

O Contrôlo da Inflação

(Segunda conferência)

I

INTRODUÇÃO

Qualquer que seja a nossa diferença em diagnóstico, suponho que em maioria, concordaríamos que algumas, pelo menos, das dificuldades na situação de após-guerra têm sido devidas à presença da inflação. Deveríamos concordar, também, que a continuação de uma inflação desta ordem é incompatível com a continuação de uma sociedade ordenada. Alguns pequenos movimentos ascendentes dos preços, no decorrer do tempo, podem ser suportáveis; é defensável o ponto de vista de que, livrando-se parcialmente do espectro de dívidas passadas e mantendo, talvez, um volume um tanto mais elevado de comércio, do que de outro modo seria possível, chegariam, até mesmo, a ser um instrumento de progresso. Entretanto, uma tendência capaz de reduzir à metade o valor das economias, dentro de uma década, não é desta ordem: mais cedo ou mais tarde isto pode conduzir a uma conclusão desordenada. Há, pois, alguma justificativa, em dedicar-se um pouco de tempo ao exame dos meios para controlar a inflação.

No que se segue, desprezarei completamente as complicações que se originam da divisão da sociedade internacional. Desejo discutir o controle da inflação de modo geral, abstraindo-me inteiramente da necessidade do equilíbrio internacional, o qual discutirei em outra conferência. Procederei, todo o tempo, como se houvesse somente uma comunidade e um governo inteiramente responsável, não só pelas finanças públicas, como também pelo controle do crédito. Isto, naturalmente, introduzirá um grau substancial de irrealidade na discussão e abandonará alguns dos problemas que no mundo real, são mais relevantes nas discussões sobre política na-

cional — por exemplo, a extensão em que, é ou não, desejável que os movimentos financeiros domésticos conservem-se em harmonia com os movimentos financeiros no exterior. Isto nos habilitará, porém, a concentrarmo-nos de maneira mais completa, na natureza dos problemas últimos de contrôle.

Antes de fazer isto, todavia, é aconselhável, primeiramente, esclarecer a natureza e as causas daquilo que desejamos controlar. Não é minha intenção entregar-me a uma discussão muito sistemática destes assuntos. Entretanto, estamos nos movendo numa esfera em que a linguagem quotidiana é tão flexível, que é aconselhável ser-se explícito acêrca do uso adotado. Além do mais, uma breve recapitulação dos aspectos alternativos da causação pode lançar alguma luz sôbre as teorias alternativas de contrôle. A meu ver, a aplicação prática neste campo tem sido grandemente influenciada pelas vicissitudes da teoria: na verdade, talvez, a minha principal contribuição seja a de tentar mostrar a conexão entre as deficiências da política em nossos dias e a possível parcimônia de certas construções teóricas.

Minha conferência constará de cinco partes principais: na primeira, exporei o conceito de inflação, com o qual me proponho a trabalhar; na segunda, recapitularei brevemente a evolução do pensamento, com referência à natureza do processo; na terceira, exporei e discutirei a teoria do contrôle fiscal que tem dominado a política de tantos países desde a guerra; na quarta, examinarei as bases que têm, recentemente, conduzido a alguma reabilitação da política monetária; e, por último, indagarei se os pontos de vista atuais, nesse sentido, são adequados aos problemas com que se defrontam.

II

A DEFINIÇÃO DA INFLAÇÃO

Iniciemos, então, com a definição de inflação.

A êste respeito, não vejo como me furtar ao reconhecimento de que, na linguagem comum, empregamos esta palavra em dois sentidos, pelo menos. Nós a empregamos não só para descrever um processo, como também, um resultado. Falamos de uma inflação que tende a aumentar os preços e também de uma inflação de preços que já se verificou.

No que se refere ao último sentido, ou seja, o emprêgo do termo para descrever um resultado, de acôrdo com a minha concepção, as coisas são relativamente simples. Uma inflação de preços é uma alta de preços e isto é tudo que necessitamos ter em mente. Se se objetar que há mais nisto do que parece e o que está implícito não é meramente uma alta de preços, mas uma alta de preços que de certa maneira é devida a causas monetárias — a um aumento de gastos, ao invés de uma diminuição da produção — a objeção pode ser admitida. Porém, a menos que estejamos dispostos, nesta fase, a nos envolver numa discussão um tanto estéril, com relação à natureza das causas monetárias, faremos bem em evitar elaborações futuras. Para finalidades práticas, sabemos o que isto significa.

Quando, todavia, falamos de inflação, não como um resultado mas como um processo, o assunto torna-se um pouco mais complexo. Nesse caso, concepções em termos de movimentos absolutos são simplesmente insuficientes. Num mundo de contínuas mudanças, a inflação como um processo é essencialmente um movimento *relativo*. Assim, se concebemos o processo em termos de despesas, como parece razoável nesta fase, poderíamos interpretar mal o significado do linguajar comum, se empregássemos a palavra inflação, para designar qualquer aumento de despesas; um aumento de despesas numa situação de subemprêgo, que seja igualado por um aumento na utilização dos recursos produtivos, não seria certamente inflação, no sentido em que a palavra é usualmente empregada. Antes que nos justifiquemos em utilizar o termo neste sentido, devemos saber, não sòmente se as despesas em si aumentaram, mas também se aumentaram mais do que a produção.

Mesmo assim, poderíamos facilmente deparar com dificuldades em outros contextos. Um problema apresenta-se, qual seja o de decidir se, numa posição de razoável pleno emprêgo, a estabilidade será melhor preservada por uma política que permita queda de preços com redução de custos, permanecendo constante a renda média, ou por uma política que conserve os preços constantes e que permita à renda se elevar com a produção; não é manifestamente absurda a contenção de que os aumentos de renda monetária e despesas que estão envolvidos pela última política, podem, algumas vêzes, ter efeitos que não seriam impròpriamente des-

critos como inflacionários. Porém, na perspectiva que tenho em mente, êstes problemas são de ordem e importância secundárias. Para os objetivos desta conferência e, na verdade, para a maioria dos objetivos da discussão da política contemporânea, não estaremos muito errados se concebermos o processo inflacionário como um processo no qual o volume das despesas aumenta mais rapidamente do que o volume da produção, medida a preços constantes.

III

A ANÁLISE DA INFLAÇÃO

Basta de definições; vejamos agora, rapidamente, o mecanismo causal.

Como poderemos conceber os fatores que demonstram que as despesas ultrapassam o volume da produção? Note-se a terminologia. Não estou fazendo indagações em torno das causas últimas, das exigências da guerra, da pressão dos planos de desenvolvimento, da indisposição a tributar, dos controles de crédito inadequados, e assim por diante. Estou indagando, simplesmente, quais as mudanças que, dentro do próprio sistema de quantidades econômicas, podem conduzir a esta relação entre despesas e produção. Em parte, porque desejo evitar a impressão de ser exaustivo e, também, porque acredito que elas desempenham um certo papel na evolução da política, proponho-me a responder a esta pergunta por intermédio de reflexões em torno da história dos recentes pensamentos sobre êsses assuntos.

Quando iniciei os meus estudos de economia, logo após o fim da primeira guerra mundial, o centro de controvérsias era, como agora, o grupo de problemas originados de uma inflação da época da guerra. O chefe do Departamento Econômico da Escola de Economia era EDWIN CANNAN, o principal participante dos debates. Suas observações sobre essas questões eram bastante firmes e de grande simplicidade. A inflação, dizia êle, era devida ao aumento da emissão de notas; qualquer outra explicação seria superficial ou positivamente errada. Além do mais, êle não só negava qualquer participação histórica na expansão do crédito bancário e nos aumentos dos gastos daí resultantes, como também, afirmou, mais adiante, que tal coisa era analiticamente impossível. Era uma ilusão supor-se que os bancos poderiam criar crédito; êles meramente

reemprestavam o que lhes foi emprestado. O nível geral de preços era determinado pela procura e oferta de moeda; e embora mudanças na organização dos pagamentos pudessem causar variações na procura de moeda, a longo prazo, e mudanças na confiança pudessem causar importantes flutuações a curto prazo, no que concerne à explicação da inflação, entretanto, era principalmente o aumento na oferta de notas o responsável por todos os transtornos. Ele sentia-se tão seguro acêrca disto que, a fim de focalizar a atenção sobre sua propaganda, apresentou uma queixa perante o Tribunal de Lucros de Oxford contra o Ministro das Finanças por vender papel sem valor como boa moeda.

Há, talvez, um importante sentido pelo qual é possível defender-se um certo aspecto da atitude de CANNAN; voltarei a este assunto no fim desta conferência. Porém, como um relato do que realmente aconteceu, pelo menos, no Sistema Inglês, a história não era verdadeira. Poderia ter acontecido que, sem o aumento da emissão de moeda, o aumento de crédito não se teria dado; voltaremos a isto, mais tarde.

Não era verdade, entretanto, que os aumentos de crédito criados pelo sistema bancário nada tinham a ver com o aumento das despesas. Ainda menos verdadeiro era que tais aumentos fôsem analiticamente inconcebíveis. A negativa de que bancos pudessem criar crédito foi o grande êrro analítico dêste notável economista; e sua reputação, que merece ser mais elevada do que é, muito tem sofrido com isto (1).

Mencionei CANNAN como exemplo extremo de um ponto de vista extremo; tenho ainda outro objetivo em mente, que revelarei mais tarde.

Não desejo, entretanto, sugerir que fôsse essa a posição da maioria dos economistas naquela época, ou que a sua refutação

(1) Tenho muitas vêzes perguntado a mim mesmo porque tão brilhante intelecto como o de CANNAN pôde pecar por tal falta de intuição. As razões, acredito, são duas. A primeira é que ele estava tão preocupado com a importância prática da emissão de notas, que se impacientava com qualquer explicação que parecia confundir o assunto, e achou que toda essa discussão sobre o crédito era a responsável pela confusão. A segunda é que, no primeiro estágio de seus pensamentos sobre êsses assuntos, ele descobriu um êrro crasso: em uma das principais exposições do ponto de vista contrário: em seu *Meaning of Money*, HARTLEY WITHERS permitiu-se argumentar que o volume de crédito bancário existente deve ter sido criado, uma vez que nunca houve tal montante de moeda. Tão patente exagero das possibilidades da velocidade, foi precisamente o tipo de êrro que mais irritou CANNAN: e ele deixou-se enganar ao pensar que, expondo-a, havia refutado toda a defesa.

tenha sido recente. A verdade é que, provavelmente, só em nossos dias, pontos de vista mais ou menos firmados têm sido atingidos em relação à posição do crédito bancário e dos diversos fatores que determinam seu suprimento. Porém, muitos dos economistas ingleses do século XIX compreenderam o poder do sistema bancário. A "Letter to Lord Melbourne" de TORRENS faz uma exposição clara do processo. O "Evidence before the Gold and Silver Commission" de MARSHALL é também muito claro. Houve, é claro, figuras eminentes que adotaram o ponto de vista contrário; creio, porém, que eles representavam uma minoria. O papel desempenhado por CANNAN foi o de expor o ponto de vista da minoria de maneira tão intransigente que provocou uma discussão, a qual transformou, finalmente, a questão em ponto pacífico.

No fim da década dos vinte, um substancial grau de acôrdo foi atingido com referência às determinantes do nível de preços. Havia algumas divergências de apresentação; a diferença entre a "velocidade" e o *cash balance*, tratamentos dispensados às influências da procura, são exemplos típicos. Mas, *au fond* havia um acôrdo substancial. Do lado da oferta, variações na oferta total de moeda, isto é, moeda corrente mais crédito bancário; no lado da procura, variações na disposição a reter unidades dessa oferta total (a perspectiva do *cash balance*), ou a despendê-los (análise da velocidade) eram as determinantes finais do nível de preços. A análise de outras influências tinha que ser enquadrada nessa estrutura. Exposições, tais como se encontram nos livros de LAVINGTON "English Capital Market" e de ROBERTSON "Money", teriam sido amplamente aceitas como irrepreensíveis apresentações da teoria sobre este assunto. Investigações, tais como as encontradas no trabalho de BRESCIANI TURRONI, teriam sido consideradas como uma apologia de sua utilidade na prática. Aplicações especiais à explicação da inflação adaptavam-se perfeitamente a êsse modelo.

Então, veio a Grande Depressão dos trinta. Embora nada haja no fenômeno da deflação que não possa ser enquadrado na teoria quantitativa, é fácil de se verificar que em tais circunstâncias, essa aproximação pode parecer formal e irreal. A deflação foi, obviamente, o resultado de uma deficiência das despesas. A falta de gastos era o elemento preponderante da situação; e atribuí-la a um aumento na procura de moeda a ser retida ou a uma

diminuição na velocidade de circulação, parecia não auxiliar muito a compreender a situação, ou sugerir meios para sua melhoria. Num período de inflação, centralizar-se a atenção sobre o que está acontecendo na oferta e procura de estoques de moeda é natural e, segundo creio, útil. Entretanto, num período de deflação, ou de qualquer maneira, num período de deflação que persiste a despeito dos esforços dos bancos e governos para fornecer dinheiro fácil, é igualmente natural que o centro de atenções deva ser outro: as influências especiais, comprimindo o volume de gastos, parecem exigir um diferente ângulo de aproximação.

É por estas razões que no pensamento da década dos trinta, considerações acêrca do que está acontecendo à quantidade de moeda tendem a ser mais e mais relegadas e a ênfase, posta cada vez mais sobre flutuações nas despesas, explicadas, não em termos de flutuação da velocidade de circulação ou da procura de moeda a ser retida, porém, em termos de influências diretas sobre os investimentos e o consumo. No sistema keynesiano, que é o ponto culminante dessas tendências, a teoria quantitativa é tratada pelo método de digressão — “se se gosta desta espécie de coisa”, diz êle, “bem posso exprimi-la na minha linguagem; mas isto, na realidade, não tem muita importância” (2). A quantidade de moeda ainda tem um papel a representar. Medida em termos de unidades de salário, um artifício que encobre muito bem os rudes efeitos que variações na quantidade de moeda podem ter, serve, com a função da liquidez, para determinar a taxa de juros e, indiretamente, o volume de investimentos. Porém, a influência direta da moeda sobre preços e nível de atividade, se não negada, é posta de lado. Nas elaborações subsidiárias desta escola, na análise do multiplicador e do acelerador, na maioria das vezes a suposição implícita é a de que a oferta de moeda é sempre suficientemente elástica de modo a permitir que quaisquer implicações de outras suposições sejam realizadas sem interrupção.

Do início da guerra, em diante, estávamos, uma vez mais, nos defrontando com os problemas da inflação, porém havia pouca disposição a considerá-los em termos da influência da quantidade de moeda; havia um hábito persistente de abordá-los de conformidade com as teorias de despesa, que haviam sido desenvolvidas

(2) KEYNES, *The General Theory of Employment*, etc., págs. 304/6.

no período anterior. Segundo creio, isto tem importante significação na história da política.

IV

CONTRÔLE FISCAL

Estamos agora, por fim, em posição de abordar o nosso assunto principal: não a natureza da inflação, nem as maneiras de concebê-la, mas o seu contrôlo. Proponho-me novamente a utilizar um retrospecto, ao invés de uma análise muito sistemática e exaustiva.

Não pretendo devotar muito tempo à política que visa controlar a inflação por intermédio do contrôlo direto dos preços. Sei que há uma escola do pensamento que julga aconselhável incentivar a atividade através de despesas em grande escala, e assim procede, refreando os preços pela sua fixação direta. Espero, porém, que a essa altura, tenhamos tido bastante experiência para compreender sua incompatibilidade fundamental com a vida de uma sociedade livre. Em um estado de coisas em que as despesas tendem a ser maiores que a produção, porém, em que os preços são impedidos de se elevar e executam sua função normal, há necessidade de racionamento para o consumidor, contrôle de material, licenciamento das atividades de construção e talvez, até mesmo, direção autoritária do trabalho. Durante a guerra, quando tudo que tinha valor estava em perigo, não era meramente legítimo, mas, francamente desejável, lançar mão de tais medidas. Porém uma vez vencida a guerra, não haveria, certamente, nenhuma razão para transformá-las em sistema permanente, embora, sem dúvida, grandes cuidados devessem ser tomados em relação ao ritmo e ordem do abandono do contrôlo.

Se, uma vez mais, o mundo chegar a um vislumbre de razão e sanidade, creio que seria de surpreender se, homens que professassem em seu coração o bem da sociedade, pensassem antecipá-lo, lançando mão de medidas capazes de destruir tudo que lhe é essencial.

Restringindo-nos, portanto, às teorias de contrôlo, as quais não são deliberadamente adversas aos princípios da liberdade econômica, chegamos, em primeiro lugar, ao que posso chamar de teoria fiscal. De acôrdo com êste ponto de vista, os instrumentos

de finanças públicas devem ser utilizados como medidas preventivas contra os altos e baixos do resto da economia. Desta maneira, em período de depressão, as deficiências das despesas privadas devem ser contrabalançadas, ou diretamente, por aumentos nas despesas públicas, ou indiretamente, por medidas tributárias operando como incentivos às propensões a consumir ou a investir. Similarmente, em períodos de inflação, tendências a despesas excessivas devem ser refreadas, ou por absorção direta de poder aquisitivo através do mecanismo da tributação, ou por medidas tributárias operando no sentido de desincentivar o consumo e o investimento. Isto expõe o assunto de modo muito imperfeito. Os mais ambiciosos de tais esquemas são expressos em termos do que algumas vezes se chama o planejamento da renda nacional e despesa. Supõe-se, primeiro, que as tendências existentes das despesas de tôdas as espécies, são extrapoladas para o período financeiro apropriado. Então, em segundo lugar, faz-se uma estimativa do valor, a preços constantes do volume previsto da produção, incluindo importações. Uma comparação destas duas grandezas revela, então, a existência de um *gap* inflacionário ou deflacionário; e, de acôrdo com essa descoberta, medidas apropriadas serão tomadas, em pontos estratégicos, por assim dizer, a fim de induzir modificações, tais como, tornar a despesa prevista e o valor previsto da produção equivalentes, sem desenvolvimentos inflacionários ou deflacionários. Talvez valha a pena notar que, no que concerne ao contrôle da inflação, o *locus classicus* desta teoria é o panfleto de Lord KEYNES, "How to pay for the war", cujo objeto explícito era minimizar o recurso a contrôles totalitários que as exigências financeiras decorrentes da guerra tornam necessários.

Permitam-me dizer-lhes primeiramente que considero esta teoria da maior importância uma adição à nossa concepção das possibilidades da política, o que é uma conquista permanente. No que diz respeito ao tratamento da deflação, ou pelo menos daquelas formas de deflação dificilmente suscetíveis de tratamento pela política monetária, estou certo de que ela é fundamental; quão mais sossegadamente poderíamos dormir mesmo hoje em dia, se nos fôsse assegurado, em tais circunstâncias, que os governos do mundo estivessem preparados para agir de acôrdo com êsses princípios. E, mesmo em condições de inflação, como explicarei dentro

em pouco, creio que demasiada confiança em tais técnicas é acompanhada de real perigo, porém, estou quase certo de que elas têm um papel a desempenhar. O que vou dizer acêrca das deficiências desta teoria não deve ser considerado como descrédito ao seu grande valor positivo *aplicado em combinação apropriada com outras políticas desejáveis*.

Não obstante, julgado como um meio de restringir a inflação o próprio contrôlo fiscal é sujeito a limitações que, teoricamente, não são de maneira alguma negligíveis e que na experiência dos últimos oito anos têm sido de suma importância. Permitam-me explicar o que são.

Principiarei com o que podemos chamar de limitações estatísticas. Penso que já era tempo de alguém dizer em público que a bela precisão de que se revestem algumas vezes as visões desta espécie de planejamento financeiro não tem relação com a realidade. Pois, em primeiro lugar, as estatísticas do passado, sobre as quais supõe-se estarem baseadas essas extrapolações, não são muito acuradas. Se alguém disto duvidar, deixe-o examinar, nas estatísticas da Grã-Bretanha (que são as melhores da sua espécie), as contínuas revisões que as estimativas dos investimentos têm sofrido, em sucessivas edições do *National Income White Paper*. Digo isto sem nenhuma hostilidade para com essa espécie de estimativas. Interpretadas com a devida reserva, elas constituem uma contribuição das mais valiosas para os nossos conhecimentos do passado e avaliação das possibilidades futuras. Porém, mais dia, menos dia, estaremos em dificuldades com o público, se o deixarmos pensar que êsses quadros são mais exatos do que realmente são.

Em segundo lugar, mesmo que os dados de base sejam cem por cento exatos, a extrapolação para o futuro, nunca pode ser mais do que um tiro no escuro. Há alguns tipos de agregados sociais, como o número de nascimentos e mortes, por exemplo, em que previsões de movimentos num futuro muito próximo podem alcançar um grau considerável de exatidão. Porém, previsões de volume de consumo agregado e investimentos não entram nesta classe. Aqui, mais uma vez, nada digo, absolutamente, contra essa história de tentar adivinhar. Não tenho dúvida alguma de que o hábito inaugurado pelos economistas ingleses durante a guerra, de tentar investigar o futuro em termos das classificações da conta-

bilidade da despesa nacional, tenha produzido resultados muito valiosos; mesmo que não seja de grande precisão, o processo de pesquisa ajuda a preservar um senso de direção e possíveis ordens de grandeza. Creio, entretanto, que se deva reconhecer que as discussões que tenhamos de ler na imprensa todos os anos, próximo à data da publicação do orçamento, sobre se o *gap* inflacionário previsto é da ordem de — digamos — 150 ou 200 milhões de libras esterlinas, são grandemente irrealistas. Eles trabalham com grandezas que estão bem dentro das margens prováveis de erro. Referem-se a agregados que não estão sob controle direto e que estão sujeitos a mudanças não suscetíveis de previsão sobre qualquer base estatística.

Isto conduz-me, entretanto, à segunda classe de limitações — limitações da extensão do controle. Por mais completo que seja o, assim chamado, plano das despesas e por mais exatos os dados à base dos quais fôr preparado, é necessário reconhecer-se que a política fiscal, *em si* pode *sòmente* operar, diretamente, numa esfera limitada, e que existem grandes setores da economia, em que a intenção de controle pode facilmente ser frustrada por completo.

Tomemos, por exemplo, o setor de investimentos. Nas condições de deflação, em que o volume dos investimentos privados é deficiente, é claro que os realizados diretamente pelas autoridades públicas muito podem fazer no sentido de remediar a situação e fazer com que os investimentos como um todo atinjam um nível mais ou menos pré-determinado.

Entretanto, nas circunstâncias que estamos discutindo, ou seja, em condições de inflação, isto não é tão fácil. Naturalmente, é possível cortar o volume dos investimentos públicos — embora na prática, isto, algumas vezes, apresente grandes dificuldades. Não há, porém, no campo estritamente fiscal, um método muito óbvio de controle adequado dos investimentos privados; e se a oferta de moeda é elástica e as perspectivas de lucro são boas, a situação, neste caso, pode fugir completamente ao controle. Mesmo que existam controles diretos, na forma de licenciamento de itens de capital, regulamentação quantitativa do crédito e algum licenciamento de construções básicas — medidas que certamente transcendem à concepção normal do controle fiscal — as possibilidades são tão diversas e as formas que os investimentos podem tomar

são tão ardilosas, que há ainda possibilidade de desvios numa escala extensiva. Sem dúvida, existem alguns expedientes de caráter fiscal; não é difícil pensar-se em impostos sobre lucros, que funcionarão nesse sentido. Mas, é evidente que qualquer idéia de uma boa precisão de controle nesta esfera, através, unicamente, dos instrumentos fiscais, é baseada em ilusão.

Suponhamos, entretanto, que, de um modo ou de outro, todas estas dificuldades sejam superadas, e que, não somente na esfera dos investimentos, como também na do consumo, uma combinação engenhosa das variações da despesa pública e impostos, tenham uma razoável perspectiva de manter a situação sob controle. Mesmo assim, é fundamental reconhecer-se que o sucesso de toda política depende ainda da suposição de que as rendas, das quais saem as despesas, se não se mantiverem constantes, não aumentem de qualquer maneira, numa proporção que exceda o aumento da produtividade. Uma elevação nas taxas de salário além desse limite, por exemplo, pode lançar por terra toda a base sobre a qual repousa o planejamento financeiro. Entretanto, o controle fiscal em si não tem influência no nível das taxas de salário. E embora, de quando em vez, tenha sido sugerido que a fixação de salários por um organismo central, deva substituir o sistema normal de acordos coletivos, até aqui, a opinião pública, na maioria dos países, tem rejeitado esta solução. Esta opinião pública tem a minha simpatia; por mais que, algumas vezes, não gostemos do modo pelo qual os acordos coletivos se processam, devemos certamente reconhecer que eles são o produto de uma longa evolução histórica, não devendo ser postos de lado levianamente a fim de satisfazer a esquemas ideais, cujos objetivos talvez pudessem ser facilmente atingidos de outra maneira. Não obstante, se tomarmos esta atitude, devemos então compreender que, num regime de elasticidade financeira, em que os únicos instrumentos de estabilização sejam fiscais, a estabilidade de todo o sistema depende essencialmente do bom-senso e capacidade de contemporização dos líderes sindicais, cujas posições e salários dependem de resultados obtidos que os justifiquem aos membros dos respectivos sindicatos. Gostaria de adiantar que, sobretudo nas partes do mundo ocidental com as quais estou melhor identificado, os líderes sindicais, desde a guerra, têm demonstrado um grau de responsabilidade e capacidade de contemporização, que muito impressionam. Não obstante,

deve-se observar que ainda se tem verificado considerável inflação de rendas.

Há uma outra limitação ao controle puramente fiscal que, sob qualquer prisma realista, não deve ser abandonado. Refiro-me à sua inflexibilidade, quando comparada a outras medidas de controle. Quando ouço as mais otimistas exposições de tais políticas, creio, algumas vezes, que seus autores devem estar pensando em outros mundos que não este, onde o orçamento não é anual, porém, digamos, mensal, e onde todo o mecanismo da elevação da renda e da despesa é tão simples, ou tão sumamente responsivo, bastando que mudanças na tributação e despesas sejam concebidas, para que entrem em funcionamento imediatamente. Em tais mundos, admito, haveria muito a ser esperado do controle puramente fiscal. Se o plano original fôsse baseado em estatísticas defeituosas, poderia ser retificado assim que os erros comesçassem a surgir. Se os setores não controlados da economia mostrassem tendências inesperadas, outras medidas poderiam ser improvisadas para enfrentá-las, com a esperança de que a situação não fugisse ao controle, antes que as mesmas entrassem em funcionamento. Ainda assim, haveria possíveis dificuldades com o nível de salários. Entretanto, talvez pudéssemos esperar que, em condições tão diferentes das nossas, estas também poderiam ser postas de lado, de um modo, ou de outro.

Infelizmente, o mundo em que vivemos não é assim. É verdade que, com os distúrbios do período de após-guerra, tem havido algumas vezes mais do que um orçamento *per annum*. Entretanto ninguém pode seriamente pretender que, a espécie de mecanismo fiscal que temos de pôr em funcionamento permita resultados que remotamente se aproximem da rapidez e flexibilidade desses modelos. Um mundo em que a maquinaria fiscal somente trabalhe com eficiência administrativa tolerável, se não lhe fôr exigido que se adapte às mudanças, mais de uma vez por ano, é um mundo em que, se o único controle é fiscal, tudo pode correr mal nesse intervalo de tempo. O clima econômico está propenso a mudar dia a dia. Não devemos esperar do navio do estado uma direção muito firme, se o leme só pode ser ajustado na primavera e, talvez, em caso de crise, no outono.

Finalmente, sob qualquer ponto de vista que pretenda ser real, devemos reconhecer as limitações políticas deste método. O

orçamento, através do qual o controle fiscal deve funcionar, é o *focus* do aspecto político, na política econômica. Em um mundo no qual tudo sempre haja corrido bem com as procuras agregadas, exigir à política orçamentária que se adapte invariavelmente às prescrições dos melhores livros texto, seria exigir muito — supondo sempre que os mesmos não se contradigam mutuamente e que a aplicabilidade das prescrições a situações particulares, não seja suscetível de dúvidas. Valeria à pena, então, preocuparmo-nos com algo como perfeição teórica, quando, a estas dificuldades estão acrescidos os deveres de manter a estabilidade da procura agregada? Não necessitamos supor que todos os políticos sejam ignóbeis — é, na verdade, muito mais prudente supor que um número substancial deles tenta cumprir o seu dever — para duvidar, com razões consideráveis, que controles tão diretamente sujeitos a influências políticas tenham sempre probabilidades de mostrar a consistência e a força necessárias para serem eficientes, funcionando isoladamente.

V

POLÍTICA MONETÁRIA

As limitações que acabo de examinar não são imaginárias. Os anos de após-guerra têm proporcionado uma gigantesca experiência em matéria de controle fiscal aplicado, se não isoladamente, pois têm funcionado também muitos controles diretos do tempo da guerra, pelo menos, sem lançar mão dos mais antiquados instrumentos da política monetária. Num período em que a escassez de capital tem sido de tal ordem, que envolve taxas de rendimentos sobre investimentos desconhecidos desde a primeira guerra mundial, temos visto importantes governos tentando controlar a inflação através de taxas de juros não muito mais elevadas do que as que se mantiveram baixas na década dos noventa, e com todo o mecanismo de oferta de moeda, totalmente passivo às chamadas necessidades do comércio e finanças públicas. E os resultados não têm sido satisfatórios. A inflação não foi mantida dentro dos limites desejáveis. O valor da moeda tem caído grandemente. Todas as limitações acima referidas, que poderiam facilmente ser deduzidas das considerações mais elementares sobre probabilidades, têm-se mostrado na prática. Aprendemos na es-

cola da amarga experiência aquilo que deveria ter sido possível prever em meia fôlha de papel.

Nestas circunstâncias, não é de surpreender que pesquisas sejam dirigidas no sentido de descobrir outros meios de contrôlle que não estejam sujeitos às mesmas limitações, isto é, cuja aplicação não dependa da exatidão das estatísticas globais; que a sua influência seja capaz de cobrir todo o campo das despesas, ao invés de partes especiais das mesmas; que o seu funcionamento seja suficientemente flexível para levar em conta as mudanças na situação, à medida que se verificam, e que não sofra influências diretas da política. E uma vez colocada a questão nestes termos, não é de surpreender que o nosso pensamento retorne, uma vez mais, às possibilidades da política monetária — política esta, focalizada sôbre a oferta e a procura de moeda, no sentido de um agregado de moeda manual e crédito. À *prima facie*, pelo menos, a política monetária parece capaz de preencher, pelo menos, estas condições. Enquanto pode ser materialmente auxiliadas pelas estatísticas globais, não depende delas. Uma vez que opera sôbre o agregado de meios de pagamento, é capaz de influenciar o volume das despesas em todos os setores. Pode ser alterada de semana para semana, ou de dia para dia, se necessário. E se os políticos permitirem, pode ser incorporada a instituições, que, embora sem dúvida, em última análise, sob influência da política, são capazes de funcionar de u'a maneira rotineira, sem que cada mudança seja objeto de decisão em assembléias públicas. Nos últimos dois anos considerações desta espécie têm conduzido a uma ampla ressureição de tais políticas.

Não obstante, a essência da sua natureza é ainda muito mal interpretada: e isto, talvez, leve a algumas observações adicionais, de certa importância, sôbre o assunto. A ressureição de políticas positivas dêste tipo tem sido acompanhada de uma elevação substancial das taxas de juros a curto prazo, nos vários centros monetários envolvidos; a opinião pública tende a ocupar-se com a seguinte questão: até onde mudanças desta natureza serão capazes de influenciar o volume dos gastos? Somos submetidos a longas indagações sôbre a suposta insensibilidade a modificações nas condições dos empréstimos a curto prazo dêste ou daquele setor da economia; reuniu-se um grande número de informações, diversas entre si, relativas ao que se afirma acontecer em alguns casos;

e, enfim, somos convidados a aceitar a conclusão de que é mais ou menos impossível, que mudanças desta espécie tenham o mais leve efeito sobre qualquer coisa — salvo como um embaraço desnecessário a certas empresas públicas, que têm de funcionar de qualquer maneira.

Nada desejo dizer pela derrogação das funções das mudanças nas taxas a curto prazo. Numa comunidade que mantenha relações com outros países, elas têm uma função a executar, cuja importância é dificilmente superestimada; acredito que os recentes acontecimentos em relação a isto teriam sido suficientes para convencer os mais céticos. Nem desejo negar a importância fundamental, do ponto de vista da economia interna, de uma estrutura de taxas de juros que possa refletir, de maneira adequada, a real escassez do capital livre, em suas várias manifestações. Será necessário muito mais do que esses horríveis relatos para convencer-me de que, enquanto o movimento dos preços de todas as outras coisas que são compradas e vendidas afetam as condições da procura e oferta, mudanças nos mercados de empréstimo não têm nenhuma influência de maior importância. Aventuro-me a sugerir aos céticos que suas dificuldades originam-se de uma interpretação muito simplista do *modus operandi* de tais mercados.

Mas o ponto principal a que desejo chegar é o seguinte: quando estamos formando um juízo sobre a provável eficácia da política monetária para controlar tendências inflacionárias, todas estas considerações acerca do funcionamento das taxas, por assim dizer, *in vacuo*, não têm procedência. O que importa é o controle da base do crédito, isto é, operação direta, sobre a quantidade de moeda, no sentido em que nos convém defini-la. E' verdade que é possível conceber, como por exemplo, em certos modelos wickseilianos, condições em que a quantidade de moeda gasta é regulada inteiramente por movimentos de uma única taxa de juros — precisamente como poderíamos conceber um monopolista, regulando o volume de suas vendas, unicamente pelos movimentos dos preços. Tais modelos, entretanto, estão longe da realidade dos mercados de moeda com que temos de tratar: e se quisermos adquirir noções precisas do que uma política monetária apropriada envolve, estaremos mais próximos à realidade, se considerarmos as dimensões da base do crédito, em primeiro lugar, e movimentos da taxa de desconto e tudo o mais, como sendo ajustamentos con-

seqüentes. Sem dúvida, isto também seria uma super-simplificação; a política dos bancos centrais modernos funciona com uma variedade de técnicas. Entretanto, estaremos, provavelmente, muito menos errados, se partirmos dêste ponto, do que se partíssemos do movimento de alguma taxa especial de juros e, então, quebrarmos a cabeça tentando verificar como irá a mesma afetar tôda a economia. (3)

Se fizermos isso, certamente, quaisquer dúvidas sôbre a capacidade da política monetária para controlar a inflação deverão desaparecer. Pois, embora o contrôle da oferta de moeda não seja o contrôle de velocidade ou da procura por *cash balances*, tanto a análise como a experiência demonstram que é suficiente controlar o volume de gastos, se o contrôle fôr feito de maneira adequada — pelo menos aquêles de sentido *ascendente*. Os hábitos fundamentais de que depende a velocidade podem mudar muito, a longo prazo. Porém, a curto prazo, embora antecipações de política monetária fraca e continuação da inflação possam causar modificações nos hábitos, a experiência nos demonstra que é somente necessário exercer um contrôle firme da oferta de moeda, para fazer cessar movimentos desta natureza. Se êles não cessarem, então, é sempre possível reduzir a base do crédito, a fim de compensar as mudanças. Note-se que não estou sugerindo que haja uma simetria, nesse sentido, entre inflação e deflação. É possível conceber posições, no fundo de uma fase deflacionária, que não cedam a meras manipulações da dimensão da base do crédito; está fora de qualquer dúvida, que lembranças de situações que se supõem ser desta natureza têm sido responsáveis por muito do recente ceticismo em relação à política monetária em geral. Entretanto, não acho possível conceber, de modo realista, situações inflacionárias incapazes de serem controladas por esta espécie de política.

Esta interpretação parece haver nascido de experiência recente. Naturalmente, no mundo real, muitas coisas estão acontecendo a um só tempo; e, geralmente, não é impossível tomar-se qualquer episódio particular e explicá-lo de mais de um modo. Neste ponto, os oponentes da política monetária têm sido demasia-

(3) Consulte MARSHALL. *Evidence before the Gold and Silver Commission*. Resposta à questão 9 676. Reimprimido em *Official Papers by Alfred Marshall*, pág. 48.

damente ingênuos ao explicar os fatos recentes. Porém, torna-se difícil fugir ao pêso cumulativo da evidência. Certamente, não é por mera coincidência que, nestes últimos anos, sempre que se haja tentado controlar uma situação inflacionária através da política monetária, e que a política tenha sido resolutamente levada avante, o resultado desejado tem sido atingido. A teoria que nos permite compreender tudo isto é conhecida há muito tempo. É de se esperar que não a esqueçamos novamente.

Agora, uma palavra a mais, para evitarmos mal-entendidos. Ao argumentar contra as pretensões exageradas do controle fiscal, por si só, e insistindo sobre as virtudes da política monetária como instrumento de controle da inflação, não desejo ser interpretado como se argumentasse pela suspensão do controle fiscal, ou dissesse qualquer coisa no sentido de desprezar sua utilidade, se usada em combinação com outras políticas. Esta não é, de maneira alguma, a minha intenção. Considero as técnicas baseadas na análise keynesiana, como poderoso reforço aos instrumentos de controle já existentes. Durante a inflação, o controle fiscal pode ser muito útil para mitigar o rigor da política monetária, rigor este que seria necessário se a mesma estivesse funcionando isoladamente; as taxas de juros, que podem resultar de um controle monetário sem superávits orçamentários, podem ser enormes. E, durante a deflação, o instrumento fiscal pode vir a ter a maior importância. A meu ver, os dois tipos de política não se substituem, porém complementam-se; se o pêso dos meus argumentos tem sido dirigido no sentido de mostrar a fraqueza de uma e a força de outra é principalmente porque, a meu ver, em passado recente, a balança tem pendido demasiadamente para o outro lado.

VI

O STATUS DAS EMISSÕES

Este não é ainda o fim da história. A posição que, ao que parece, alcançamos como resultado de recentes experiências e especulação renovada, é uma posição na qual há acôrdo substancial em que, a fim de controlar a inflação, é necessário controlar a base do crédito. Encarando a situação como ela se me afigura, sou tentado a perguntar: será isso suficiente? Admitindo que, se controlarmos a base do crédito, controlaremos a inflação, é este

o único contrôle de que necessitamos, no que diz respeito à política monetária? Constituirá isso um objetivo suficiente sem que se estabeleçam outras condições? Permitam-me explicar-lhes a base das minhas perguntas.

Retornemos, por um momento, ao início do meu retrospecto teórico. Lembrar-se-ão que lhes expus a posição peculiar de EDWIN CANNAN, o qual pensava que a inflação de preços na época da guerra devia ser explicada unicamente em termos de uma emissão excessiva. Não pode haver mais dúvida de que, considerada como uma explicação das influências que realmente determinavam o movimento de preços, estava errada; a inflação do crédito era anterior à inflação da emissão de notas e de uma ordem de grandeza superior. Não tenho defesa para CANNAN naquele ponto. Porém, não há, igualmente, nenhuma dúvida — embora creio que tenhamos tendência a esquecê-lo — de que esta posição não poderia ser sustentada, se a inflação de crédito não houvesse sido precedida de uma inflação de emissão de notas. Se CANNAN houvesse limitado sua posição à afirmativa de que, na ausência de garantia de emissões adicionais, os bancos não teriam podido expandir o crédito sem risco de falência, êle teria sido inatacável. Nenhuma inflação pode continuar sem suprimentos de moeda. Nenhuma das inflações de nossa época poderia ter-se verificado, se tivesse havido um pelotão de soldados do lado de fora das casas de impressão, com ordens para atirar em qualquer um que tentasse levar mais notas, do que as necessárias à substituição normal.

Pergunto se, mesmo agora, não tendemos a negligenciar êste aspecto do contrôle da inflação. Peço não me interpretarem mal neste sentido. Estou bastante seguro de que confiar unicamente no contrôle das emissões, na tentativa de controlar a inflação, seria tolice. Aceito inteiramente o argumento de Lord KEYNES (4) que, desde que o volume da moeda bancária varie geralmente em primeiro lugar, um contrôle baseado sòmente na emissão de notas pode tender a funcionar demasiado tarde. Contudo, se a confiança sem limites pode ser um êrro, não constituiria a negligência completa outro? Não seria possível que a opinião autorizada em nossos dias tem pendido demasiado no sentido de tratar a emissão de notas como algo com que não valha a pena se preocupar?

(4) KEYNES. *A Treatise on Money*, 1930. II. 264.

A meu ver, presentemente, enquanto pouco a pouco se vai reconhecendo que a base do crédito, como um todo, deveria ser sujeita a limitação adequada, há uma disposição generalizada a supor que as condições relativas à emissão de notas podem permanecer quase completamente elásticas. Isto me parece errado. KEYNES estava certamente correto em salientar que necessitamos frear a inflação de crédito antes que a mesma produza uma conseqüente inflação de notas. Não encobrirá isto o fato de que, se os banqueiros não estiverem certos de que será feita emissão, eles tomarão mais cuidado com a criação de crédito? E seria, de qualquer modo, justificável supor que, por todo o mundo, o contróle do crédito através de outros instrumentos é tão perfeito que possamos dispensar este? O contróle da emissão de notas pode ser imperfeito, mas, pelo menos, é seguro.

Portanto, concluindo estas reflexões sôbre o contróle do principal mal econômico do nosso tempo, minha exortação aos ministros das Finanças e banqueiros centrais de nossos dias é a de tomar cuidado com as suas emissões de notas. Não tenho fórmulas pré-fabricadas para sugerir, nenhuma panacéia revolucionária para fornecer. Minha sugestão é simplesmente a de que, se estamos deveras tentando restringir a inflação, a emissão de notas não é algo que possamos deixar sem contróle.

SUMMARY

THE CONTROL OF INFLATION

I

INTRODUCTION

My lecture will fall into five main parts. In the first I shall explain the definition of inflation with which I propose to work; in the second I shall briefly review the evolution of thought regarding the nature of the process; in the third I shall set out and discuss the theory of fiscal control which has dominated policy in so many countries since the war; in the fourth I shall examine the grounds which have recently led to some rehabilitation of monetary policy; and in the last I shall ask whether present views in this respect are adequate to the problems with which they are confronted.

II

THE DEFINITION OF INFLATION

I see no escape from the recognition that in ordinary speech we employ this word in at least two senses. We employ it to describe a process and to describe a result. We speak of an inflation which tends to raise prices and we speak of an inflation of prices which has taken place.

An inflation of prices is a rise of prices and that is all that we need to bear in mind.

When, however, we are talking of inflation, not as a result but rather as a process, matters are a little more complicated. In a changing world, inflation as a process is essentially a relative movement. Thus if, we think of the process in terms of expenditure, we should misconceive the intentions of ordinary speech if we used the word inflation to designate just any increase in expenditure; for the purpose of this lecture and indeed for most purposes in the discussion of contemporary policy, we shall not go far wrong if we conceive of the inflationary process as a process in which the volume of expenditure is increasing faster than the volume of production measured at constant prices.

III

THE ANALYSIS OF INFLATION

How are we to conceive the factors which bring it about that expenditure out runs production? I propose to answer this question by way of reflection on the history of recent thought on these matters.

Shortly after the end of the first world war, the centre of controversial interest, then as recently, was the group of problems arising from a war-time inflation. The head of the Economics Department at the School of Economics was EDWIN CANNAN who was a leading participant in the debate. The inflation, he said, was due to the increase of the note issue; any other explanation was superficial or positively wrong. Moreover, not only did he deny any actual historical role to the expansion of bank credit and the increased spending resulting therefrom, but, further, he positively went out of his way to assert that such a thing was

analytically impossible. It was a fallacy to assume that banks could create credit; they merely re-lent what had been lent to them. The general level of prices was determined by the supply of and demand for cash; and although changes in the organization of payments might cause changes in the long run, demand for cash and changes in confidence might cause important fluctuations in the short run, yet, so far as explanation of the inflation was concerned, it was chiefly the increase in the supply of note which was responsible for all the trouble.

But it was not true that increases of credit created by the bank system had nothing to do with the increase of expenditure. Still less was it true that such increases were analytically inconceivable.

But I have no desire to suggest that this was the position of the majority of economists at that time or that its refutation is a matter of recent accomplishment. There were nineteenth century English economists who understood the power of the banking system in this respect.

By the end of the twenties a very substantial degree of agreement had been reached regarding the determinants of the price level. The difference between the "velocity", and the "cash balance", treatments of demand influences are typical examples. On the supply side variations in the total supply of money, i.e., cash plus bank credit; on the demand side variations in the willingness to hold units of this total supply (the cash balance approach) or to pass it on (velocity analysis): these were the ultimate determinants of the price level.

Then came the Great Depression of the thirties. The deflation was obviously the result of a deficiency of expenditure.

In the thinking of the thirties emphasis is more and more on fluctuations in expenditure as such, explained, not in terms of fluctuation of velocity of circulation or of the demand for money to hold, but rather in terms of direct influences on investment and consumption. The quantity of money still has a part to play. Measured in terms of wage units, a device which quite effectively cloaks the crude effects which variations in the quantity of money may have, it serves, with the liquidity function, to determine the rate of interest and hence, indirectly, the volume of investment. But direct influence of money on prices and activity, if not actually denied, is slurred.

From the outbreak of war onwards we were once more confronted with the problems of inflation and there was very little disposition to consider them in terms of the influence of the quantity of money; there was a persistent habit to approach them with the presumptions of the expenditure theories which had been developed in the previous period. This, I think, has an important bearing on the history of policy.

IV

FISCAL CONTROL

*Restricting ourselves, to theories of control which are not deliverately inimical to the principles of economic freedom, we come first to what I may call the fiscal theory. According to this view, the instruments of public finance are to be used as counter-agents to the ups and downs of the rest of the economy. Thus, at a time of depression the deficiencies of private expenditure are to be offset, either directly by increases in public expenditure or indirectly by tax measures operating as incentives on the propensities to consume or invest. Similarly, in times of inflation, tendencies to excess spending are to be curbed either by direct withdrawals of spending power through the tax mechanism or by tax measures operating as disincentives on consumption and investment. So far as the control of inflation is concerned, the locus classicus of this theory is Lord KEYNES' pamphlet, *How to pay for the War*, whose explicit object was to minimize recourse to the totalitarian controls which the financial exigencies of the war bid fair to make necessary.*

Nevertheless, judged as a means of restraining inflation, by itself fiscal control is subject to limitations.

1 — I will begin with what may be called statistical limitations. In the first place, the statistics of the past, on which extrapolations are supposed to be based, are themselves not very accurate. But interpreted with due reserve, they are a most valuable addition to our knowledge of the past and our sense of future possibilities.

Secondly, even if the base data were one hundred per cent accurate, the business of extrapolation into the future can never be much more than a shot in the dark.

2 — *Limitations of extent of control.* However complete may be the so-called plan of expenditure and however accurate the data on which it is prepared, it is necessary to recognize that fiscal policy as such can only operate directly in a limited sphere and that there are large sectors of the economy where the intention of control can easily be completely frustrated.

Take, for instance, the investment sector. There is no very obvious method in the strictly fiscal field for adequate control of private investment. Doubtless there are some expedientes of a fiscal kind; it is not difficult to think of profit taxes which will work in this direction. But it is surely plain that any idea of a nice precision of control in this sphere through fiscal instruments alone is based upon illusion.

3 — *There is another limitation to purely fiscal control which on any realistic view ought not to be left out of the picture.*

A world in which, on the whole, the fiscal machine will only work with tolerable administrative efficiency if it is not asked to accommodate itself to changes more than once a year is a world in which, if the only overall control is fiscal, all sorts of things can go wrong in the intervals.

4 — *Finally, in any view which is at all realistic we must recognize the political limitations of this method.* The budget, through which fiscal control must operate, is the focus of all that is most acutely political in economic policy.

V

MONETARY POLICY

All the limitations set forth above, which might easily be deduced from the most elementary considerations of the probabilities have shown themselves in practice.

In these circumstances, it is not surprising that enquiry should be directed to the discovery of other means of control not liable to the same limitations. It is not surprising that thought should revert once more to the possibilities of monetary policy, — which is focussed upon the supply of and the demand for money in the sense of the aggregate of cash and credit. For *prima facie* at least, monetary policy seems capable of meeting just these requirements. While it can be materially helped by global statis-

tics, it does not depend upon them. Since it operates on the aggregate of means of payment, it is capable of influencing the volume of expenditure in all sections. It can be altered from week to week or from day to day if necessary. And if the politicians permit, it can be devolved on institutions which, although doubtless in the last resort within the influence of politics, are capable of functioning in a routine manner without every change being a matter for decision in public assemblies. In the last two years considerations of this sort have led to a widespread revival of such policies.

The revival of positive policies of this kind has been accompanied by a substantial raising of short term rates of interest in the various monetary centres involved.

I do not wish to deny the fundamental importance, from the point of view of the internal economy, of a structure of interest rates which reflects in adequate ways the real scarcity of free capital in its various manifestations.

But the main point I want to make in this connection is this: that when we are forming a judgment as to the probable effectiveness of monetary policy in controlling inflationary tendencies, all this talk about rates functioning, so to speak, in vacuo is entirely beside the point. The important thing is the control of the credit base, direct operation on the quantity of money. It is much more realistic to think of the size of the credit base coming first and movements of rates of discount and the rest being consequential adjustments.

Although control of the supply of money is not control of velocity of the demand for cash balances, both analysis and experience go to show that it is quite sufficient, if properly exercised, to control the volume of expenditure — at any rate in an upward direction. Please note that I do not suggest that there is symmetry between inflation and deflation. It is possible to conceive of positions at the bottom of a deflationary phase which do not yield to mere manipulations of the size of the credit base; and it is doubtless recollections of positions believed to be of this nature, which have been responsible for much of the recent scepticism regarding monetary policy in general. But I do not find it possible to conceive in a realistic way of inflationary positions which are incapable of control by just this kind of policy.

It is surely no more coincidence that, in recent years, whenever the attempt has been made to control an inflationary position by monetary policy and that policy has been resolutely carried through, the desired result has been achieved.

In arguing against exaggerated claims for fiscal control by itself and in urging the claims of monetary policy as an instrument for the control of inflation, I do not wish to be understood as arguing for the discontinuance of fiscal control or as saying anything which would minimize its usefulness if used in conjunction with other policies. That is not my intention at all. I regard the techniques based upon the Keynesian analysis as a powerful reinforcement of earlier instruments of control. In times of inflation, fiscal control may be most valuable in mitigating the severity of monetary policy which would otherwise be necessary if that policy were operating in isolation; the rates of interest which may be consequence of monetary control without budgetary surpluses may be very formidable. And in times of deflation, the fiscal instrument may easily have major importance. In my conception, the two types of policy are not substitutes but complements.

VI

THE STATUS OF THE NOTE ISSUE

There is substantial agreement that in order to control inflation it is necessary to control the credit base. I am tempted to ask: is this enough?

No inflation can continue without supplies of cash.

I am quite clear that in attempting to control inflation to rely solely on control of the note issue would be very foolish and clumsy. I accept completely Lord KEYNES' contention that, since the volume of bank money generally changes first, a control based only on the note issue may tend to operate too late. But if sole reliance may be one error, may not complete neglect be another? So far as I can see, at the present time, while there is an emerging recognition that the credit base as a whole should be subject to proper limitation, there is a widespread disposition to assume that the conditions relating to note issue may be left almost completely elastic. Now this seems to me to be wrong. KEYNES was certainly right in pointing out that we need to check credit inflation before

it brings with it a consequential inflation of notes. Control of the note issue may be crude. But at least it is certain.

Therefore, in concluding these reflections on the control of the chief economic evil of our time, my exhortation to the Finance Ministers and Central Bankers of our day is to look to their note issues. I have no cut and dried formulae to suggest, no revolutionary panaceas to put forward. My suggestion is simply that if we are in earnest in attempting to restrain inflation the movement of the note issue is not a matter which we can afford to leave uncontrolled.

RÉSUMÉ

LE CONTRÔLE DE L'INFLATION

I

INTRODUCTION

Cette deuxième conférence peut être répartie en cinq éléments. D'abord, je vais tâcher d'expliquer la définition de l'inflation que je me propose; deuxièmement, je vais passer en revue l'évolution de la pensée économique concernant la nature de ce phénomène; dans une troisième partie, je vais analyser et discuter la théorie du contrôle fiscal, qui a dominé tellement la politique financière de tant de pays depuis la guerre; quatrièmement, je voudrais examiner les raisons qui, récemment, ont mené à une réapplication de la politique monétaire; et finalement, je me demanderai si les opinions actuelles à ce sujet, sont adéquates à résoudre les problèmes qui se posent.

II

DÉFINITION D'INFLATION

Je dois reconnaître que dans le langage ordinaire, nous employons ce mot dans deux sens au moins. Nous l'employons à décrire un processus et à décrire un résultat. Nous parlons d'une inflation qui tend à augmenter les prix et nous parlons d'une inflation de prix qui a eu lieu.

Une inflation de prix est une augmentation de prix et cela est tout ce que nous devons savoir.

D'autre côté, si nous parlons d'inflation non pas comme un résultat, mais plutôt comme un processus, les choses deviennent un peu plus compliquées. Dans un monde changeant, l'inflation comme un processus est essentiellement un mouvement relatif. Ainsi, si nous pensons à ce processus en termes de dépenses, nous comprendrions mal les intentions du langage ordinaire si nous employons le mot inflation à désigner simplement une augmentation de dépenses; pour le but de cette conférence et aussi pour la plupart des buts dans les discussions de politique contemporaine, nous ne ferons pas grande erreur si nous considérons le processus inflationniste comme un processus dans lequel le volume des dépenses s'accroît plus vite que le volume de la production mesurée en prix constants.

III

ANALYSE DE L'INFLATION

Comment est-ce que nous devons considérer les facteurs qui sont responsables pour le fait que les dépenses augmentent plus vite que la production ? Je me propose de répondre à cette question moyennant une réflexion sur l'histoire de la pensée récente en cette matière. Directement après la Première Guerre Mondiale, le centre de l'intérêt, comme maintenant, était un groupe de problèmes trouvant leur origine dans l'inflation de la période d'une guerre. Le directeur du Département Economique de la School of Economics était EDWIN CANNAN, qui était un des principaux participants aux débats. L'inflation — disait-il — était causée par l'augmentation d'émissions d'argent; toute autre explication était considérée comme superficielle ou comme positivement erronée. Même plus, il ne reconnaissait pas le rôle historique et réel de l'expansion du crédit bancaire et des dépenses augmentées qui en résultaient et il affirmait que le crédit bancaire ne jouait aucun rôle. Il était une erreur de supposer que les banques pouvaient créer du crédit; il considérait que les banques prêtaient seulement ce qu'elles avaient emprunté à d'autres. Le niveau général des prix était déterminé, selon lui, par l'offre et la demande d'argent et quoique des changements dans l'organisation ou le système de paiement pouvaient causer des changements à la longue dans la demande d'argent, et quoique des variations de la confiance dans la solidité d'une monnaie pouvaient

poser des fluctuations importantes dans la courte période, c'était son point de vue que l'inflation devait être expliquée surtout par l'augmentation de l'émission d'argent qui était responsable selon lui pour toutes les difficultés.

Mais ce n'était pas vrai que les augmentations du crédit créées par le système bancaires, n'avaient rien à faire avec l'augmentation des dépenses. Il est encore moins vrai que de telles augmentations étaient inconcevables du point de vue analysé.

Mais je ne veux pas suggérer que ceci était la position de la majorité des économistes à cette époque, ou que sa réputation est une chose qui s'est fait récemment. Il y avait des économistes anglais, au XIX^e s. qui ont compris la signification du système bancaire à ce respect. Vers 1930, il y avait un accord presque général concernant les déterminants du niveau des prix. La différence entre la "vélocité" et "l'encaisse" ainsi que les traitements de l'influence de la demande, sont des exemples typiques à ce sujet. Du côté de l'offre, les variations dans l'offre totale de la monnaie, c'est-à-dire, argent et crédit bancaire; du côté de la demande, les variations dans la volonté de garder de l'argent (la méthode de l'argent en caisse), ou de dépenser (analyse de la vélocité): ceci était considéré comme le déterminant du niveau des prix.

Venait alors la grande dépression des années 1930. La déflation était clairement le résultat de la déficience des dépenses.

Dans la pensée des économistes de cette époque, l'accent se déplace de plus en plus vers les fluctuations des dépenses qui sont expliquées non pas en termes de fluctuations de vélocité de circulation ou de la demande pour de l'argent à garder, mais plutôt en termes d'influences directes sur l'investissement et la consommation.

La quantité de la monnaie avait encore un rôle à jouer. Mesurées en termes d'unité de salaires, un truc qui a caché effectivement les effets des variations de la quantité de monnaie, la quantité d'argent ainsi que la fonction de liquidité déterminent le taux de l'intérêt et donc indirectement le volume des investissements. Mais l'influence directe de la monnaie sur les prix et l'emploi n'est que vaguement reconnue.

A partir de la Deuxième Guerre Mondiale, nous nous trouvons, une fois de plus, en face du problème de l'inflation et c'était pratiquement impossible de le considérer en termes de l'influence

de la quantité de la monnaie. Il y avait une habitude persistante de les considérer en relation avec la théorie des dépenses, que l'on avait développée dans la période antérieure. Et je pense que ceci a joué un rôle important dans l'histoire de la politique financière.

IV

LE CONTRÔLE FISCAL

En nous limitant aux théories du contrôle qui ne sont pas nécessairement en contradiction avec les principes de la liberté économique, nous arrivons d'abord à ce que je voudrais appeler la théorie fiscale. Selon cette théorie, les instruments de la finance publique doivent être employés de telle manière qu'ils contrebalancent les hauses et les baisses du reste de l'économie. Par exemple, dans une période de dépression, le volume trop faible des dépenses privées doit être complété soit directement par l'augmentation des dépenses publiques, soit indirectement par les mesures de politique d'impôts, qui stimulent les inclinaisons à consommer et à investir. Ainsi aussi en temps d'inflation, les tendances à des dépenses excessives doivent être contrôlées soit directement, par une réduction du pouvoir d'achat, par le mécanisme d'impôts ou par des mesures de politique fiscale qui freinent les tendances à la consommation et à l'investissement.

En ce qui concerne le contrôle de l'inflation, l'exemple classique de cette théorie peut être trouvé dans la publication de Lord KEYNES "Comment payer pour la guerre" qui avait pour but explicite de réduire au minimum l'emploi de contrôle totalitaire que les besoins financiers de la guerre pouvaient rendre nécessaire.

Cependant, comme une méthode de restrictions d'inflation, le contrôle fiscal en soi, est sujet à certaines limitations.

1 — Je voudrais commencer par ce qu'on pourrait appeler les limitations statistiques. D'abord, les statistiques du passé sur lesquelles nos extrapolations sont basées, ne sont pas très exactes. Mais en les interprétant avec une certaine réserve, ces statistiques sont une contribution importante à notre connaissance du passé et à notre sens des possibilités futures. Deuxièmement, même si les statistiques de base étaient cent pour cent exactes, la méthode d'extrapolation n'est jamais plus qu'une première approximation d'une évolution probable, ou possible.

2 — *Limitation des contrôles.* — Même si le plan des dépenses soit très parfait, et que les données statistiques sur lesquelles il est basé soient cent pour cent exactes, il est nécessaire de reconnaître que la politique fiscale en soi, ne peut qu'avoir son effet direct dans une sphère limitée et qu'il y a des larges secteurs de l'économie où l'intention du contrôle peut très facilement être contrariée. Prenons par exemple le secteur des investissements. Il n'existe pas une méthode très claire du point de vue fiscal, pour contrôler fermement les investissements privés. Certainement, il y a des expédients d'une nature fiscale; il n'est pas très difficile de mentionner des impôts sur le revenu, qui auront de l'influence dans cette direction. Mais il est un fait que toute idée de précision de contrôle à ce point par des instruments fiscaux, n'est qu'une illusion.

3 — Il y a une autre limitation au contrôle purement fiscal que l'on ne peut pas oublier si l'on est un peu réaliste.

Nous savons que la machine fiscale peut seulement travailler avec une certaine efficience administrative, si nous ne demandons pas de faire des changements plus qu'une fois par an; cependant, il est clair que dans le courant d'une année, toutes sortes de choses peuvent se présenter et que donc il devient tout à fait impossible pour la politique fiscale d'en tenir compte.

4 — Finalement, si nous sommes réalistes, nous devons reconnaître les limitations politiques de cette méthode. Le budget à travers lequel le contrôle fiscal doit opérer, est l'objet de toute sorte de discussions et pressions politiques.

V

POLITIQUE MONÉTAIRE

Toutes les limitations que nous avons indiquées ci-dessus et que l'on pourrait avoir déduit des considérations les plus élémentaires de probabilité, se sont présentées en pratique.

Dans ces circonstances il n'est pas surprenant que l'investigation devrait être dirigée vers d'autres moyens de contrôle, non sujets aux mêmes limitations. Il n'est pas surprenant que nous pensons immédiatement, une fois de plus, aux possibilités de la politique monétaire, qui se concentre sur l'offre et la demande de moyens de paiement, ceux-ci considérés comme la somme de argent et crédit.

A première vue, la politique monétaire semble capable de satisfaire nos exigences. En fait, une politique monétaire ne dépend pas de statistiques, quoiqu'elle peut être sensiblement aidée par les statistiques. Comme l'objet de la politique monétaire est le volume total des moyens de paiement, elle est capable d'influencer le volume des dépenses dans toutes les sections. On peut la changer de semaine en semaine, ou même de jour en jour, si nécessaire. Aussi, si les politiciens permettent, elle peut être basée sur des institutions capables de fonctionner comme une routine sans que tout changement est sujet à une décision du Parlement. Dans les deux dernières années de telles considérations ont mené à une renaissance de la politique monétaire.

La renaissance des politiques positives de ce genre a été accompagnée par une augmentation sensible du taux de l'intérêt à court terme dans les différents centres monétaires.

Je ne veux pas nier l'importance fondamentale du point de vue d'une économie interne, de la structure des taux d'intérêt qui reflètent la rareté réelle de capital libre dans ses diverses manifestations.

Le point principal que je veux démontrer à ce sujet, est celui-ci: quand nous formons un jugement sur l'efficacité probable de la politique monétaire comme moyen de contrôle des tendances inflationnistes, tout ce qu'on dit sur la fonction des taux d'intérêt in vacuo, est à côté de la question. Ce qui importe, c'est le contrôle de la base du crédit, une opération directe sur la quantité de la monnaie. Il est beaucoup plus réaliste présenter le volume de la base du crédit comme la chose la plus importante et de considérer les changements du taux d'escompte comme des ajustements en conséquence.

Quoique le contrôle de la quantité de monnaie n'est pas un contrôle de vélocité de circulation ou de la demande pour l'argent disponible, aussi bien l'analyse que l'expérience nous indiquent qu'une telle politique est bien suffisante pour contrôler le volume des dépenses, au moins dans le sens de contrôler l'augmentation. Notez que je ne veux pas dire qu'il y a une symétrie entre inflation et déflation. Il est bien possible d'imaginer des positions comme p. ex. le point le plus bas d'une phase déflationniste, qui ne permettent pas de manipuler le volume de la base du crédit; et c'est sans doute la possibilité d'une telle position qui est responsable pour pas mal de scepticisme récent concernant la politi-

que monétaire en général. Mais je ne pense pas qu'il est possible d'imaginer des positions dans la phase inflationniste où il n'est pas possible de contrôler l'expansion à travers la politique monétaire.

Il n'est certainement pas une coïncidence que dans les années récentes, chaque fois que l'on a taché de contrôler l'inflation à l'aide de la politique monétaire, et que l'on a continué cette politique, que le but désiré a été atteint.

D'autre part, je ne voudrais pas que mon attaque du contrôle fiscal en soi-même, ainsi que ma défense de la politique monétaire, comme moyen de contrôle de l'inflation, soient interprétés comme un argument visant la discontinuité du contrôle fiscal ou comme une implication qui diminuerait ses avantages, à condition d'être employée en conjonction avec d'autres politiques.

Je considère les techniques basées sur l'analyse keynesienne, comme un renforcement efficace d'autres instruments de contrôle. En temps d'inflation, le contrôle fiscal peut être très utile pour réduire la sévérité de la politique monétaire qui, autrement serait nécessaire si cette politique était l'unique en fonction; les taux de l'intérêt pouvant résulter du contrôle monétaire sans excédent budgétaire peuvent être formidables; et en temps de déflation l'instrument fiscal peut facilement avoir la plus grande importance. C'est mon idée que ces deux types de politiques ne sont pas des substituts mais des compléments.

VI

LE STATUS DE L'EMISSION D'ARGENT

Tout le monde est presque d'accord à admettre qu'il faut contrôler la base du crédit, afin de contrôler l'inflation. Mais je me demande: est-ce que cela suffit ?

Aucune inflation peut être continuée sans augmentation du volume d'argent.

Je comprends très bien que les tentatives de contrôler l'inflation uniquement par le contrôle de l'émission, seront tout à fait impossibles. J'accepte complètement l'idée de Lord KEYNES, qu'un contrôle basé seulement sur l'émission peut venir trop tard, puisque le volume de l'argent bancaire augmente généralement le premier.

Mais si c'est une erreur, d'appuyer la politique anti-inflationniste uniquement sur le contrôle des émissions, est-ce que ce n'est pas une erreur pareille de le négliger complètement. Pour autant que je vois à présent, il y a une reconnaissance que la base du crédit dans son entier doit être sujette à des limitations, mais il y a aussi une disposition à supposer que les conditions de l'émission peuvent être laissées pratiquement tout à fait élastiques. Cette dernière imposition me paraît erronée. KEYNES avait certainement raison en démontrant que nous devons contrôler l'inflation du crédit, avant qu'elle nous amène, comme conséquence, l'inflation d'argent.

Le contrôle de l'émission est une mesure assez rudimentaire, mais au moins elle est certaine.

Par conséquent, comme conclusion à mes considérations sur le contrôle du plus grand mal économique de nos jours, je voudrais exhorter les ministres des finances et les banques centrales de contrôler l'émission d'argent.

Je n'ai pas de formule magique à suggérer, ni de panacée révolutionnaire à offrir. Ma suggestion simplement est que si nous tâchons sérieusement de contrôler l'inflation, nous ne pouvons pas du tout négliger de contrôler les mouvements de l'émission de nouvel argent.