

# Problemas de Reconstrução Financeira Internacional

(Sexta conferência)

## I

### INTRODUÇÃO

Nesta conferência, a última da série, desejo descer um pouco da atmosfera rarefeita das anteriores, nas quais foram discutidos princípios com aplicações apenas ilustrativas, e considerar a aplicação de alguns desses princípios a problemas contemporâneos. Meu ponto central particular são as finanças. Volto ao quadro do desequilíbrio internacional, descrito na conferência sobre a Escassez de Dólares, e indago o que pode ser feito para restaurar a ordem e o progresso. Desnecessário é dizer que a discussão ainda permanecerá sobre um plano de certa generalidade. Não tenho nenhum plano específico a propor, nem sugestões detalhadas à política de determinadas nações — apenas uma série de reflexões, à luz de princípios gerais, sobre os principais problemas de reconstrução. Minha desculpa para um tratamento de tal grau de superficialidade, é que talvez desse modo, a inter-conexão geral pode ser exposta de maneira melhor que através de uma série de sugestões mais detalhadas.

## II

### FINANÇAS INTERNAS E TAXAS DE CÂMBIO

Se os argumentos desenvolvidos nas conferências anteriores são corretos, o primeiro requisito de uma sadia reconstrução financeira internacional é, para os países deficitários, de pôr em ordem suas finanças internas. Qualquer tendência à inflação deve ser

detida. Todos os afetados devem compreender que não há esperança de equilíbrio, nem possibilidade de restauração de relações financeiras ordenadas, se os países com deficits em seus balanços de pagamentos permitirem um aumento de despesas mais rápido do que se está dando alhures, e, mais ainda, não podem esperar confiantes uma correção dos deficits existentes, a não ser que reprimam, completamente, a expansão financeira, até que sejam sentidas com maior segurança tendências mais favoráveis.

Tem-se dito, às vezes, que este requisito deveria ser rejeitado, uma vez que pode implicar em cessação do aumento da produção. Insiste-se que, muito mais importante do que a consecução de equilíbrio externo, é o crescimento contínuo do volume da produção, o qual se diz ser pôsto em perigo pelas medidas de estabilidade financeira. Deve-se dar prioridade exclusiva ao desenvolvimento e ao pleno emprêgo, devendo-se considerar todos os outros possíveis objetivos, de importância secundária.

Este é um ponto de vista que não é muito plausível. Pode-se admitir que o fim de uma inflação revelará, possivelmente, situações de fraqueza e trará consigo certa diminuição do aumento, ou mesmo declínio temporário da produção. É possível que, parte da ligeira diminuição da produção que se verificou em 1952 em determinados centros europeus, poderia ser atribuída a este tipo de influência — conquanto seja provável que foi devida principalmente à diminuição da corrida por estoques que se seguiu ao rompimento da guerra da Coréia. Uma coisa é, porém, argumentar que a cessação da inflação pode trazer dificuldades temporárias; e coisa bastante diferente é argumentar que, quando cessada a mesma, tenha que haver uma interrupção do progresso. Nada conheço que apoie o ponto de vista de que não pode haver desenvolvimento sem inflação, nem o argumento de que conquanto, a princípio, a inflação pode dar certo estímulo ao desenvolvimento, à medida que o mesmo prossegue, tende a se desvanecer e que, no curso da inflação, muitas coisas, cujo funcionamento satisfatório é essencial ao desenvolvimento sadio, tendem a ser negligenciadas.

Além disso, supondo por um momento, que a inflação contínua é benéfica à produção, ainda assim, é difícil perceber como pode ser considerado prudente continuá-la, se causa desequilíbrio no balanço de pagamentos. Não se pode dar ênfase suficiente a que não se deva considerar o balanço de pagamentos como obje-

tivo de importância secundária, sem maior importância para os objetivos de desenvolvimento e pleno emprego. Porque, a não ser que haja, em algum lugar, uma fonte inesgotável de socorro, a exaustão das reservas e a depreciação da moeda devem, depois de algum tempo, limitar o próprio aumento da produção. O argumento de que se deve permitir que a inflação continue, a fim de manter o aumento da produção, ou pressupõe assistência ilimitada do exterior (o que é improvável) ou ausência de dificuldades eventuais, provenientes do desequilíbrio do balanço de pagamentos (o que está evidentemente errado).

Uma vez que as finanças internas foram estabilizadas, a próxima etapa é a correção das superavaliadas taxas de câmbio. Esta prescrição ostenta um ar de simplicidade que pouca justiça faz à dificuldade e à delicadeza das operações implicadas. A superavaliação é uma noção complexa em si; e a mensuração da mesma com exatidão é, talvez, quase impossível. Mas onde tem havido relativa inflação, acompanhada em grande escala, por dificuldades persistentes com o balanço de pagamentos, ou onde tem havido mudanças adversas óbvias nas condições reais da oferta e procura internacionais, causando dificuldades similares, os argumentos em favor da mudança são, então, poderosos. É pouco provável que seja uma boa política manter indefinidamente as taxas existentes com auxílio de restrições. Tentar restaurar o equilíbrio através de uma deflação positiva, é igualmente condenável. A única coisa sensata a fazer é alterar a taxa de câmbio.

A técnica exata de tais operações é, sem dúvida, uma questão que variará com as circunstâncias. Como já afirmei em conferência anterior, vejo aqui, fortes argumentos a favor de uma utilização temporária de taxa flutuante a fim de testar o mercado. Imagino que, se tal recurso, fôsse acompanhado por garantia ao mundo exterior de limites permissíveis de flutuação, isto poderia ser tomado como evidência de que o que está sendo feito, é uma tentativa autêntica de atingir o equilíbrio e não uma perturbação arbitrária nos mercados de câmbio. Gostaria de ver modificados ou, pelo menos, "esclarecidos", os estatutos do Fundo Monetário Internacional, a fim de tornar tal procedimento claramente lícito. Estou longe, entretanto, de argumentar que este é o único método a ser adotado; é fácil conceber casos em que é preferível o ajustamento imediato da taxa que de outro modo seria fixa; sendo corri-

gido, por outra operação, o fracasso em atingir o objetivo na primeira tentativa. O que é importante, aqui, não é a técnica precisa de mudança, mas antes, o reconhecimento de desejabilidade do emprêgo do método, uma vez que se torna aparente o desequilíbrio fundamental.

Tal recurso é, entretanto, às vêzes rejeitado, com base em pessimismo em relação às prováveis elasticidades da procura e da oferta, nos mercados de câmbio. Apela-se para os inquéritos estatísticos, alegando-se que os resultados dos mesmos conduzem, ao ponto de vista de que tais elasticidades serão provavelmente tão baixas que tornarão qualquer redução das taxas, uma mudança para pior.

Confesso que tais objeções não me impressionam muito. As investigações estatísticas das quais tanto se faz depender, parecem-me quase que totalmente despidas de valor.

Nada digo contra as deficiências de técnicas, as quais, ao que parece, não são nada desprezíveis. Arriscando-me, porém, a ser considerado para o resto de minha vida um filisteu por tôda a classe dos econométristas, aventuro-me a chamar a atenção que essas deficiências, de um ponto de vista econômico, são em grande parte irrelevantes. São baseadas em estatísticas de mercado, as quais mesmo se inteiramente dignas de confiança, podem apenas indicar elasticidades de curto prazo, enquanto que o dado relevante aqui é, essencialmente, o de longo prazo, que é, certamente, bastante inacessível a êsse tipo de técnica. Talvez seja ainda mais prejudicial, a suposição de um conjunto fixo de mercadorias de exportação, quando um dos aspectos mais importantes da situação, é a probabilidade de mudança na composição das exportações, provocada por uma mudança, na taxa de câmbio. De um ponto de vista analítico, é certamente, sempre possível conceber os mais alarmantes esquemas de possibilidades, e ocorre-me um par de exemplos práticos em que podem ter certa importância.

Em geral, porém, uma vez *dada liberdade razoável nas relações comerciais*, não vejo razão para acreditar que a expectativa normal de desvalorização, seria frustrada por elasticidades adversas.

A condição é, entretanto, importante. Se as relações comerciais são embaraçadas em todos os lados por contrôles quantitativos rígidos e por tarifas proibitivas, não é, então, nada difícil

conceber situações em que são duvidosos os efeitos da desvalorização. Se os expoentes do pessimismo em relação às elasticidades baseassem sua defesa neste tipo de consideração, seria necessário tomá-los muito mais a sério; o que é, entretanto, um tanto improvável, uma vez que, comumente, sua principal intenção é prover uma justificação para restrições ulteriores, precisamente dessa natureza. Na presente situação mundial minha própria opinião é que, conquanto seja suficientemente amplo o prevalecimento de tais obstáculos tornando mais difíceis os ajustamentos desse tipo, o mesmo não é tão universal como para excluir, na maioria dos casos, a probabilidade de resultado bem sucedido. Para sermos bastante específicos por meio de ilustração, não penso que uma tentativa de corrigir a presente superavaliação do franco francês, através de uma desvalorização, seria frustrada pela presente estrutura das restrições de comércio, conquanto fôsem menores as restrições ao comércio, os direitos cobrados no Reino Unido, por exemplo, ao vinho e à sêda, poderia também, facilmente, ser menor o grau de correção inicial necessário.

De qualquer modo, porém, a existência de tais possíveis limitações a um resultado favorável da desvalorização, não é tanto um argumento contra a técnica como tal, como contra a existência, em grande escala, deste tipo de limitação. Se os pessimistas restringissem sua justificação ao argumento de que, a fim de obter os melhores resultados, necessitamos avançar, simultaneamente, em ampla frente e combinar o reajustamento financeiro com renovada desmobilização de restrições ao comércio, inspirariam bem maiores simpatias. Porquanto, estou certo de que essa maneira de situá-la está correta. Nesse assunto de reconstrução econômica internacional, há uma interdependência importante entre os efeitos das medidas em diferentes campos.

### III

#### A CONVERSIBILIDADE

Para fins de argumentação suponhamos agora que os *desiderata* que estive até agora considerando foram atingidos satisfatoriamente, as finanças internas estabilizadas e que foi removida a superavaliação externa. Neste ponto algumas altas autoridades advogariam uma volta imediata à conversibilidade das

moedas nacionais. Se esta conversibilidade deverá ser a uma taxa fixa ou a uma livre, é questão sobre a qual não há unanimidade, ainda que a mesma seja de grande importância; entretanto, para os objetivos dêste esboço, ambas possibilidades podem vir a ser consideradas.

Dir-vos-ei, porém, que atribuo importância bem grande à conversibilidade das moedas. A ausência da mesma é, para mim, um dos principais símbolos dessas divisões entre as nações que marcam um atraso em nossa civilização. Odeio êste aspecto do mundo moderno, com suas limitações às viagens a às transferências, seus regulamentos pedantes e injustos, suas isenções discricionárias e suas penalidades vingativas. Considero o seu prevalecimento como um obstáculo permanente a que se consigam relações comerciais mais livres em geral. Além disso, como inglês que sou, não acredito que a longo prazo, possa Londres conservar sua posição de centro e *entrepôt* financeiro sem as mesmas; se perdêssemos esta posição, temo que perderíamos muito mais no âmbito das relações comerciais em geral. Porisso, nenhuma simpatia tenho àquelles que se opõem à idéia da conversibilidade como tal, nem maiores tenho para com aquêles que, aceitando-a como noção geral, agem como se fôsse prudente e aconselhável do ponto de vista político adiar *sine día* até mesmo os primeiros passos, visando êsse objetivo.

Não obstante, o problema da volta à conversibilidade não é simples e corremos o risco de desacreditar a própria idéia, se recomendamos a sua imediata adoção sem levar em conta as dificuldades imediatas. Já testemunhamos em nossos dias, o fracasso de uma tal tentativa; uma tentativa ulterior seguida de novo fracasso, pode resultar em adiamento por uma geração, de qualquer passo nesse sentido. Porisso, quanto mais cremos na conversibilidade, maior responsabilidade temos de tomar em conta os inconvenientes e perigos que acompanhariam qualquer restauração precipitada. Exporei quais são êstes inconvenientes e perigos.

Mencionarei, em primeiro lugar, um inconveniente. Como já destaquei, o mundo ainda está obstruído pelas restrições prejudiciais ao comércio. Algumas desaparecerão se os que as impõem não provocarem represálias. Porém, no interesse geral da expansão e do funcionamento normal dos ajustamentos financeiros, também é altamente desejável, que outras desapareçam também.

O G. A. T. T. e empreendimentos similares ainda têm bastante trabalho frutífero pela frente.

Para países que têm tido dificuldades freqüentes em seus balanços de pagamentos, comprometer-se à conversibilidade *antes* que tenham realizados maiores progressos nos sentidos acima expostos, pode implicar em alguma relutância a prosseguir adiante ou até mesmo em tendência a retrogradação. As moedas que são conversíveis devem ser fortes. Argumentar-se-ia, por isso, que as autoridades afetadas não se podem dar ao luxo de arriscar-se. A manutenção da conversibilidade à taxa presente pode-se apresentar como uma alternativa à remoção das restrições. Esta dificuldade não seria, evidentemente, tão aguda se a conversibilidade fôsse restaurada com a taxa de câmbio, a princípio livre, ou livre dentro de limites razoavelmente amplos. Mas, mesmo assim, persistiriam dificuldades e, de qualquer modo, para os maiores centros, tal experimento implicaria em grandes riscos a não ser que fôsse parte de um plano internacional amplamente aceito.

Em segundo lugar — e aqui passamos dos inconvenientes para os perigos — deve-se reconhecer que o restabelecimento da conversibilidade em único centro, em um mundo em que predomina presentemente a moeda inconvertível, pode envolver certas tensões e dificuldades. Pode haver real perigo na restauração unilateral da conversibilidade.

Isto não é, certamente, inevitável. Um país em sólida posição financeira, com amplas reservas e com o balanço de pagamentos tendendo fortemente a seu favor, pode manter continuamente a conversibilidade sem correr qualquer risco sério. O exemplo dos Estados Unidos é um destes casos. Mas se a mesma coisa é tentada por um país com reservas relativamente fracas e com o equilíbrio do balanço de pagamentos recém-restaurado — ou talvez ainda não restaurado — as conseqüências podem ser bastante diferentes. Outros países, cujas moedas permanecem ainda em base inconvertível, podem discriminar contra o mesmo, a fim de fortalecer sua própria posição; e a tensão pode vir a ser insuportável. Um centro ainda não suficientemente poderoso, necessita estar em condições de obter ouro e dólares de outras partes, se pretende estar em condições de gastar os mesmos, livremente.

Um exemplo do que pode acontecer a um centro financeiro importante, tentando uma restauração unilateral da conversibi-

lidade, é proporcionado pela experiência do Reino Unido em 1947. Seria um êrro atribuir inteiramente o fracasso de nossas medidas a êste fator. O fracasso em reprimir a inflação interna, na ausência de medidas adequadas relativas à retirada de acumulações anormais de balanços de esterlinos deixados pela guerra; e o nível das taxas de juro que não sòmente encorajara a inflação interna, mas também constituía incentivo direto à exportação maciça de capital a outras partes da área da libra — também devem compartilhar da responsabilidade do que aconteceu. Mas a natureza unilateral da política algo teve a ver com isso. As opiniões podem diferir em relação ao grau exato da discriminação positiva, existente alhures contra importações procedentes do Reino Unido, visando aumentar o volume do exigível sòbre Londres e o adiamento positivo de pagamentos por importações que foram adquiridas. Não há dúvida, porém, que quando vendemos nossas exportações a muitas partes do mundo, não podíamos exigir ouro ou dólares em pagamento, enquanto que, quando estas mesmas partes nos venderam exportações, podiam fazê-lo. O que conduziu a uma situação intolerável.

Temos novamente um problema que poderia ser solucionado através de recurso, por um período experimental, a uma taxa de câmbio flutuante. Se enquanto estivesse sendo tentada esta volta à conversibilidade, a taxa de câmbio local fôsse livre, não teria de haver, então, pressão sòbre as reservas, como a que necessariamente surge com a conversibilidade a uma taxa fixa. Não esqueçamos, entretanto, que se fôsse menor a pressão sòbre as reservas, seria maior a pressão sòbre a taxa. Seria necessária u'a mão bastante firme no contròle doméstico de crédito, para fazer face aos novos fatôres de desequilíbrio que podem surgir dêsse modo.

Isto conduz-me, porém, ao meu terceiro ponto, que é também o mais importante: *a conversibilidade necessita reservas*. Isto é óbvio se se tenta restaurar a conversibilidade a uma taxa fixa. Mas, mesmo a conversibilidade a uma taxa flutuante, necessita de sólidos fundos para sua manutenção, se não se quiser permitir que os movimentos diários afastem acentuadamente a estabilização. Atualmente em muitos países onde é mais desejável a conversibilidade, as reservas são seriamente inadequadas.



Tomemos, por exemplo, a posição do Reino Unido. Nossas reservas não diferem muito presentemente, do que eram pouco antes da guerra. Nossos passivos externos, porém, quadruplicaram; a nossa renda nacional é três vêzes maior, e, conquanto, o volume de nossas importações tem sido mantido sob severas restrições, a situação é que, enquanto antes da guerra, nossas reservas poderiam financiar importações durante nove meses, atualmente, é duvidoso se poderiam financiá-las por muito mais de nove semanas. Mesmo com a melhor das técnicas, isto é perigosamente insuficiente em face de tôdas as demandas que sôbre a mesma podem ser feitas. Talvez a posição do Reino Unido não seja de todo representativa; como banqueiro da área da libra, suas responsabilidades são únicas. E' certo, porém, que há grave deficiência de reservas na maioria dos países situados fora da América do Norte.

Isto é uma questão muito séria. É um dos principais obstáculos à restauração ampla da conversibilidade, porque sem reservas adequadas tal política seria desatino. Deve ser, além disso, um embaraço grave ao funcionamento futuro do mecanismo dos pagamentos internacionais. Por mais que os distintos centros nacionais procurem ajustar suas políticas aos requisitos de equilíbrio internacional, com escrúpulos, surgirão ocasiões em que se as reservas não forem amplas, serão rompidas as relações com o sistema internacional. Isto não é apenas uma questão de prover um amortecedor enquanto são feitos ajustamentos em face de uma relativa piora da posição local; ainda mais importante é o poder de evitar retração ou abandono de um sistema de taxas fixas, se advém uma queda na procura externa, devida a influências deflacionárias adversas — uma depressão em pleno desenvolvimento nos Estados Unidos, por exemplo. Sei que há algumas altas autoridades que pensam que um sistema de taxas flutuantes contornaria tôdas estas dificuldades; e espero que no que já afirmei não me mostrei indiferente ao pêso dêstes argumentos, em que se trata de certas circunstâncias transitórias. Mas, por razões expostas em conferência anterior, ainda não estou convencido de que todos os problemas permanentes podem ser solucionados nesta base. E, até que me convença disso, permanecerêi sèriamente preocupado com a presente situação das reservas.

## IV

## O PREÇO DO OURO

A maneira mais evidente de obter reservas é a de adquiri-las. O ouro, como o chumbo e o cobre e outros metais, pode ser adquirido em mercados internacionais; e, *ceteris paribus*, uma nação que se decide a utilizar seus ganhos internacionais para comprar ouro em vez de outras importações, será certamente bem sucedida em seu intento. Este é um lugar comum, esquecido com bastante frequência. Habitua-mo-nos a falar como se o montante de nossas reservas é — ou talvez deveria ser — independente da maneira pela qual são gastos os ganhos provenientes da exportação — *deveríamos* estar em condições de gozar de um nível de importações que aumenta *pari passu* com as exportações assim como de assegurar o aumento constante das reservas. Porém, a não ser que encontremos quem nos queira emprestar, trata-se de uma impossibilidade. As reservas não caem do céu. Se não são conseguidas através de empréstimos, têm de ser adquiridas. Tudo isto é verdadeiro e tem, penso, u'a moral imediata para aquêles que pensam que tão logo existem tendências favoráveis nos balanços de pagamentos de países têm estado em desequilíbrio, há justificação imediata para uma expansão proporcional do consumo ou investimento em estoques e instrumentos outros que não reservas. Espero que as autoridades do Reino Unido manterão uma atitude bastante austera em relação a este tipo de expansão, até que as reservas estejam em nível muito mais elevado que o presente. Mas se estamos pensando na restauração da conversibilidade, devemos reconhecer que, para qualquer nação, o aumento das reservas do tipo descrito, pode levar muito tempo. Devemos também reconhecer que se muitos países começam a competir entre si com este objetivo, pode surgir o risco bastante real, de elevação do preço do ouro — provocando uma queda no nível geral de preços. E isto é, certamente, algo que nenhum de nós receberia com prazer. Concordo com uma redistribuição dos estoques existentes, sem deflação, onde os estoques são presentemente super-abundantes. Também concordo com uma absorção do aumento anual procedente das minas, pelos centros cujas reservas são presentemente inadequadas. São estes os desenvolvimentos a serem desejados. Mas uma deflação geral causada por uma disputa geral pelo ouro — não é o preço que devemos estar dispostos a pagar — mesmo tendo em

vista as consideráveis vantagens de um retôrno mais rápido à conversibilidade.

Dêsse modo, enquanto que com a maneira pela qual estão distribuídas as reservas, a restauração de algo como um sistema unitário internacional, é acompanhada por perigos bem grandes, as próprias tentativas de aumentar as reservas, se não coordenadas, podem provocar perigos igualmente grandes.

Em anos recentes, considerações dêste tipo levaram algumas altas autoridades a recomendar um aumento do preço de ouro. Tivemos vantagem, exortam, da cláusula dos estatutos do Fundo Monetário Internacional, que permite ação simultânea a êsse respeito. Aumentemos o preço do ouro e rompamos, dêsse modo, o círculo vicioso com que nos confrontamos.

Devemos reconhecer que esta proposição é como um pano vermelho para um touro, para os nossos amigos dos Estados Unidos. Recordam-se com indignação de um período da década 1930-1940, quando o Presidente Roosevelt e o Sr. Morgenthau manipulavam o preço do ouro de u'a maneira que consideram sem justificação. Qualquer proposição para mudar o preço do ouro, recorda-os dêste episódio; e declaram-se invariavelmente pessimistas em relação ao argumento de que nenhum bem pode advir para o mundo das "manipulações com as moedas". As possibilidades práticas de adoção de tal política não são, portanto, muito grandes. Esta disposição pode, não obstante, mudar; e, de qualquer modo, há algum interêsse em examinar a proposição, através de seus méritos.

Vejo três possíveis vantagens que podem advir da adoção de tal política.

Em primeiro lugar, aumentaria imediatamente o valor nominal das reservas. Quanto as aumentaria depende, é claro, da magnitude do aumento do preço do ouro; falaremos novamente a êste respeito, mais adiante. Mas, na medida em que fôssem aumentadas, haveria maior probabilidade — u'a margem de segurança maior para uma aproximação mais rápida à conversibilidade — maior possibilidade para a manutenção sem interrupção, de mecanismo de pagamentos internacionais a taxas de câmbio fixas. O único perigo existente é que o aumento das reservas seria tomado como pretexto para ulterior expansão financeira. Se isto acontecesse, os efeitos benéficos da mudança seriam certamente

contrabalançados e estaríamos onde nos encontrávamos antes, quanto à conversibilidade e à manutenção do equilíbrio internacional; e, na mesma medida estaríamos em pior situação que antes, em relação à distribuição de rendas e recursos. Não vejo, entretanto, nenhuma razão para que isto necessariamente aconteça, e algumas razões para que não aconteça. Os antecedentes dos governos quanto à inflação são maus. Se estamos porém inclinados a supor que estão todos dispostos a levar adiante, no interesse da estabilização geral, uma medida tão espetacular como essa, não estaríamos, então, autorizados a supor que também podem estar desejando exercer, ao mesmo tempo, certa restrição à expansão de crédito?

Em segundo lugar, um aumento do preço do ouro proporcionaria imediatamente, um auxílio substancial em determinados países em que a escassez de dólares tem exercido influência particularmente embaraçosa sobre a política. Talvez esteja falando aqui tendenciosamente. Porquanto não pode haver dúvida, que o principal beneficiado neste respeito seria o balanço de pagamentos da área da libra. A curto prazo, quem mais sairia ganhando seria, certamente, a União Sul-Africana; o que constitui, talvez, uma das razões por que em alguns círculos, o projeto atrai tão pouco entusiasmo. Mas, há boas razões, para supor que os ganhos provenientes de *hard currency* em Londres, aumentariam indiretamente. E não me envergonho em afirmar que a meu ver, isto constituiria um importante refôço à estabilidade das finanças mundiais.

Em terceiro lugar, a longo prazo, um aumento do preço de ouro aumentaria, também, a sua oferta. Isto não ocorreria necessária e imediatamente. Há, na verdade, certa razão para supor que, na União Sul-Africana pelo menos, a reação a curto prazo, seria na direção contrária. Mas, a longo prazo, dificilmente pode haver dúvida, de que um preço mais elevado, provocaria uma oferta maior. E, a meu ver, isto seria uma boa coisa. Sei que para alguns, isto soará como uma volta aos dogmas do padrão ouro. Perguntar-se-á, por que empregar mais trabalho e capital no aumento da oferta de algo que nunca vai ter utilidade outra que a de permanência ociosa nos porões de bancos centrais? Tratar-se-á, porém, de uma questão sensata? Do ponto de vista prático, é bastante provável que, por muitos anos, as nações continua-

rão a utilizar o ouro como meio de pagamentos internacionais. Pode-se pensar que isto é ridículo, um hábito antiquado, baseado em pura superstição. Podemos supor que conhecemos meios fáceis de contornar tudo isso — embora se tenha que admitir que, até agora, tais meios não foram expostos por ninguém. Se é, porém, verdade que a superstição vai continuar a funcionar, não valerá mais a pena assegurar, então, que opera com tendenciosidade expansiva em vez de constritiva? Em caso de se continuar a usar ouro, não valerá a pena pagar certo seguro, visando assegurar que exista em suficiente quantidade, a fim de prover uma base para financiar um antecipado volume maior de comércio internacional, sem o perigo de uma pressão deflacionária geral? Por tôdas estas razões, considero a proposição de que o preço do ouro deveria ser aumentado, como digna de ser tomada a sério. Não obstante, não acho que seria sensato confiar muito em sua adoção. A atitude da opinião pública nos Estados Unidos pode facilmente representar um obstáculo intransponível, por muitos anos. E mesmo se a oposição não fôr suficiente, para prevenir qualquer mudança, ainda assim, penso que seria o bastante para impedir u'a mudança que, por si só, resolveria o problema das reservas. Um aumento proporcional aos aumentos verificados nos preços do dólar desde a guerra, conseguiria, certamente, muito: e, um aumento de cem por cento nas reservas normais, seria uma grande ajuda. E, além de não custar nada quanto ao aumento geral das reservas, custaria muito menos em pagamentos anuais do que muitos esquemas de assistência extraordinária, que têm maior chance de vir a ser adotados. Supor, entretanto, que o que acabamos de expor, efetivar-se-á, é supor um grau de racionalidade muito maior, na direção dos negócios humanos, do que a experiência até hoje parece comprovar. O aumento de preço do ouro que poderia surgir da negociação de algum complicado plano internacional, provavelmente não seria superior à metade daquela magnitude e, com bastante probabilidade, inferior.

Se, porisso, não queremos adiar infinitamente, novos passos para a reconstrução financeira internacional, seria altamente desejável que se dispusesse de planos alternativos. Deixar que muito dependa das perspectivas de um aumento do preço do ouro, seria arriscar-se a muitas decepções.

## V

## UNIÕES DE COMPENSAÇÃO

Há poucos meses, especialmente nas discussões da restauração da conversibilidade, evidenciou-se uma tendência a invocar a idéia de sistemas de compensação, como solução a essas dificuldades. O funcionamento da União Européia de Pagamentos impressionou a alguns observadores que pretendem ver, na mesma, o germe do sistema mundial do futuro.

No princípio de qualquer discussão de questões dêste tipo, é preciso ser claro sobre um ponto bastante fundamental, e que pode vir a ser negligenciado. Este ponto consiste no seguinte: não há nada na compensação como tal, que solucione o problema fundamental — a insuficiência de reservas locais. A coisa essencial sobre a idéia das uniões de compensação, citada nessas discussões, *não é compensação e sim crédito* — a criação de facilidades que evitem a necessidade dos devedores pagarem de uma só vez. E o que não se deve esquecer sobre as facilidades de crédito, dêste modo tornadas disponíveis, é que *alguém tem que provê-las* — o que quer dizer, se alguns devedores são capazes de retardar os pagamentos, alguns credores têm que estar dispostos a adiar o seu recebimento. Penso às vêzes que se se percebesse claramente êstes pontos, o interesse popular em tôrno dêstes assuntos bastante técnicos, poderia ser menos vivo. Como quer que seja, os mesmos são, certamente, indispensáveis a qualquer avaliação razoável das possibilidades.

É evidente que, para qualquer solução do problema internacional — ou pelo menos do problema do mundo ocidental — as compensações *parciais* não constituem solução. Podem servir aos mais admiráveis objetivos técnicos, em seu próprio âmbito local. Em nada, porém, contribuem, diretamente, para solucionar o problema do desequilíbrio entre as áreas sobre as quais funcionam e de outras áreas: e seus efeitos indiretos, não são todos em uma única direção. Assim, a União Européia de Pagamentos contribuiu muito para promover ordem e comodidade nos pagamentos europeus; criou condições para que se fizesse considerável progresso na liberalização do comércio europeu; e, incidentalmente, ofereceu um modelo às outras autoridades internacionais, de como questões financeiras difíceis e delicadas podem ser en-

frentadas por um secretariado relativamente pequeno, sem muitas complicações e publicidade. Nada fêz, entretanto, no sentido de solucionar o problema dos dólares; e, pode-se, na verdade, conceber, que possa ser criticada por ter produzido alguns efeitos de sentido contrário. A história da União Européia de Pagamentos é uma justificação do princípio de que a compensação parcial não constitui solução para um problema global.

Com êste tipo de considerações em mente, tem-se, em anos recentes, apresentado várias sugestões para algo mais amplo. Em novembro do ano passado, o *Economist*, de Londres, publicou um plano bastante engenhoso, para o que se poderia denominar de União de Compensação do Atlântico — significando, com efeito, uma união de compensação para o mundo situado fora das áreas de influência soviética. E que, em linhas gerais, parece ser, mais ou menos, uma ressurreição do plano original de Lord KEYNES, talvez isento de algumas extravagâncias e prevendo sanções consideravelmente maiores para os devedores. A mobilização de fundos prevista era verdadeiramente ambiciosa; o montante de créditos permitidos era da ordem de 35 bilhões de dólares.

Em princípio, não vejo objeções a projetos dêsse tipo — uma vez que se reconheça claramente que se não há sanções a devedores, a disponibilidade de crédito serve, apenas, para proporcionar maiores oportunidades a políticas financeiras desordenadas. A crítica de que o plano original de KEYNES poderia facilmente vir a ter êsse efeito é, a meu ver, legítima — é surpreendente como poucos entre nós perceberam, naqueles dias, o perigo de inflação. É justo reconhecer que o autor do plano do *Economist* está cômico dêste perigo.

Vejo, não obstante, consideráveis obstáculos práticos à adoção de algo tão ambicioso. O Plano KEYNES original fracassou e teve de ser abandonado em vista da recusa dos Estados Unidos e do Canadá a concordarem com a manutenção de quantias limitadas de *bancor* — a moeda internacional sôbre a qual basear-se-iam os créditos da União de Compensação. Mais de uma vez, ficou provado, desde o fim da guerra, que os mesmos não estão dispostos a manter quantias ilimitadas de esterlinos. Não estaríamos construindo castelos no ar se esperássemos que agora, repetinamente, mudassem de atitude, e adotassem como base da reconstrução financeira internacional, justamente aquelas obri-

gações que até agora rejeitaram enèrgicamente? Muito maiores esperanças se devem depositar, a meu ver, — mais do que em qualquer uma dessas novas proposições — na idéia de tentar melhorar e reanimar as instituições já existentes. O Fundo Monetário Internacional foi criado justamente para desempenhar a função que estamos considerando — a mobilização de fundos para fazer face às deficiências de reservas locais. Antes que nos precipitemos em sugerir a criação de mais uma organização internacional, com outro edifício, outra equipe de peritos e outra série de publicações, não seria mais sensato, examinar as instituições existentes e verificar se não podem ser adaptadas de modo a levar a efeito o trabalho necessário?

Não tenho, entretanto, ilusões quanto ao Fundo Monetário Internacional. O mesmo foi prejudicado, quando de sua concepção, por uma constituição bastante imprópria para um eficiente desempenho de suas funções; e, foi pôsto em funcionamento, em época em que a natureza dos problemas da transição de guerra para a paz, era evidentemente tal, que o mesmo não estava habilitado a enfrentá-los. Até agora, a despeito do devotado concurso dos que constituem talvez, o mais tènicamente capaz secretariado de pesquisa, jamais reunido em uma instituição internacional, não fêz até agora muitas contribuições à solução dos problemas com que nos confrontamos.

Será necessária a continuação dêsse estado de coisas? Quanto ao mecanismo de contrôle, a meu ver, ao invés de fazer todos os negócios, por mais delicados que sejam, através de um vasto corpo de diretores executivos, seria relativamente fácil desenvolver hábitos diferentes, sem qualquer alteração dos estatutos. Os estatutos que proibem que sejam feitas observações sôbre as políticas internas dos membros, e inibem geralmente práticas que são essenciais ao efetivo desempenho dos negócios bancários, são mais difíceis. Uma vez que se tenha, entretanto, o desejo de ver a coisa funcionar de maneira adequada, não deixo de ter confiança na habilidade dos advogados, no sentido que se encontre um meio de contornar êsses obstáculos. Quanto ao resto, suspeito que, a fim de inspirar confiança e plena liberdade de ação, especialmente em relação aos problemas da transição para a conversibilidade, o Fundo necessita de mais dinheiro. Porém, desde que os membros, no momento não utilizam todo o dinheiro disponível,



o requisito torna-se plausível somente à luz de intenção e plano geral de maior atividade em todos os sentidos. Voltarei a este ponto, dentro em pouco.

## VI

### A ESTABILIDADE GERAL DO SISTEMA

Entretanto, por ora, vamos supor que os diversos objetivos expostos até agora, foram todos mais ou menos, suficientemente atingidos. As inflações locais foram reprimidas; os obstáculos mais difíceis ao comércio foram reduzidos; a superavaliação das taxas de câmbio foi corrigida; e, de um modo ou de outro, as reservas dos bancos centrais são mais adequadas às tarefas que têm de levar a efeito; e, restaurou-se a conversibilidade. Agora, a fim de consolidar nossas idéias e para verificar se as proposições feitas até agora, são suficientes para o objetivo, vamos expor, de um ponto de vista um tanto formal, os requisitos que têm que ser preenchidos, se o sistema deve continuar a funcionar com razoável eficiência.

A meu ver, esses requisitos relacionam-se, respectivamente, à estabilidade relativa e absoluta.

No que concerne à estabilidade relativa, o assunto já foi tratado de maneira razoavelmente completa; não pretendo voltar novamente ao mecanismo dos pagamentos internacionais. Falando em termos gerais, as regras são simples. Por um lado os países que se acham sob pressão, devem reprimir sua expansão salvo em caso de ser a mesma proveniente de deflação geral alhures, e da qual falaremos mais adiante. Se por desastres ou erros anteriores, encontram-se em situação de desequilíbrio fundamental, em vez de impor a si mesmos uma deflação, deveriam modificar a taxa de câmbio. Por outro lado, os países cujos balanços de pagamentos são favoráveis, deveriam expandir-se, — salvo em circunstâncias especiais, que surgem de expansão não desejada, no exterior.

Espero que o que já afirmei torna tudo isso claro. Como, porém, a maior parte destas conferências pode ter tratado mais das obrigações dos países fracos que as dos fortes, talvez deva, para concluí-las, dar um pouco mais de ênfase às últimas. Evidentemente, um país que tem um balanço de pagamentos desfa-

vorável e que nenhum esforço faz para corrigi-lo, não está representando a sua parte em um sistema internacional. É evidente, também, que estando o resto do mundo livre de inflação, um país com um balanço favorável e uma reserva adequada, que não permitisse uma expansão, estaria também deixando de representar sua parte. Espero que com o que afirmei na conferência sobre a Escassez de Dólares se tenha verificado até que ponto discordo do ponto de vista que culpa acontecimentos nos Estados Unidos, pelo desequilíbrio que tem prevalecido desde o fim da guerra. As condições, porém, podem mudar e gostaria de destacar com a maior ênfase possível, que se, com um balanço de pagamentos favorável, os gastos domésticos e no exterior dos Estados Unidos interrompessem a sua expansão, isto seria algo muito sério para o mundo. Se, no interesse da chamada "economia", se levasse a efeito uma deflação interna, ou mesmo se, em nome de supostos interesses de estabilização interna, não se permitisse que um influxo de ouro produzisse uma correspondente expansão, todos os objetivos discutidos nestas conferências estariam em grave perigo. Importantes questões dependem de decisões daqueles que são responsáveis pela política, nessa área de essencial importância.

Neste ponto, os requisitos quanto à estabilidade absoluta, em contraposição à relativa, principiam a aparecer. A fim de que o mecanismo financeiro funcione razoavelmente, é necessário, não apenas que os diferentes centros marchem mais ou menos no mesmo passo, mas também, que de certo modo, o volume global de despesas em todo o mundo, seja adequado e que não flutue indevidamente em qualquer sentido. Não necessitamos, nessa conjuntura, seguir os aspectos mais esotéricos da teoria da estabilização — se há ou não há pequenas inflações que são toleráveis e talvez estimulantes, ou pequenas deflações que não perturbam a estrutura social e que exercem certos efeitos seletivos benéficos. Talvez possamos deixar estas questões no mundo turbulento de hoje, à posteridade. O que necessitamos na época em que vivemos é de alguma certeza de que as tendências gerais não serão violentas, de um ou outro modo.

Se examinarmos, agora, o padrão de hábitos e instituições que até agora delinee, tornar-se-á evidente que o mesmo, nenhuma garantia oferece de preenchimento dêsse requisito. Um ritmo crescente de produção de ouro ofereceria, sem dúvida alguma, ga-

rantia contra as pressões deflacionárias, que podem surgir, se o ritmo de aumento deixa de acompanhar as necessidades de expansão. Poder-se-á esperar algo, de consultas informais entre os principais bancos centrais. Deve-se fazer face, entretanto, ao fato de que não existe até agora nenhum mecanismo formal de estabilização de amplitude mundial ou para aquela parte do mundo que deseja cooperar visando a evolução ampla da procura global.

O que constitui, entretanto, séria deficiência. São, justamente, esta deficiência e a falta de esperança de corrigi-la, que levaram muitos dos mais hábeis homens de nosso tempo, a abandonarem o internacionalismo financeiro e, aliados inconscientemente, aos medíocres e maléficos, depositarem sua confiança em um nacionalismo mais estreito. "Concentremo-nos, pelo menos, em nossa geração, no que sabemos (ou supomos saber) que podemos controlar" dizem êles, "e enfrentemos os problemas à medida que surjam em nossas relações com o mundo exterior; outra geração talvez possa restabelecer as coisas, para nós, essa tarefa de importância menor, é suficiente". Estou convencido que, a êste respeito, estão profundamente errados. É tal a natureza do mundo moderno, que visar um objetivo mais modesto, é menos praticável que visar um mais amplo. As nações do mundo ocidental não podem viver somente para si e, se tentam fazê-lo, terão mais complicações e correrão maiores riscos do que se tentarem trabalhar em conjunto: eu deveria ter esperança que a experiência dos anos que sucederam ao conflito tenha trazido ensinamentos. Tudo isso nos reserva a incumbência de tentar descobrir hábitos e instituições que eliminem a crítica dessa deficiência que se faz ao sistema internacional.

Como consegui-lo, não é assunto sobre o qual, no momento, tenha idéias acabadas. O excelente economista e legítimo cidadão do mundo que é JACOB VINER, sugeriu o estabelecimento de um grande fundo de estabilização, cujo objetivo deveria ser, não o de reforçar as reservas normais, e sim o de funcionar visando deliberadamente garantir o equilíbrio — emprestar livremente quando afrouxar a procura e fazer forte pressão no sentido de reposição rápida, quando da expansão.

Qualquer proposição que parta do Professor VINER deve ser levada a sério. Pode bem ser que existam razões que não estão claras para mim e que o levaram a desejar a criação de outra ins-

tuição internacional. Pode ser que a avaliação das possibilidades práticas de conseguir que se faça algo sejam, neste sentido, melhores que no outro. Confesso, entretanto, que gostaria de evitá-lo se possível. A meu ver, presentemente, preferiria ver as funções postuladas pelo Professor VINER para sua nova organização, desempenhadas por um organismo já existente. E isso retorna a questão da possível reforma do Fundo. Por que não atribuir a um Fundo renovado as responsabilidades desses deveres? Se estivéssemos partindo do nada e pudéssemos desprezar as considerações políticas, o que pediríamos para preencher a deficiência que estamos discutindo, seria um banco central mundial com funções tanto de pagamentos como de estabilização. Estamos, porém, bastante distantes de tudo isso. Será, porém, pura fantasia crer que chegaríamos mais próximos desse objetivo, através da melhoria do mecanismo existente, dando-lhe mais recursos e armando-o de novos poderes, do que começando uma vez mais por nova instituição que executaria metade da tarefa de um banco central mundial, deixando a outra metade a cargo de outros órgãos? Não estou certo. Mas, pelo menos, o caso merece consideração.

## VII

### CONCLUSÃO

Espero que as sugestões e reflexões expostas apresentem um sistema internacional que, pelo menos, não é logicamente impossível e que, com sorte e boa vontade, seria razoavelmente exequível por bastante tempo. A condição é bastante importante. Não é necessária análise sutil para verificar o quão facilmente poderia o mesmo ser perturbado por acidentes políticos ou por caprichos das políticas nacionais. Um sistema deste tipo, que depende de cooperação voluntária e de obrigações para com tratados que podem ser denunciados, um sistema sem mecanismo central de autoridade coercitiva, não dispõe de nenhuma garantia de estabilidade. Não tenhamos, portanto, ilusões. Somente integrações políticas muito mais ambiciosas do que ousei considerar nestas conferências, podem produzir o grau de estabilidade que associamos aos negócios dos estados individuais. Isto constitui, porém, o supremo problema de nossa época. A estrutura política do mundo está obsoleta e continuaremos tropeçando com soluções

aproximadas, até que tenhamos conseguido corrigi-la. Como o conseguiremos, não estou em condições de responder. Não conheço nenhuma solução fácil. Estou certo, porém, que devemos tentar encontrar uma. Ainda não sabemos que forma tomará a nova integração do mundo ocidental. Sabemos, entretanto, que deverá chegar; devemos manter nossas mentes e nossos corações preparados para a sua vinda como teríamos nossas casas preparadas para a vinda de um convidado desconhecido. E nada devemos fazer em nossos negócios cotidianos, que possa vir a tornar seu advento mais difícil.

## SUMMARY

### PROBLEMS OF INTERNATIONAL FINANCIAL RECONSTRUCTION

#### I

#### INTRODUCTION

*In this, the last lecture of this series, I want to descend a little from the rarified atmosphere of its predecessors in which principles have been discussed with only illustrative applications, and to consider the application of some of these principles to some contemporary problems. My particular focus is finance. I return to the picture of international disequilibrium depicted in my lecture on the Dollar Shortage, and I ask what can be done to restore order and progress.*

#### II

#### INTERNAL FINANCE AND EXCHANGE RATES

*If the arguments developed in earlier lectures are correct, it follows that the first requirement of a sound international financial reconstruction is for deficit countries to put their internal finances in order.*

*Once internal finances have been stabilized, the next step is the correction of overvalued exchange rates.*

#### III

#### CONVERTIBILITY

*For the purpose of our argument let us now assume that the desiderata I have so far been considering have been satisfactorily*

fulfilled, that internal finances are stabilized and that external overvaluation has been removed. At this point some high authorities would advocate an immediate return to convertibility of the national monies concerned. Whether this convertibility is to be at a fixed or at a free rate is a matter about which there is no unanimity although, of course, it is a matter of great importance; but, for the purposes of this survey, both possibilities can be taken into account in appropriate connections.

The absence of convertibility is for me one of the outstanding symbols of those divisions between nations which mark a setback in our civilization.

Nevertheless, the problem of the return to convertibility is not simple and we run the risk of discrediting the idea itself if we recommend its immediate adoption without regard to the immediate difficulties. Let me try to set out what these drawbacks and dangers are.

For countries which have recently been in difficulties with their balances of payments, to be committed to convertibility before more progress is made on these lines might involve some reluctance to proceed further or even some tendency to retrogression. The maintenance of convertibility at the existing rate might present itself as an alternative to the removal of restrictions. This difficulty would obviously not be so acute if convertibility were first restored with the rate of exchange free or free between fairly wide limits.

Secondly — it must be recognized that for one centre alone to restore convertibility, in a world otherwise chiefly given over to inconvertible money, may involve special strains and difficulties.

A country in a strong financial position with ample reserves and with the balance of payments tending strongly in its favour may maintain convertibility year in, year out, without running any risks that are at all serious. Other countries whose currencies are still on an inconvertible basis, may tend to discriminate against it in order to strengthen their own position; and the strain thus set up may prove insupportable. A centre which is not already overwhelmingly strong, needs to be able to get gold and dollars from elsewhere if it is to be in a position to give them freely.

If while the return to convertibility were being tried, the local rate of exchange were free, then there need be no such strain on

*the reserve such as necessarily arises with convertibility at a fixed rate. But do not let us forget that if the strain on the reserve were less, the strain on the rate would be more. It would need a very firm hand on the domestic control of credit to cope with the new disequilibrating influences which might in this way be engendered.*

*But this brings me to my third and most important point: convertibility needs reserves. This is obvious if it is attempted to restore convertibility at a fixed rate. But even convertibility on a floating rate needs massive funds for its support, if day to day movements are not to be actively destabilizing. And at the present day in many quarters where convertibility is most desirable, reserves are seriously inadequate.*

#### IV

#### THE PRICE OF GOLD

*Now the obvious way to acquire reserves is to buy them. Gold like lead and copper and other metals, is purchasable in international markets; and, other things being equal, a nation which chooses to use its international earnings to buy gold rather than other imports will assuredly succeed in doing so. This is a platitude which is very often forgotten.*

*It has, I think, an immediate moral for those who think that as soon as there are favourable tendencies in the balances of payments of countries which have been in disequilibrium, there is immediate justification for a commensurate expansion of consumption or investment in stocks and instruments other than the reserve. We must recognize, too, that if many centres each begin to compete with one another for this purpose, that may run the very real danger of putting up the value of gold — that is to say, of causing a fall in the general level of prices.*

*While with reserves distributed as they are, the restoration of anything like a unitary international system is attended with very great danger, unco-ordinated attempts to increase reserves may themselves invoke dangers equally great.*

*In recent years, considerations of this sort have led some high authorities to recommend a rise in the price of gold. Let us take advantage, they urge, of the clause in the statutes of the*

*International Monetary Fund which permits simultaneous action in this respect. Let us increase the price of gold and in this way break the vicious circle with which we are confronted.*

*The practical chances, of the adoption of such a policy are not very great. Nevertheless this mood may change. I see three possible advantages from the adoption of such a policy.*

*First, it would immediately increase the nominal value of reserves. Secondly, a rise in the price of gold would immediately afford substantial aid in certain quarters where the shortage of dollars has been a particularly embarrassing influence on policy.*

*Thirdly, in the long run, a rise in the price of gold would increase the supply of gold.*

*For all these reasons, therefore, I regard the proposal that the price of gold should be raised as a proposal which deserves to be taken seriously. Nevertheless, I do not think that it would be wise to let too much depend on its adoption. The attitude of public opinion in the United States may easily present an insurmountable obstacle for some years to come.*

## V

### CLEARING UNIONS

*In recent months, especially in discussions of the restoration of convertibility, there has been discernible a tendency to invoke the idea of clearing systems as a solution of these difficulties. The working of the European Payments Union has impressed some observers: they profess to see in it the germ of the world system of the future.*

*The essential thing about the idea of the clearing unions which are cited in these discussions is not clearing but credit — the creation of facilities which obviate the necessity for debtors to pay at once. And the essential thing to remember about the credit facilities thus made available is that somebody must provide them — that is to say, if debtors are enabled to delay making payments, some creditors must be prepared to delay receiving them.*

*Now it should be obvious that for any solution of the international problem — or at any rate the problem of the western world — partial clearings are no solution. The history of the*



*European Payments Union is a vindication of the principle that partial clearing is no solution to an overall problem.*

*With this sort of consideration in mind, in recent years there have been put forward various suggestions for something much more comprehensive. In November of last year the London Economist published a highly ingenious plan for what may be called an Atlantic Clearing Union — meaning, in effect, a clearing union for the world outside the areas of Soviet influence. This, in essentials, seemed to be more or less a revival of the original plan of Lord KEYNES, pruned perhaps of some extravagances and providing considerably more disciplines for debtors.*

*Nevertheless, I see very considerable practical obstacles to the adoption of anything so ambitious. The original KEYNES' Plan broke down and had to be abandoned because of the unwillingness of the United States and Canada to agree to hold unlimited amounts of bancor — the international money on which the Clearing Union credits were to be based.*

*Much more hopeful, in my judgement, than any of these new proposals is the idea of trying to improve and reanimate the institutions which we already have. The International Monetary Funds was created to discharge just the function which we are now considering — the mobilization of funds to meet deficiencies of local reserves. Before we rush in suggesting the creation of yet another international organization with another building and another set of experts and another series of publications, it is not more sensible to look at existing institutions and see if they cannot be adopted to do the necessary work?*

*Hitherto, in spite of devoted service from what is perhaps the most technically able research secretariat ever assembled in an international institution, it has failed hitherto to make much contribution to the solution of the more important problems which confront us.*

*So far as the apparatus of control is concerned, the absurd practice of putting all business, however delicate, through a vast body of executive directors, I should have thought it would be comparatively easy to evolve different habits without any alteration of the statutes. The statutes which forbid comment on the internal policies of members and generally inhibit practices which are essential to the proper discharge of the business of banking are more difficult. But given the will to make the thing work*

*properly, I would not despair of the ingenuity of the lawyers to find a way round these obstacles. For the rest, I suspect that in order to inspire confidence and possess full freedom of manoeuvre, particularly in regard to the problem of the transition to convertibility, the Fund requires more money. But, since at the moment members do not use anything like the money that it has, this requirement only becomes plausible in the light of a general intention and plan for greater activity all round.*

## VI

### THE GENERAL STABILITY OF THE SYSTEM

*For the moment, however, let us assume that the various objectives I have set forth so far have all been more or less sufficiently achieved. Local inflations have been curbed, overvaluation of exchange rates has been corrected and, in one way or other, the reserves of central banks have been made more adequate to the tasks which they have to perform, convertibility has been restored. And now, let us state rather formally the requirements which must be fulfilled if the system is to continue to work with reasonable efficiency.*

*As I see things, these requirements are essentially twofold, relating respectively to relative and to absolute stability.*

*So far as relative stability is concerned, broadly speaking, on the one hand centres which find themselves under pressure must curb their expansion — save in the special circumstances of the pressure arising from general deflation elsewhere of which there will be more to say later. If by misfortune or earlier misbehaviour they find themselves in a position of fundamental disequilibrium then rather than inflict on themselves a major deflation, they should change the rate of exchange. On the other hand, centres whose balances of payments are favourable should expand, save in the special circumstances arising from unwarranted expansion abroad.*

*Clearly a country which has an adverse balance of trade and makes no effort to put it right is not playing its part in an international system. But it should be equally clear that the rest of the world being full of inflation, a country with a favourable balance and an adequate reserve which did not allow that to produce an expansion would also be failing to play its part. I*

*disagree with the view which blames developments in the United States for the disequilibrium since the war. But conditions may change and I should like to say as strongly as I can that if with a favourable balance of payments, the expenditure at home and abroad of the United States should cease expanding, that would be a very serious thing for the world. If in the interest of so-called "Economy", there should be brought about an internal deflation, or even if in the supposed interests of internal stabilization an inflow of gold were not allowed to produce a commensurate expansion, all the objectives which I have been discussing in these lectures would be in the utmost peril. Momentous issues depend upon the decisions of those who are responsible for policy in that very pivotal area.*

*At this point, requirements as regards absolute, as distinct from relative, stability begin to thrust themselves on our attention. In order that the financial mechanism shall work tolerably, it is necessary, not only that the different centres shall more or less keep in step, but also that somehow the aggregate volume of expenditure in the world as a whole shall be adequate and shall not fluctuate unduly either way.*

*Now if we look at the pattern of habits and institutions which I have outlined so far, it should be obvious that it affords no guarantee of a fulfilment of this requirement. An increased rate of gold output would doubtless be some safeguard against the deflationary pressures which might follow if the rate of increase failed to keep pace with the requirements of expansion. There may be something to be hoped from informal consultations between the leading central banks. But the fact must be faced that there is as yet no formal mechanism for stabilizing, for the world as a whole, or for that part of the world willing to co-operate for the purpose, the broad evolution of aggregate demand.*

*Now this is a serious deficiency. It is just this deficiency, and despair at the prospect of filling it, which has led many of the finer minds of our time to turn their backs on financial internationalism and, in unconscious alliance with the mean and the malignant, to focus their hopes on a narrower nationalism. The nations of the western world cannot live to themselves and, if they try to do so, they will get into a worse muddle and run worse risks than if they try to work together: I should hope that the experience of the years since the war has done something to drive*

*this home. But if this is so, it is all the more incumbent upon us to try to invent habits and institutions which will remove from the international system the reproach of this deficiency.*

*That fine economist and true citizen of the world, JACOB VINER, has suggested the setting up of a huge stabilization fund, whose object should be, not to reinforce normal reserves but to act deliverately as a balancing influence — to lend freely when aggregate demand slackens and to press strongly for rapid repayment when it expands.*

*In my present frame of mind, I should prefer to see the functions which Professor VINER postulates for his new organization, discharged by some existing body. And this brings me back to the possible reform of the Fund. If we were starting from scratch and could neglect political considerations, what we should require to fill the deficiency we are discussing would be a central bank for the world with functions both of settlement and of stabilization. But is it altogether fanciful to believe that we should get nearer to that goal by improving the existing mechanism, providing it with further resources and arming it with further powers, then by starting once more with a new institution for doing half the job, as it were, of a world central bank, leaving the other half to be done by separate organs? I am not sure. But at least the case deserves further consideration.*

## VII

### CONCLUSION

*The suggestions and reflections which I have been laying before you point, I hope, to an international system which at least is not logically impossible and which, given luck and goodwill, should be reasonably workable for considerable stretches of time. It does not need any subtle analysis to show how easily it could be upset by political accidents or by vagaries of national policies. Only political integrations much more ambitious than any which I have dared to assume in these lectures, can give anything like that degree of stability which we associate with the affairs of individual states. But this, of course, is the supreme problem of our age. The political structure of the world is obsolete and we shall continue to flounder along with second best solutions until we have put this right. How we should do this I cannot say. I do*

*not know of any easy solution. But I am sure that we must try to find one. We do not yet know what form the new integration of western civilization will take. But we know it must come; we should keep our minds and our hearts prepared for its coming as we would keep our homes prepared for the coming of an unknown guest. We must do nothing in day to day business which would in any way make it more difficult.*

## RÉSUMÉ

### PROBLÈMES DE RECONSTRUCTION FINANCIÈRE INTERNATIONALE

#### I

#### INTRODUCTION

*Dans cette dernière conférence, je veux considérer l'application de certains principes que nous avons discutés dans nos conférences antérieures, à des problèmes contemporains financiers.*

*Je retourne au déséquilibre international, comme je l'ai décrit dans ma conférence sur la pénurie du dollar, et je me demande ce qu'on peut faire pour rétablir l'ordre et le progrès.*

#### II

#### FINANCES INTERNES ET TAUX DE CHANGE

*Si les arguments développés dans mes conférences antérieures sont corrects, il en résulte que la première exigence d'une reconstruction financière internationale saine consiste dans la nécessité pour les pays déficitaires de mettre leurs finances internes en ordre.*

*Une fois que les finances internes ont été stabilisées, la prochaine mesure est de corriger le taux de change surévalué.*

#### III

#### CONVERTIBILITÉ

*Supposons que les mesures que j'ai mentionnées ci-dessus ont été prises, c'est-à-dire, que les finances internes ont été stabilisées et que la surévaluation externe a été éliminée. A ce point, certai-*

nes hautes autorités demanderaient le retour immédiat à la convertibilité internationale des monnaies en question.

Le problème que cette convertibilité doit se faire à des taux de change fixes ou libres, est une question discutée et de très grande importance. Cependant, pour nos conférences, on peut tenir compte des deux possibilités.

Je considère l'absence de la convertibilité comme un symbole de cette division entre les nations, qui indique un défaut de notre civilisation.

Néanmoins, le problème du retour à la convertibilité n'est pas simple, et nous risquons de compromettre l'idée elle-même, si nous recommandons son adoption immédiate sans égard aux difficultés immédiates.

Si l'on demande à des pays qui encore récemment étaient en difficulté avec leur balance de paiement, de s'engager dans la convertibilité, avant que un plus grand progrès a été fait, on rencontrera des difficultés et une tendance à la régression. La conservation de la convertibilité au taux de change actuel, peut être en soi-même une alternative à l'élimination des restrictions. Cette difficulté ne serait pas si sérieuse si d'abord la convertibilité était restaurée avec un taux de change libre ou libre entre certaines limites.

Deuxièmement, il faut reconnaître que, si un centre seulement retourne à la convertibilité, tandis que le reste du monde continue dans l'inconvertibilité, il se produira des difficultés spéciales.

Un pays dans une situation forte avec des réserves de devises importantes et avec une balance de paiement favorable, peut maintenir la convertibilité pour une longue période sans grand risque. D'autres pays, encore sur la base de l'inconvertibilité peuvent tenter de faire une discrimination contre ce pays, afin de fortifier leur propre position.

Un centre qui n'est pas particulièrement fort, doit être à même d'obtenir des dollars et de l'or de certains pays s'il veut continuer à payer en or ou en dollars.

Si pendant le retour à la convertibilité, le taux de change était libre, il n'est pas nécessaire qu'il en résulte un épuisement des réserves qui peut se produire dans le cas de la convertibilité à un taux fixe. Mais n'oublions pas que si le recours à des réserves était moindre, la pression sur le taux de change serait

*plus grande. Il faut une main très ferme pour contrôler le crédit à l'intérieur, afin de résister aux influences déséquilibrantes qui puissent en résulter.*

*Ceci me mène à un troisième point, peut-être plus important: la convertibilité présuppose des réserves. Ceci est clair quand on pense de restaurer la convertibilité à un taux fixe, mais même un retour à la convertibilité à des taux libres présuppose des réserves massives pour pouvoir résister à des mouvements saisonniers déséquilibrants. Actuellement, dans les pays où le désir de la convertibilité est le plus grand, les réserves sont sérieusement inadéquates.*

#### IV

#### LE PRIX DE L'OR

*Un moyen sûr pour attirer les réserves est de les acheter. L'or, comme les autres métaux, peut être acheté dans le marché international, et un pays qui voudrait appliquer ses devises dans l'achat de l'or au lieu d'autres produits, pourrait le faire.*

*Ceci, je pense, constitue une leçon pour ceux qui pensent qu'aussitôt qu'il y a une tendance favorable dans la balance de paiement des pays encore récemment en déséquilibre, qu'il y a une justification immédiate pour l'expansion de la consommation et de l'investissement en produits et équipements autres que des réserves.*

*Il faut reconnaître que si tous les pays commençaient à acheter de l'or, il n'y a pas de doute que le prix de l'or augmenterait, c'est-à-dire, que le niveau général des prix baisserait.*

*Avec la distribution actuelle des réserves, la restauration d'un système international unitaire est sujette à de grands dangers; d'autre part, les tentatives incoordonnées d'augmenter les réserves peuvent constituer des dangers pareils.*

*Récemment, de telles considérations ont mené certaines autorités de recommander une augmentation du prix de l'or. Ils veulent prendre avantage de la clause du statut du Fonds Monétaire International qui permet l'action simultanée à ce respect.*

*Les chances pratiques de l'adoption du système collectif ne sont pas très grandes à l'instant.*

*Je vois trois avantages possibles résultant de l'adoption d'une telle politique.*

*D'abord, il en résulterait une augmentation immédiate de la valeur nominale des réserves.*

*Deuxièmement, l'augmentation du prix de l'or permettrait une aide substantielle à certains pays où la pénurie du dollar a eu une grande influence sur la politique.*

*Troisièmement, l'augmentation du prix mènerait à la longue à une augmentation de l'offre de l'or.*

*Pour ces raisons, je considère que la proposition de l'augmentation du prix de l'or doit être prise fort sérieuse. Cependant, je ne pense pas qu'il est sage s'appuyer trop sur l'adoption possible de cette politique. L'attitude de l'opinion publique aux États-Unis est un obstacle formidable à ce sujet.*

## V

### SYSTÈME DE CLEARING

*Récemment, dans la discussion de la convertibilité, il y avait des tendances de considérer le système du clearing comme la solution de ces difficultés.*

*L'Union Européenne des Paiements a impressionné beaucoup d'observateurs qui y voient le commencement d'un système mondial. Le point principal de l'Union de Paiements n'est pas le clearing mais le crédit. Et la chose essentielle est de ne pas oublier que le crédit doit être accordé par quelqu'un, c'est-à-dire, que si les débiteurs sont permis d'échelonner leurs paiements, certains créiteurs doivent être préparés à leur accorder des facilités de paiement.*

*Il est clair que le problème international ne peut pas être résolu par le clearing partiel. L'histoire de l'Union Européenne de Paiements est la vindication du principe qu'un clearing partiel n'est pas une solution du problème général.*

*Dans les années récentes, on a fait une suggestion plus compréhensible. Le "London Economist" a publié un plan pour une Union de Paiement Atlantique, qui serait un centre de clearing pour tout le monde, excepté les zones soviets. Ceci en principe était plus ou moins selon les idées originales de KEYNES.*



Cependant, je vois des obstacles considérables à l'adoption d'une telle union. Le plan original de KEYNES devait être abandonné à cause du fait que les États-Unis et le Canada n'étaient pas disposés à maintenir des stocks de "bancor" — la monnaie internationale, sur laquelle les crédits de l'Union devraient être basés.

Je donne une plus grande chance aux propositions qui tâchent d'améliorer les institutions que nous avons déjà. Le Fonds Monétaire International a été créé pour se charger de la fonction que nous considérons, la mobilisation de ressources pour compléter les réserves locales. Avant de créer encore une autre organisation internationale, voyons si nous ne pouvons pas améliorer les institutions existantes. Jusqu'ici, le Fonds Monétaire International n'a pas fait une grande contribution à la solution des problèmes importants que nous considérons dans cette conférence.

Comme instrument de contrôle, je considère l'organisation de l'administration du F. M. comme défectueuse. Aussi je pense qu'il est nécessaire que le Fonds Monétaire International puisse disposer de plus grandes ressources afin d'inspirer la confiance et de pouvoir exercer les libertés de manoeuvre.

Mais comme à l'instant, les membres n'emploient même pas les ressources disponibles, cette exigence devient seulement acceptable quand il y a un plan ou intention de plus grande activité.

## VI

### STABILITÉ GÉNÉRALE DU SYSTÈME

Supposons que les objectifs que j'ai mentionnés ont été atteints. Considérons alors les exigences formelles d'un système qui est supposé à travailler avec une efficience raisonnable. Ces exigences se réfèrent à la stabilité relative et absolue.

En ce qui concerne la stabilité relative, les centres qui se trouvent sous pression doivent réduire leur expansion, excepté dans la circonstance spéciale que la pression résulte d'une déflation générale ailleurs.

Si par hasard ou à cause des fautes antérieures, ils se trouvent dans une position de déséquilibre fondamental, au lieu d'adopter une politique de déflation, ils devraient modifier le taux

de change. D'autre part, les pays avec des balances de paiement favorables, doivent faire de l'expansion, excepté dans le cas où leur position favorable résulte d'une expansion non justifiée à l'extérieur.

Un pays qui voit sa balance de paiement en déficit, et qui ne fait aucun effort pour l'équilibrer, reste en défaut. Mais ceci s'applique aussi aux pays qui pratiquent l'inflation, au pays qui voit sa balance de paiement en excédent et qui ne permet pas une expansion.

En ce qui concerne les exigences de stabilité absolue, elles demandent de plus en plus notre attention.

Afin que le mécanisme financier puisse travailler, il est nécessaire aussi que le volume total des dépenses dans le monde est adéquat et ne fluctue pas trop. Considérant les habitudes et les institutions, il est clair qu'il n'y a pas de garantie à ce sujet. Une production augmentée de l'or protégerait certainement contre les pressions déflationnistes qui pourraient se développer si le taux de l'augmentation serait plus petit qu'exigé par l'expansion. La consultation informelle entre banques centrales peut contribuer à une solution, mais il faut reconnaître que jusqu'à présent, il n'y a pas de mécanisme de stabilisation mondiale de la demande agrégative.

Ceci constitue une déficience sérieuse qui a mené beaucoup d'économistes à abandonner l'internationalisme financier et à se diriger vers le nationalisme plus étroit.

L'économiste VINER a suggéré un fonds de stabilisation qu'on emploierait non comme renforcement de réserves dans le monde, mais comme force équilibrante dans le sens de prêter facilement si la demande agrégative diminue et de forcer l'amortissement des dettes quand la demande agrégative est en expansion.

Je pense que cette tâche devrait être accomplie par le Fonds Monétaire International, après certaines réformes. Si nous pouvions négliger les considérations politiques, ce qu'il nous faut, à ce sujet, serait une Banque Centrale Mondiale, chargée de la stabilisation mondiale de la demande agrégative et du clearing international. Et il ne me semble pas trop fantaisiste de supposer qu'on peut atteindre ce but par l'amélioration du mécanisme existant plutôt que par la création d'une nouvelle institution qui serait seulement banque mondiale et qui laisserait le clearing des paiements internationaux à d'autres organismes.

## VII

## CONCLUSIONS

*J'espère que mes suggestions et réflexions vous indiquent la possibilité d'un système international qui porterait grand avantage pour une longue période. Naturellement, il est très facile de voir comment cette institution pourrait être influencée par des accidents politiques ou par les politiques nationales.*

*Seulement une intégration politique plus large que j'ai osée supposer pourrait garantir la stabilité nécessaire. Mais ceci est le problème suprême de nos jours. La structure politique du monde doit être révisée et toutes nos solutions sont sujettes à une telle révision. Comment la faire, je ne sais pas. Je ne connais pas de solution facile. Mais je suis sûr que nous devons tâcher d'en trouver une. Nous ne savons pas quelle forme prendra la nouvelle intégration de la civilisation occidentale. Mais nous savons qu'elle doit venir, et nous ne devons pas faire quelque chose qui puisse rendre cette nouvelle intégration plus difficile.*