

## Conversão da Moeda e Inflação Reprimida

J. HERBERT FURTH (\*)

Na última década registaram-se dois fenômenos monetários corredallos : inflação reprimida e conversão anti-inflacionária de moeda.

A inflação, conjugada a tentativas de mascarar-lhe os efeitos, é tão velha como o papel moeda. Só recentemente, no entanto, fortificou-se o poder econômico do Estado, a ponto de poder, durante um período de super-expansão monetária, e pelo menos nos grandes setores da economia, manter preços, salários e taxas cambiais em níveis aproximados dos do período pre-inflacionista. <sup>(1)</sup>

No passado, as conversões de moeda eram frequentemente usadas para iniciar uma nova fase, depois que a inflação aberta tinha encerrado o seu curso. Uma nova unidade monetária substituía a antiga moeda desacreditada, às vezes ao mesmo tempo que eram eliminados os fatores responsáveis pela super-expansão monetária (por ex. a Alemanha, em 1923), outras vezes depois que se conseguia uma estabilização de fato (p. ex. a Áustria, em 1922). O processo consiste numa simples troca de nomes, em parte por motivos de ordem prática, visando a evitar o emprêgo de algarismos enormes, em parte como arma psicológica destinada a inspirar confiança no novo sistema monetário. A taxa de conversão era estabelecida, usualmente, de modo a que o poder aquisitivo médio da nova unidade fôsse equivalente ao da velha moeda, antes de iniciar-se

---

(\*) Economista da Junta de Diretores do FEDERAL RESERVE SYSTEM, Professor da UNIVERSIDADE CATÓLICA DA AMÉRICA. As opiniões contidas neste artigo são, todavia, de responsabilidade pessoal exclusiva do autor.

(1) A clássica descrição de inflação reprimida pode ser encontrada em dois artigos escritos pelo Professor W. ROEPKE, publicados em "Kyklos", vol 1, ns. 1 e 3 (1947).

a inflação. Todavia, se essa equivalência não fôsse muito aproximada, nenhum mal decorria : a introdução da nova moeda não alterava a situação dos preços, salários e taxa cambial existente no momento em que se encerrara o processo inflacionário. A inflação e seu término apresentam efeitos econômicos de largo alcance, ao passo que a mudança de nome da unidade monetária virtualmente pouco significa.

Esse tipo de conversão de moeda não desapareceu de todo. Ainda é adotado, bem freqüentemente, nos casos em que a hiper-inflação tem destruído por completo o uso de uma unidade monetária, quer por países dotados de sistemas econômicos individualistas (Grécia, em 1944), quer por países sujeitos a contróle totalitário (Hungria, em 1946; Rumânia, em 1947), sendo que, nesses últimos exemplos, introduziram-se algumas adaptações ao sistema. Na hiperinflação, é impossível evitar que os preços, salários e taxas cambiais se elevem, a despeito de todos os esforços envidados pelas autoridades, no sentido de estabelecer um contróle efetivo. A "clássica" inflação aberta segue-se, então, a "clássica" conversão de moeda.

O "moderno" tipo de conversão de moeda foi aplicado pela primeira vez na Bélgica (outubro de 1944), sob a direção do Ministro das Finanças CAMILLE GUTT; desde então passou a ser adotado na Europa Central e Ocidental (Holanda, 1945; Áustria, 1945 e 1947; Alemanha, 1948) e também na Europa Oriental (Iugoslávia, 1945; Checoslováquia, 1945 e Rússia, 1947). O que distingue essa "moderna" conversão de moeda é a tentativa, por parte das autoridades financeiras, de ajustar o suprimento de nova moeda, aproximadamente, ao nível legal dos preços, salários e taxas cambiais.

Enquanto as reservas, depósitos monetários e efeitos (claims) monetários não-recorrentes sofrem severa redução, os preços e salários, bem como outros tipos de pagamentos recorrentes, não são afetados. Essa solução só é aplicável quando os preços e salários não mudaram na mesma proporção da oferta de dinheiro; isto é, no caso de inflação reprimida.

Na inflação e na conversão de moeda, quer do tipo “moderno”, quer do tipo “clássico”, os portadores de dinheiro e efeitos monetários não-recorrentes (depósitos, créditos, títulos) são destituídos de uma grande parte de seu poder aquisitivo pre-inflacionista; essa consequência da super-expansão monetária só pode ser remediada por meio de ações separadas (“equalização do onus”), que podem ou não ser determinadas pelo Governo, em cada um dos casos. Os dois tipos diferem, todavia, em seus efeitos, sobre : (1) a posição relativa dos titulares de propriedade pessoal ou real e os beneficiários de pagamentos monetários recorrentes (empregados, assalariados e beneficiários de aluguéis e pensões); (2) a tendência para o equilíbrio monetário, após o fim da super-expansão monetária; e (3) o reajustamento da posição econômica internacional do país.

(1) No caso de inflação aberta, os preços costumam subir, mais depressa que os ordenados, os ordenados mais depressa que os salários, e os salários mais depressa que outros tipos de pagamentos recorrentes. No fim do processo, a relação preço-salário quase sempre está alterada a favor dos titulares de propriedades pessoais ou reais (homens de negócio, fazendeiros, acionistas), ao passo que os assalariados, na melhor das hipóteses, mantêm a mesma posição econômica de antes da inflação; e os que vivem de ordenado, assim como os que recebem outros pagamentos recorrentes, sofrem duramente. No sistema de inflação reprimida, permite-se que os ordenados e salários subam quase tanto quanto os preços legais; além disso, os “lucros extraordinários” (windfall profits) resultantes sobretudo de operações de mercado negro, dificilmente poderão converter-se em utilidades. Os que se beneficiam com êsses lucros, sobretudo os fazendeiros, provavelmente terão mais dinheiro e menos bens do que no caso de inflação aberta; portanto, tiram menos benefícios da “moderna” super-expansão de moeda do que da “clássica”.

Finalmente, a conversão “moderna” permite variações nos seus fatores, por motivos econômicos, sociais e políticos, tais como a fixação de taxas preferenciais para os pequenos

depósitos. Tais variações, via de regra, são feitas em benefício dos grupos de rendas baixas. Como resultado líquido, os que recebem salários, ordenados e outras rendas recorrentes obtêm melhor tratamento no sistema “moderno” e pior tratamento, no sistema “clássico”, o oposto acontecendo aos proprietários.

(2) A inflação aberta, assim como a reprimida, é causada pela criação de renda monetária adicional — na prática isso se dá como consequência de “deficits” em que o governo incorre, para custeio de despesas de guerra ou do período de transição de após-guerra — quando a mesma renda não é seguida de correspondente aumento na produção de bens de consumo e serviços (levando-se em conta as economias voluntárias adicionais). No caso de inflação aberta, êsse aumento nas rendas monetárias provoca a alta dos preços, e o aumento verificado no nível de preços resulta, com alguma decalagem e pequenas quebras, em novo aumento nas rendas monetárias. Quando se extingue a fonte de dinheiro adicional, o processo se estabiliza, sem levar necessariamente a novo reajustamento significativo nos preços e salários.

De fato, pode haver maior perigo no fim de uma inflação, que produz uma reação deflacionária, do que na continuação da pressão inflacionária. A inflação aberta constitui, geralmente, um período de febril atividade econômica. Todos aqueles que recebem renda monetária procuram trocar suas reservas monetárias por bens ou serviços, o mais depressa e completamente possível, a fim de fugir à ameaça de nova depreciação. A produção e o comércio atingem, portanto, o mais alto nível que os fatores de produção permitem. Após a estabilização, essa elevada propensão para gastar (a “velocidade de circulação”) tende a diminuir rapidamente, e a economia do país pode ver-se com bens e serviços que excedem à procura efetiva, aos níveis de preço e rendas em vigor. O resultado pode ser uma tendência para reduzir preços e salários — a “crise de estabilização” que atingiu a Europa Central após a série de super-inflações verificadas em 1924, e que se verifica nos Estados Unidos no momento atual. De ordi-

nário, porém, o reestabelecimento de um sistema monetário regular, que torne possível o planejamento racional a longo-prazo e, portanto, o investimento a longo-prazo, é suficiente para reconduzir a atividade econômica a um nível satisfatório, depois de curto período de ligeiro recuo. Nesse caso, a “clássica” conversão de moeda pode ser imposta a uma economia estabilizada, sem dificuldade alguma.

Já no caso de inflação reprimida, a renda monetária adicional não resulta no equilíbrio do aumento de preços e no conseqüente aumento de rendas, mas — deixando de parte as transações ilegais — assume a forma de aumento dos saldos inaplicados, quer em moeda, quer em títulos do govêrno. Quando se extingue a fonte de renda monetária adicional, continuam quase sem desfalecimento algum, a tendência para converter êsses saldos adicionais em bens e a pressão sobre preços e salários. Nessas condições, a função da conversão de moeda é “varrer” êsses saldos inaplicados (algumas vezes chamados “sobras monetárias”) (*monetary over hang*) e dêsse modo restaurar o equilíbrio entre a oferta de dinheiro e o nível vigente de preços e salários. A escolha do fator de conversão, de pequena ou nenhuma importância no sistema “clássico”, assume grande significação no sistema “moderno”. Se a conversão deixa saldos inaplicados maiores do que a importância que os consumidores desejam economizar voluntariamente, a pressão inflacionária é diminuída mas não removida. Se o fator de conversão é tão elevado que não deixa suficientes saldos, pode-se iniciar um movimento deflacionário.

É quase impossível prever com exatidão a soma necessária de saldos e, portanto, o fator de conversão correto. Na conversão belga de 1944, <sup>(2)</sup> e provavelmente em muitos outros casos mais recentes, pretendeu-se fazer uma aplicação crua da teoria quantitativa: a relação de pre-guerra, entre a oferta de moeda e o nível de produção, tinha que ser restaurada. Esta maneira de atacar o problema pode, na melhor das

(2) A reforma monetária belga foi discutida em dois artigos de V. A. de RIDDER, publicados na “REVIEW OF ECONOMIC STUDIES”, vol. 15, ns. 38 e 39 (1947-48).

hipóteses, conduzir a uma aproximação grosseira. Não há razões para pressupor que a propensão a consumir, investir e economizar (ou a “velocidade de circulação”) seja a mesma, no início e no fim da inflação. É possível que a experiência da inflação enfraqueça a vontade de economizar; mas é também possível que a perda de economias monetárias anteriormente acumuladas reforce a vontade de economizar de novo. Assim, o consumo, no fim da inflação, tanto pode representar uma parcela maior como menor da renda total. No primeiro caso, a restauração da relação existente antes da guerra, entre a oferta de dinheiro e a produção, causaria tendências inflacionárias, e no segundo, teria repercussões deflacionárias.

Na prática, parece que a pressão inflacionária tende a continuar depois de uma conversão de moeda do tipo “moderno”. O período que se segue a uma inflação reprimida costuma apresentar uma propensão para consumir anormalmente elevada (ou “velocidade de circulação”), sobretudo por duas razões.

*Primeira* — a inflação reprimida (em contraste com a inflação aberta), vem, via de regra, acompanhada de um nível de atividade econômica muito baixo, especialmente nos setores essenciais, onde o controle governamental se faz sentir com maior eficácia: não devido à ausência de procura, mas à ausência de incentivos econômicos que encorajem a troca de bens e serviços por dinheiro, a preços e salários legais, acima da importância necessária à compra de pequena quantidade de utilidades existentes aos preços legais baixos. Os empregados e empregadores preferem dedicar-se a atividades ilegais (“mercado negro”) mais lucrativas para o indivíduo mas menos produtivas do ponto de vista da comunidade. Ao terminar um período de inflação reprimida, existe, portanto, um grande atraso na procura de muitos bens e serviços essenciais. Esse atraso é importante, sobretudo, nos casos frequentes em que a inflação reprimida é consequência de guerra ou transição de após-guerra, época em que muitas utilidades seriam inexistentes, mesmo que vigorasse um sistema mone-

tário regular. A alta da procura resulta numa sofreguidão para comprar, tão logo se relaxam os contrôles repressivos.

*Segunda* — o choque psicológico decorrente da perda de economias monetárias tende a influenciar a propensão para economizar mais violentamente do que o incentivo para reconstituir as economias esgotadas, pelo menos durante o período que se segue imediatamente à conversão de moeda. Tal choque pode ser atenuado mediante um tratamento preferencial concedido às contas de economias, no curso da conversão de moeda; paradoxalmente, porém, parece que só as autoridades soviéticas compreenderam a importância desse choque, concedendo tratamento preferencial às contas de economias, tanto na Rússia como na Alemanha Oriental.

Nos casos em que o corte na circulação monetária é tão radical que não deixa margem para um excesso de procura efetiva sobre a oferta de bens e serviços, aos preços em vigor, o medo de consequências deflacionárias muitas vezes conduz à frouxidão na criação de moeda e de crédito, de tal maneira que, mesmo nesses casos, novas pressões inflacionárias podem manifestar-se, depois de um curto intervalo. A confiança no efeito anti-inflacionário da redução no volume de moeda pode impedir as autoridades de prestar suficiente atenção às alterações verificadas no curso da renda corrente (*current income*). Na realidade, a presença ou ausência de pressões inflacionárias é causada mais pela relação entre as *rendas* monetárias e a produção de bens e serviços do que pela proporção entre *stocks* de dinheiro e bens. Se se permite a elevação das *rendas* monetárias, a pequena importância dos *stocks* de dinheiro só evitará consequências inflacionárias se essa pequena importância induz os beneficiários de rendas monetárias a aumentarem seus saldos. Se esses beneficiários de rendas monetárias decidem gastá-las todas, virtualmente, no consumo — quer devido à procura exagerada, quer devido ao enfraquecimento da vontade de economizar — as consequências inflacionárias se farão sentir, a menos que a produção de bens de consumo possa ser acelerada tão rapidamente quanto o crescimento das rendas monetárias. O crescimento da produção será impos-

sível se persistem as inflexibilidades da oferta ou se há necessidade de investimentos em larga escala; essas duas condições existem, necessariamente, quando a conversão de moeda segue um período de guerra ou de transição post-guerra.

A continuação das tendências inflacionárias, após a conversão da moeda, pode levar a uma de duas conseqüências: ou os contrôles aplicados durante o período de inflação reprimida são mantidos, tornando, assim, impossível o necessário reajustamento do sistema econômico e diminuindo a confiança na nova moeda; ou os contrôles são removidos e a onda de reajustamento disso resultante — tendo, muitas vezes, de compensar os desvios acumulados durante muitos anos — reforça as tendências inflacionárias devidas a causas monetárias. É que, nos casos em que se processa uma redução, a pressão dos grupos interessados freqüentes vezes leva o Govêrno a combater a deflação, deixando, entretanto, que se processem os reajustamentos para mais; o movimento total adquire, assim, uma feição inflacionária.

Em conseqüência dêsses fatores, a oferta de dinheiro depois da conversão revelou, na maioria dos países, uma tendência para crescer fortemente, tendo, em muitos casos, crescido até alcançar os níveis de antes da conversão. Nesses casos, a maior vantagem da conversão é ter transformado uma inflação reprimida de magnitude considerável numa inflação aberta atenuada. Essa transformação é de grande valor, mas só pode provocar uma estabilização imediata se fôr completada com outras medidas que ajustem o montante e o uso das rendas monetárias.

Todavia, depois de um período de transição, o aumento da produção pode contrabalançar o crescimento da propensão para consumir, e a própria propensão pode ser reduzida com a volta da confiança na estabilidade do poder aquisitivo da nova moeda. A conversão “moderna” pode, assim, levar, afinal, ao equilíbrio interno, após um interlúdio de inflação atenuada.

(3) A inflação aberta, em geral, fomenta as exportações (“inflationary fire sales”) porque a emigração de capital tende a resultar numa queda mais rápida no valor inter-



nacional que no valor aquisitivo da moeda inflada, no mercado interno. Se a conversão "clássica" ocorre antes que essa disparidade tenha desaparecido, o excesso de exportação pode continuar até que a corrente de capital seja invertida, o nível de preços domésticos suba, ou a taxa de câmbio externo seja ajustada.

No sistema de inflação reprimida, a tendência no sentido de excesso de importação prevalece, pois a manutenção artificial das taxas cambiais pre-inflacionárias torna as exportações legais pouco atraentes e a produção doméstica é incapaz de suprir a procura interna. Apesar disso, uma vez que a inflação reprimida requer estrito controle governamental, de qualquer forma, um aumento na importação é quase sempre anulado mediante restrições comerciais e cambiais. Quando se processa uma conversão de moeda, "moderna", uma grande procura de importações pode persistir, enquanto a produção doméstica não suprir a procura interna. Ao mesmo tempo, contudo, as exportações podem ser estimuladas por uma taxa diferencial de preço e custo, porquanto o nível de preços e salários provavelmente subiu mais no estrangeiro que na economia doméstica, sujeita a controles vários. Como resultado, tanto as importações como as exportações podem subir consideravelmente. Logo depois, porém, a procura de importações pode decrescer em virtude do renascimento da produção doméstica, e as exportações podem ser prejudicadas pela alta de custo causada pelo interlúdio inflacionário a que já nos referimos. Ademais, se o período de inflação reprimida durou muito tempo, as alterações ocorridas no estrangeiro, nesse interim, quanto à procura, à tecnologia da produção e à estrutura de preços e salários, podem exigir ajustamentos substanciais, na composição e direção do comércio exterior. O país que sai de uma inflação reprimida poderá assim defrontar um problema difícil, ao procurar obter uma taxa cambial de equilíbrio para a sua nova moeda, e alcançar uma nova estabilidade em suas relações econômicas internacionais (3) (\*).

(3) Em artigo posterior tentarei aplicar essas considerações teóricas à situação monetária da Alemanha Ocidental, depois da guerra.

(\*) Tradução de CÉLIA NEVES.

## SUMMARY

## CURRENCY CONVERSION AND REPRESSED INFLATION

*The last decade has produced two related monetary phenomena: repressed inflation and anti-inflationary currency conversion.*

*Inflation together with attempts to hide its effects is at least as old as paper money. Only recently, however, has the economic power of the government become strong enough to keep, during a period of monetary overexpansion, prices, wages, and exchange rate in the neighborhood of pre-inflationary levels, at least in large sectors of the economy. For this reason repressed, as distinguished from open, inflation has appeared only since the emergence of comprehensive planning.*

*In the past, currency conversions frequently were used to make a new start after an open inflation had run its course. A new currency unit was substituted for the old discredited one, either at the same time at which the factors responsible for the monetary overexpansion were eliminated (e. g., Germany, 1923) or some time after actual stabilization had been achieved (e. g., Austria, 1922).*

*The "modern" type of currency conversion was applied for the first time in Belgium (October 1944) under the leadership of the Minister of Finance, Mr. Camille Gutt; it has since become prevalent in Western and Central Europe (Netherlands, 1945; Austria, 1945 and 1947; Germany, 1948), and has also been used (with some adaptations) in Eastern Europe (Yugoslavia, 1945; Czechoslovakia, 1945; Russia, 1947). The distinctive feature of this "modern" currency conversion is the attempt of the monetary authorities to adjust the supply of new money approximately to the prevailing legal level of prices, wages, and exchange rates.*

*Under "modern" as well as under "classical" inflation and currency conversion, the holders of money or non-recurring monetary claims (deposits, credits, bonds) are deprived of a large part of their pre-inflationary purchasing power; this*

consequence of monetary overexpansion can be remedied only by means of separate actions" ("equalization of burden"), which may or may not be taken by the government in either case. The two types differ, however, in their effects upon (1) the relative position of holders of personal or real property and of recipients of recurring money payments (salaried employees, wage earners, recipients of rents or pensions); (2) the tendency toward financial equilibrium after the end of monetary overexpansion; and (3) the readjustment of the country's international economic position.

(1) In the case of open inflation, prices usually rise faster than wages, wages faster than salaries, and salaries faster than other types of recurring payments. At the end of the process, the price-wage relations usually are changed in such a way as to favor the holders of personal or real property (businessmen, farmers, shareholders) while wage earners at best maintain their pre-inflationary economic position, and salaried employees as well as other recipients of recurring payments suffer badly. Under a system of repressed inflation, wages and salaries are likely to be permitted to rise about as much as legal prices; moreover, "windfall profits", resulting mainly from black-market operations, can only with difficulty be converted into commodities. The earners of these profits especially farmers, are likely to hold more money and fewer goods than in the case of open inflation, and are therefore liable to benefit less by the "modern" than by the "classical" type of monetary overexpansion.

Finally, "modern" conversion permits variations in the conversion factors for economics, social, and political reasons, such as the stipulation of preferential rates for small holdings. These variations usually favor low-income groups. As a net result, wage earners, salaried employees, and other recipients of recurring incomes tend to fare better, and property holders to fare worse, in the "modern" than in the "classical" case.

(2) Open as well as repressed inflation is caused by the creation of additional money income — in practice usually as the consequence of deficit spending by the government for defraying the costs of war or of postwar transition — which

is not accompanied by a corresponding increase in the output of consumers' goods and services (making allowance for additional voluntary savings). Under conditions of open inflation, this rise in money incomes pushes prices up, and the increase in the price level results, with some lags and leakages, in a further rise in money incomes. When the original source of additional money dries up, the process peters out without necessarily leading to a further significant readjustment in prices and wages.

After stabilization, the economy may be faced with a surplus of goods and services over effective demand at prevailing levels of prices and incomes. The result may be a tendency toward a downward readjustment of prices and wages — the "stabilization crisis", which hit Central Europe after the series of hyper-inflations in 1924 and which may be detected in the United States at the present time.

In the case of repressed inflation, however, the additional money income does not result in equilibrating increases in prices and a secondary increase in incomes, but — apart from illegal transactions — assumes the form of increased idle balances, either in cash or government securities. After the source of the additional money income has dried up, the tendency to convert these additional balances into goods and the resulting pressure upon prices and wages continue with hardly any diminution in force. Under these conditions it is the task of currency conversion to "mop up" the idle balances (sometimes called "monetary overhang") and in this way to restore equilibrium between the supply of money and the existing price and wage level. The choice of the conversion factor, of little if any significance in the "classical" case, becomes very important under the "modern" type. If the conversion leaves idle balances larger than those which consumers want to hold voluntarily, the inflationary pressure is lessened but not removed. If the conversion factor is so high that it does not leave sufficient balances, a deflationary movement may be initiated.

In practice it seems that inflationary pressures tend to continue after a "modern" currency conversion. The period

*following repressed inflation usually witnesses an abnormally high propensity to consume (or "velocity of circulation"), mainly for two reasons. Firstly, repressed inflation (in contrast to open inflatio) generally is accompanied by a very low level of economic activity, especially in those essential sectors of the economy that are most efficiently controlled by the authorities : not because of a lack of demand, but because of the lack of economic incentives to exchange goods or services for money at legal prices and wages, over and above the amount needed for purchasing the small quantity of commodities available at the low legal prices. Labor and management prefer to turn to illegal ("black-market") activities, which are more profitable for the individual but less productive from the point of view of the community. At the end of a period of repressed inflation there exists therefore a large backlog of demand for many essential goods and services. This backlog is particularly important in those frequent cases in which repressed inflation is the consequence of war or of postwar transition, when many commodities would be unavailable even under an orderly monetary system. The pent-up demand results in a rush of purchases as soon as repressive controls are relaxed.*

*Secondly, the psychological shock of the loss of money savings tends to influence the propensity to save more violently than the incentive to build up depleted savings, at least during the period immediately following the currency conversion. This shock could be softened by a preferential treatment of savings accounts in the course of the currency conversion; paradoxically, however, only the Soviet authorities seem to have understood the importance of the shock, and have granted preferential treatment to savings accounts, both in Russia an in Eastern Germany.*

*As the result of these factors, the post-conversion supply of money has shown a tendency to rise sharply in most countries, often virtually up to pre-conversion levels. In these cases the main advantage of the conversion seems to have been the translation of a repressed inflation of considerable magnitude into a milder open inflation.*

(3) Open inflation usually promotes exports ("inflationary fire sales") because capital flight tends to result in a more rapid fall in the international value than in the domestic purchasing power of the inflated currency. If "classical" currency conversion occurs before that disparity has disappeared, the export surplus may continue until the flow of capital is reversed, the domestic price level rises, or the foreign exchange rate is adjusted.

Under a system of repressed inflation, a tendency toward an import surplus prevails because the artificial maintenance of the pre-inflationary exchange rate makes legal exports unattractive and domestic production is unable to satisfy domestic demand. However, since repressed inflation requires strict government controls anyway, an increase in imports is usually frustrated by trade and exchange restrictions. When a "modern" currency conversion is carried out, the large demand for imports may persist as long as domestic production has not caught up with domestic demand. At the same time, however, exports may be stimulated by a price and cost differential due to the fact that the price and wage level has probably risen more sharply abroad than in the controlled domestic economy. As a result, both imports and exports may rise substantially. After a while, however, the demand for imports may be reduced by the revival of domestic production, and exports may be hampered by the increase in cost due to the inflationary interlude mentioned above. Moreover, if the period of repressed inflation has lasted for a considerable time, the changes that have meanwhile occurred abroad in the pattern of demand, the technology of production, and the structure of prices and wages, may necessitate substantial adjustments in the composition and direction of foreign trade. The country emerging from repressed inflation thus is likely to face a difficult problem in its attempts to find an equilibrium exchange rate for its new currency, and to reach a new balance in its international economic relations.

## RESUMÉ

## REFORME MONETAIRE ET INFLATION CONTROLEE

*Dans la dernière décade, sont apparus deux phénomènes monétaires liés entre eux : l'inflation contrôlée et la réforme monétaire anti-inflationniste.*

*De tout temps, l'inflation c'est accompagnée de mesures pour enrayer ses effets. Mais c'est récemment seulement que le pouvoir économique des gouvernements est devenu assez fort pour maintenir les prix, les salaires et le taux des changes aux niveaux existant avant l'inflation, tout au moins dans les principaux secteurs de l'économie.*

*Autrefois, les reformes monétaires constituaient un nouveau départ une fois terminée la période d'inflation (Allemagne 1923). Le nouveau type de réforme monétaire a été employé pour la première fois en Belgique (October 1944) et, par la suite en Europe occidentale et centrale (Hollande, 1946; Autriche 1945 et 1947; Allemagne 1948); On la retrouve aussi avec quelques adaptations en Europe orientale (Yougoslavie, 1945; Tchécoslovaquie, 1946; Russie, 1947). Elle consiste en une tentative pour ajuster l'offre de monnaie nouvelle au niveau légal atteint par les prix, les salaires et les taux des changes.*

*Dans l'inflation contrôlée comme dans l'inflation de type "classique" suivie d'une réforme monétaire, les possesseurs de monnaie ou es titulaires de créances fixes perdent une importante fraction du pouvoir d'achat qu'ils détenaient avant l'inflation. Mais les deux phénomènes se différencient : 1.° par l'inégal traitement des titulaires de revenus, 2.° par leurs effets sur les prix après la réforme, 3.° dans les modalités de la nouvelle adaptation au commerce international.*

*(1) Dans le cas d'inflation ouverte, les prix s'élèvent généralement plus vite que les salaires, les salaires plus vite que les traitements et les traitements plus vite que les autres types de paiements issus de contrats anciens. A la fin du processus, les possesseurs de valeurs réelles (industriels, fermiers,*

actionnaires) se trouvent favorisés par rapport aux ouvriers et les employés comme les titulaires de revenus fixes sont dans la plus mauvaise situation. Dans un système d'inflation contrôlée, les salaires et les traitements peuvent s'élever au niveau des prix légaux mais les "profits extraordinaires", nés le plus souvent du marché noir, ne peuvent être dépensés sans difficulté. Les bénéficiaires de ces revenus, spécialement les fermiers, conservent une plus grande quantité de monnaie liquide qu'en état d'inflation ouverte et, par conséquent, en retirent un moindre bénéfice.

La réforme monétaire de type "moderne" permet de différencier les situations et spécialement d'épargner les revenus les plus faibles : les salaires sont mieux traités que les propriétaires.

(2) Dans le cas d'inflation ouverte, les revenus supplémentaires sont immédiatement dépensés à mesure qu'ils apparaissent et, lorsque l'émission de monnaie nouvelle s'est arrêtée l'équilibre se rétablit de lui-même. Quelquefois même il se produit "une crise de stabilisation" comme celle que l'on constate actuellement aux Etats-Unis. Au contraire, dans le cas d'inflation contrôlée, les revenus supplémentaires ne sont pas intégralement dépensés et les liquidités des particuliers s'accroissent soit sous la forme monétaire soit en bons du Trésor. Quando la source des revenus monétaires supplémentaires se tarit, la tendance à convertir ces liquidités en marchandises persiste et la pression qui s'exerçait sur les prix et les salaires continue à s'exercer sans rien perdre de sa force. Dans ces conditions, il est nécessaire d'éponger les liquidités excédentaires et de rétablir l'équilibre entre l'offre de monnaie et le niveau atteint par les prix et les salaires. Le choix du taux de conversion, sans grande importance dans le cas "classique", en prend beaucoup avec la réforme monétaire de type "moderne". Si celle-ci laisse subsister des liquidités trop importantes par rapport aux besoins de monnaie des consommateurs la pression inflationniste sera freinée mais non supprimée. Lorsqu'au contraire, le taux de conversion est si élevé qu'il ne laisse pas de liquidités suffisantes, un mouvement, de déflation peut s'amorcer.



*En fait, il semble que les pressions inflationnistes persistent après une réforme monétaire de type "moderne". D'une part, il existe d'importants besoins non satisfaits et, d'autre part, le choc psychologique créé par la perte des économies décourage les gens d'en constituer de nouvelles. Lorsqu'il en est ainsi, le principal avantage de la réforme consiste à transformer une inflation contrôlée de grande amplitude en une inflation ouverte moins importante.*

(3) *Ordinairement, l'inflation ouverte encourage les exportations parce que les fuites de capitaux font tomber la valeur internationale de la monnaie au dessous de son pouvoir d'achat intérieur. Avec l'inflation contrôlée, on constate un excédent des importations que s'explique par le maintien des taux de change antérieurs qui handicape les exportateurs et aussi par l'impossibilité dans laquelle se trouve la production nationale de satisfaire la demande. Après la réforme de type "moderne", les importants besoins d'importation peuvent persister tant que la production nationale n'a pas rejoint la demande. Dans le même temps cependant, les exportations peuvent être stimulées lorsque les prix et les salaires se sont élevés plus rapidement à l'étranger que dans l'économie nationale. Alors, les exportations comme les importations peuvent s'élever substantiellement. Mais après un certain temps, les besoins d'importations sont diminués par la reconstitution de la production nationale et les exportations peuvent être entravées par la hausse des coûts due à la continuation de l'inflation. De plus, si la période d'inflation contrôlée a duré longtemps les changements survenus à l'étranger dans la demande, la technique de production et la structure des prix et salaires, rendent nécessaires d'importants ajustements dans la composition et les directions du commerce international. Le pays qui sort d'une inflation contrôlée se trouve ainsi devant un problème difficile pour trouver des taux de change qui correspondent aux nouvelles orientations et pour atteindre un nouvel équilibre dans ses relations économiques internationales.*