilité économique et le plein emploi ne permet pas de garantir l'équilibre de la balance des paiements. En effet, à moins que tous les pays "ne demeurent au pas" l'action indépendante aggravera considérablement le problème de la balance des paiements.

Ceci place au premier plan une question vitale pour l'avenir. Sera-t-il possible de maintenir des conditions régulièrement stables et un niveau élevé du nombre des emplois dans tous les pays (au moins dans les pays importants) ou reviendra-t-on aux amples fluctuations du revenu et du nombre des emplois ainsi qu'à des tendances divergentes selon les pays en ce qui concerne les prix et les coûts de production ? Si la dernière hypothèse se réalisait il serait impossible de maintenir l'interconvertibilité des monnaies sur la base d'un régime de change libre. Ni l'augmentation des réserves monétaires internationales que le Fonds Monétaire constitue, ni le mécanisme du Fonds Monétaire pour l'ajustement des taux de change ne peuvent atteindre ce but à moins que les pays aient obtenu des succès raisonnables dans leurs efforts pour "demeurer au pas" et maintenir à un degré élevé la stabilité intérieure et le niveau de l'emploi.

Les mouvements divergents du niveau des prix et des coûts de production selon les pays peuvent parfaitement être à l'origine d'un déséquilibre fondamental de la balance des paiements. C'est à ce genre de problème que s'attaquait l'analyse classique du processus d'ajustement sur l'étalon or. Le remède classique aux disparités entre les niveaux des prix était la déflation du revenu qui fonctionnait jusqu'à ce que les coûts de production et les prix se fussent alignés sur ceux des autres pays. La solution moderne proposée par le Fonds Monétaire International consiste à ajuster les taux de change de manière à aligner les coûts de production et les prix internationaux. Néanmoins, on espère que les différents pays dans leur majorité "maintiendront le pas" de façon à éviter, autant que possible les réajustements de taux de change.

Il existe toutefois le problème du déséquilibre cyclique qui a pour origine non pas le déséquilibre entre le niveau des coûts de production et celui des prix, mais la perte de marchés à l'exportation dans une période de dépression. Dans ce cas le remède classique (déflation du revenu) permettrait d'étouffer les importations et de restaurer ainsi l'équilibre des comptes internationaux, sans toutefois contribuer à restaurer les exportations sur un marché en période de dépression. La diminution de la valeur de la monnaie sur le marché international ne constitue pas, non plus, un remède approprié. La difficulté, dans ce cas, n'a pas pour origine des coûts de production excessivement élevés par rapport à ceux des autres pays, mais simplement la perte de marchés due à une dépression qui se manifeste à l'étranger. Le remède fondamental consiste à réduire au minimum l'amplitude des fluctuations cycliques par des mesures compensatoires d'ordre fiscal et monétaire prises par les grands pays industriels, en particulier. Dans la mesure où ce remède s'avère insuffisant les pays, qui éprouvent les conséquences des dépressions cycliques sur les marchés étrangers, ont besoin de grandes réserves en devises (y compris la possibilité d'accès au Fonds Monétaire International) pour y faire face. Si l'on constate que le drainage de l'or et des soldes en devises étrangères est très important, le contrôle des changes ou le marché "aux enchères", préconisé par le Dr. TRIFFIN (contrôle sélectif du change ou dépréciation partielle) doivent être préférés à une dépréciation totale de la monnaie. Une modification permanente de la valeur de monnaie ne constitue pas un remède approprié lorsque le déséquilibre n'est pas fondamental mais simplement à caractère cyclique ou temporaire.

A côté des divergences précitées l'évolution industrielle moderne a tendance à créer des conditions défavorables à l'équilibre international. L'industrialisation croissante d'un nombre de pays toujours plus grand signifie que le commerce international des matières premières et des produits semi-ouvrés tend à diminuer tandis qu'augmentent les échanges de produits finis. Ces derniers réagissent lentement à de légères modifications des prix. Les produits finis sont vendus sous des marques déposées et des marques de commerce, de sorte que chaque ven-

deur constitue une clientèle d'acheteurs qui fausse les effets de la concurrence et des prix. De grandes différences de prix (souvent absolument injustifiées par le coûts de production) peuvent être nécessaires pour conquérir un marché extérieur. Dans ces conditions, l'élasticité de la demande de produits importés à l'égard des prix a tendance à diminuer, ce qui a pour conséquence de rendre plus difficile et parfois impossible l'établissement d'un équilibre dans la balance des paiements par le processus de la modification des prix ou des cours du change.

L'énorme volume actuel des achats effectués par les monopoles commerciaux d'État ne diminuera vrai semblablement pas dans un proche avenir. On estime à plus de 60 % les importations effectuées par la Grande-Bretagne en 1947 sous forme de commerce d'État ou d'achats en gros sous contrôle gouvernemental. Ces achats se réfèrent, précisément le plus souvent, à des marchandises et à des matières premières qui sont particulièrement sensibles au processus équilibrateur de réajustement. Le solde, traité par le commerce privé, est constitué en général par un commerce de marchandises qui, comme on vient de l'indiquer, n'est pas susceptible d'être facilement ajusté sur les exigences de l'équilibre des comptes internationaux. C'est ainsi que le rayon dans lequel peut opérer le mécanisme de restauration de l'équilibre a tendance à être réduit, d'un côté par l'importance et par la nature du commerce contrôlé par le Gouvernement, d'un autre côté par les conditions particulières (concurrence de monopole et d'oligopole) d'une grande partie du commerce privé. La conséquence de cette situation est une tendance très accusée vers les mesures de contrôle direct de la balance commerciale, le contrôle du change, le système des licences d'importation, les conventions bilatérales et les accords de paiement limités ou régionaux.

6.° — En ce qui concerne le problème fondamental de la rareté des dollars, l'auteur considère qu'il constitue une énigme difficilement pénétrable. Ce problème demeure le principal obstacle à l'établissement d'un régime de libre convertibilité des monnaies et d'un régime généralisé d'échanges commerciaux multilatéraux. C'est en partie une question de technologie — immense supériorité des techniques américaines de production

en masse d'une grande variété de produits avidement recherchés dans le monde entier, y compris les automobiles, les instruments électriques, les machines, etc. De plus le problème est lié, dans une certaine mesure, à l'élévation du standing américain et s'explique en partie par la préférence marquée (sauf en ce qui concerne les produits de luxe ou les spécialités dont la valeur ne peut jamais atteindre de grandes proportions) des masses consommatrices américaines pour les produits fabriquées aux États-Unis, préférence continuellement entretenue par les campagnes de publicité. Les marchandises produites sur le marché intérieur dans les conditions de courrence des monopoles ou des oligopoles ne manifestent aucune tendance à être supplantées en quantité par la concurrence étrangère. C'est en outre, et dans une certaine mesure, une question qui est liée à la valorisation injustifiée de nombreuses monnaies étrangères. Finalement on ne peut nier que la politique de nombreux pays en matière d'échanges commerciaux contribue au déséquilibre.

Au cours de la période de reconversion et de reconstruction qui a suivi les dévastations de la seconde guerre mondiale, il était naturel que les divers pays désirent des monnaies surévaluées. La plupart des pays se trouvaient en effet devant des pressions inflationnistes qu'une monnaie surestimée tendrait à amortir. Dans un monde où la demande d'après-guerre était insatisfaite il n'y avait aucune difficulté à exporter tout ce qu'il était possible de produire. Au fur et à mesure que ces demandes accumulées sont satisfaites les divers pays rencontrent des difficultés croissantes pour exporter sur la base des prix élevés qui doivent être pratiquées pour couvrir des coûts de production exprimés en monnaie très surévaluée.

En conséquence, à mesure que les conditions inflationnistes sont soumises à un contrôle et d'autre part à mesure que la situation des exportations devient étale, nous pouvons espérer qu'un mouvement se dessine dans divers pays soumis à une forte pression en faveur d'une revalorisation des monnaies. Ceci posera un problème difficile au Fonds Monétaire International.

Le bût général à atteindre est de faire en sorte que la division internationale du travail parvienne au point optimum. Cet objectif n'a naturellement jamais été atteint, même au XIXème siècle et nous sommes encore loin de l'atteindre dans un avenir prochain. Il n'en demeure pas moins qu'il doit demeurer le critérium fondamental de la détermination d'un système de taux de change. Des études statistiques seront nécessaires, mais il conviendra également de procéder à un essai expérimental et souple de la solution du problème. Toutefois nous ne saurions permettre en aucun cas que se cristallise en un moule rigide la structure actuelle et grossièrement bâtie des taux de change.