

O Mecanismo dos Pagamentos Internacionais

Taxas de Câmbio Fixas e Livres

(Terceira conferência)

I

INTRODUÇÃO

Na conferência anterior, evitei deliberadamente qualquer referência às relações externas. Discutindo o contrôlo da inflação, procedi como se houvesse somente uma autoridade central, um sistema bancário e um poder emissor e argumentei como, naquelas circunstâncias, o volume das despesas poderia ser controlado.

Neste trabalho, desejo trazer à luz precisamente aquelas relações e problemas que as primeiras discussões deixaram em aberto, isto é, desejo discutir relações financeiras entre diferentes áreas, com diferentes autoridades centrais, sistemas bancários e poderes emissores.

Quero rever, de modo amplo, métodos alternativos de manter o equilíbrio financeiro entre tais áreas e algumas das implicações que esses diferentes métodos envolvem no que diz respeito à política econômica geral.

Utilizarei para este fim um tratamento um tanto abstrato. Não pretendo discutir a posição atual das áreas financeiras existentes e os métodos que elas adotam ou poderiam adotar, para se conservar em igualdade com o resto do mundo. Tratarei de problemas desta natureza, numa outra conferência. Proponho-me a examinar, outrossim, uma série de modelos, para discutir sua *raison d'être*, suas implicações, comparando e contrastando sua efetividade para o propósito geral, que é o assunto da conferência — a manutenção do equilíbrio internacional. Começarei com u'a

moeda geral para o mundo. Procederei, então, à discussão de formas alternativas de padrões metálicos nacionais; direi umas poucas palavras sobre o sistema de taxas de câmbio ajustáveis, conforme consta nos estatutos do Fundo Monetário Internacional, e, finalmente, discutirei um sistema de medidas em que as taxas de câmbio sejam livres e variem de acôrdo com as pressões dos mercados de câmbio. Meu objetivo, nesta fase, é estabelecer grandes contrastes e princípios, ao invés de estabelecer prescrições para a política aplicada.

II

U'A MOEDA MUNDIAL

Comecemos com o modelo mais irreal. Suponhamos que o mundo não esteja dividido em áreas com diferentes autoridades financeiras, e que haja uma só moeda. Não necessitamos indagar de que consiste, precisamente, essa moeda; para os amplos fins pelos quais desejo examinar êste modelo, é indiferente que estejamos tratando com u'a moeda que seja inteiramente metálica, ou com um sistema completamente desenvolvido, que envolva tanto a moeda manual como o crédito. O essencial é que haja somente um centro de suprimento, uma casa da moeda, u'a máquina de impressão, e um banco central com eficiente contrôle sobre o volume total do crédito bancário.

O modelo, repito, é completamente irreal. É útil, porém, aos objetivos desta conferência, uma vez que nos mostra, com a máxima vivacidade, as condições essenciais de um estado de coisas em que muitos dos problemas que temos de examinar não existem e são incapazes de virem a existir. Isto porque, onde há u'a moeda e um centro para o contrôle do crédito, não existem, de maneira alguma, dificuldades no balanço de pagamentos. Elas são, na verdade, excluídas por definição.

O importante, nesta fase, é que se entenda que as dificuldades do balanço de pagamentos são essencialmente dificuldades de troca de moedas — dificuldades de transformar u'a moeda em outra. E se há somente u'a moeda, é óbvio que tais dificuldades não podem existir. Note-se que isto não significa que deva sempre haver equilíbrio, em todo o sentido da palavra, entre as diferentes partes do sistema. Isto só seria verdadeiro se houvesse tal grau de mobilidade de todos os agentes produtivos potencialmente mó-

veis, que quando ocorressem as trocas, houvesse ajustamentos instantâneos. Tais suposições não são feitas em relação a êste modelo. É possível, por exemplo, que as mais desastrosas modificações ocorram nas posições relativas das diferentes partes da área. É possível que a procura por produtos de uma área e, conseqüentemente, o volume relativo da renda monetária local sejam permanentemente reduzidos, de tal modo que, a menos que os habitantes locais possam obter subvenções permanentes de outra área, êles estarão permanentemente em pior situação, se tiverem consumido tôdas as suas economias. É possível que êles se recusem a reconhecer esta situação e a baixar seus preços e taxas de pagamento, o que ocasionará desemprego. Tudo isto é perfeitamente possível, a par de uma compressão política e social, que tal situação pode ocasionar. O que não é possível é que surja qualquer dificuldade em se fazer compras em outras partes do sistema, se há capacidade e disposição a pagar os preços prevalecentes. Onde há sômente u'a moeda, e desde que o sujeito econômico esteja de posse dos fundos, êle está apto a despendê-los em qualquer parte, sem quaisquer outras dificuldades.

Não há dúvida que a idéia contida em tal sistema é imensamente atrativa. Em um mundo tão transtornado, como está o nosso, com as dificuldades de troca de moeda — contrôle de câmbio e todos os horrores que o acompanham — a alternativa parece, virtualmente, o paraíso: poder-se viajar para qualquer parte, com a mesma moeda no bôlso; encomendar de qualquer parte as mercadorias que se desejar; fazer investimentos onde quer que pareça mais prudente; que mundo civilizado seria êsse! Que símbolo mais efetivo poderia ser concebido, que uma humanidade comum, com interêsses e padrões comuns, — um símbolo manifesto, não meramente nos clichês e insinceridade de ocasiões de gala, mas também nas estruturas mais secretas das coisas diárias da vida.

Além do mais, se fizermos o nosso modelo suficientemente complicado para incluir um centro cômico de contrôles financeiros, um contrôle do suprimento de moeda em geral, que possibilidades de estabilização geral podemos descortinar! Com um banco central para o mundo e um emissor central de notas, se não pudermos estar, por fim, em posição de realizar os sonhos de gerações de reformadores monetários, fazendo o suprimento de moeda depender, não dos acidentes das técnicas de mineração e

políticas, muitas vêzes divergentes, dos diversos bancos independentes, mas de concepções científicas das necessidades do comércio e do progresso. Sem dúvida, mesmo aqui, haveria perigos. Entretanto, estaríamos, pelo menos, em posição de nos aventurarmos ao grande experimento.

A perspectiva é atraente. Mas antes que nos decidamos a isto, no presente estado do mundo, é necessário examinar suas implicações políticas. Pois, assim que se considere isto como uma proposição prática, as mudanças políticas que envolveria vêm ao centro do quadro; e tentar persuadir as nações do mundo a buscar objetivos econômicos, ocultando a política de preços, é u'a moralidade dúbia e muito má tática.

Neste caso, a política de preços deve ser evidente. Como a instituição de um exército internacional envolve a renúncia a um estado soberano na esfera militar, assim, a instituição da moeda internacional envolveria a renúncia a um estado soberano, em certas esferas das finanças. Para ser bastante concreto, isto significaria a renúncia à força criadora da moeda. Já não estariam os estados nacionais aptos a ir aos próprios bancos nacionais ou às suas próprias máquinas de impressão e criar outros meios de pagamento que não aqueles que vêm às suas mãos através de impostos e empréstimos, levantados de economias voluntárias. Se eles se encontrassem em dificuldades, estariam na posição em que se encontram hoje as autoridades municipais, dentro de seus respectivos sistemas nacionais; teriam de ir à autoridade central, e acatar suas decisões, como finais.

Estou muito longe de querer sugerir-lhes que tal situação seria, necessariamente, má. O uso que os estados nacionais têm feito da força criadora da moeda no passado não é tal a inspirar quaisquer lamentos gerais por seu desaparecimento. Pode ser também que, quando a presente onda de nacionalismo agudo passar, e quando o elemento universal na alma humana uma vez mais se afirmar, poderão aparecer integrações supra-nacionais sobre as quais arranjos monetários desta natureza parecerão perfeitamente naturais. Porém, antes que isso venha a acontecer, deverá haver ainda outras mudanças. Deverá haver integrações militares. Não posso conceber um governo responsável renunciando à força de criar moeda de emergência, a menos que ele tivesse também renunciado à sua responsabilidade pela segurança militar. E se

a experiência das federações modernas é alguma coisa que deva passar despercebida, devo esperar que haja algum arranjo no sentido de certa mitigação inter-estatal do peso das finanças públicas.

III

MOEDAS NACIONAIS COM TAXAS FIXAS DE CÂMBIO

Aproximemo-nos um pouco mais da realidade. Suponhamos a existência de estados soberanos independentes com a responsabilidade última de controlar a natureza e o funcionamento do sistema monetário local. Esta suposição governará todos os modelos no que se segue; suas diferenças dependerão da natureza do padrão escolhido.

a) *Moedas monometálicas.*

Vamos considerar primeiro o que o professor VINER chama de *simple specie currencies*. Se admitirmos que a moeda nos diferentes estados consiste inteiramente de moeda manufaturada de um só metal — se admitirmos que não há crédito organizado nem bancos — e que as moedas dos diferentes estados são cunhadas livremente a taxas *standards* e livremente fundíveis e exportáveis, então para todos os efeitos, estamos ainda admitindo u'a moeda internacional.

É verdade que nossa suposição já não inclui um simples controle de suprimento. A oferta da nossa moeda mundial depende do suprimento de metal das minas e a procura por elas nas indústrias; já não é, portanto, suscetível de manipulação nos interesses da estabilização geral, e poderiam ocorrer movimentos inconvenientes de procura agregada. Temos ainda, porém, uma situação em que nenhuma dificuldade no balanço de pagamentos, como o tenho definido, poderá surgir. A troca de moeda é meramente um assunto técnico. Quando um suprimento de qualquer espécie da moeda em particular pode ser sempre obtido, senão no mercado, pelo menos pela fundição de outras moedas e sendo encaminhadas à respectiva casa da moeda, é óbvio que nenhuma disparidade importante pode se levantar entre as taxas de câmbio de mercado e as taxas de conversão técnica indicadas pelos pesos relativos e espessura das diversas moedas *standards*. A diferença entre as moedas nacionais tem tanta ou tão pouca significação eco-

nômica, quanto às diferenças nos pesos e medidas. Há uma certa inconveniência em haver mais do que um padrão. Mas isto é tudo.

b) *Padrões metálicos com sistemas modernos de crédito.*

Vamos agora, porém, abandonar estas fantasias e voltar à terra. Vamos supor que, enquanto a base de cada uma das moedas locais permanecer num pêso fixo de metal padrão, o sistema de moeda local não consistirá meramente de moeda metálica, mas também de crédito, na forma de notas de banco conversíveis, ou depósitos conversíveis; suponhamos que os meios locais de pagamento sejam, em grande parte, papel, mas papel conversível, a taxas fixas, em metal padrão, moedas ou em barras. Estamos supondo, os senhores observarão, o tipo ideal do Padrão Ouro Clássico.

Construímos, por fim, um modelo em que as dificuldades do balanço de pagamentos são possíveis. As condições que admitimos não nos dão garantia do automatismo no mecanismo dos pagamentos internacionais; é, pois, perfeitamente possível que haja um colapso no mecanismo de trocar u'a moeda por outra a uma taxa mais ou menos fixa. É verdade que, enquanto ainda houver reservas (notas conversíveis e depósitos), podem ser transformadas em metal padrão e enquanto isto fôr possível, as taxas de câmbio não podem se desviar das proporções da conversão da casa da moeda, por mais do que custos duplicados de transporte, seguro, etc. Mas, é verdade também que, variações locais nos meios de pagamento, devido a variações locais de crédito, podem criar condições em que a conversibilidade não seja sustentável.

Suponhamos, por exemplo, uma expansão local de crédito que faça com que o volume das despesas locais seja maior, em relação às de outros países, do que teria sido possível sob um só sistema. Em tais circunstâncias, o volume das importações e exportações será afetado, as importações tendendo a subir e as exportações a cair; as trocas tornar-se-ão adversas; haverá uma drenagem persistente de ouro; e se a política não fôr modificada, as reservas, eventualmente, estarão esgotadas e a manutenção da conversibilidade a uma taxa mais ou menos fixa será impossível. Alternativamente, suponhamos certa mudança externa nas condições da oferta e procura, adversa à posição dos fatores de produção locais. Dentro de um sistema único, isto se refletiria automati-

camente numa mudança do volume das rendas monetárias naquela área. Se, sob um sistema independente, a tentativa fôsse feita no sentido de manter um maior volume de gastos do que as circunstâncias permitissem então, haveria outra vez uma drenagem das reservas, e se isto persistisse, um ponto seria eventualmente alcançado, no qual a conversibilidade a taxas fixas tornar-se-ia impossível.

É, pois, evidente, que o sistema já não é automático: existem claras possibilidades de desarmonia e colapso. Sabemos ainda, por experiência, que sistemas desta espécie podem se comportar, grosseiramente falando, como se houvesse ainda moeda internacional, e considerações teóricas muito elementares habilitar-nos-ão a verificar por que isto deve acontecer.

Falando de modo geral, duas condições devem ser preenchidas a fim de que sistemas desta espécie possam manter plena conversibilidade.

Primeiro: as reservas de metal devem ser suficientes para atender a qualquer pedido súbito que possa ser feito. Isto, naturalmente, é uma simples extensão dos requisitos fundamentais de qualquer sistema de crédito, i. e., que deverá haver uma adequada reserva em dinheiro.

Em segundo lugar, e muito mais importante: a política local de crédito deve ser deliberadamente dirigida no sentido de manter a conversibilidade. Deve-se tentar manter, entre o volume de despesas que êles respectivamente controlam, a mesma relação que prevaleceria se êles fôsem parte de um sistema automático e indivisível — a velha prescrição da Escola Monetária, *reformulada* no sentido de levar em conta concepções mais amplas, isto é, falando de um modo geral: se a reserva local tende a se reduzir por uma drenagem externa, haveria uma contração relativa do crédito; quando ela tende a aumentar, por um influxo do exterior, haveria uma expansão relativa.

Tenho estabelecido estas condições, em termos de obrigações de um único banco central. Mas, deve-se notar que, o funcionamento contínuo de um sistema desta espécie depende grandemente da observância comum destas regras. Se elas forem ignoradas por qualquer uma das autoridades, dificuldades seriam criadas, não somente por isto, mas também por tudo o mais.

Por outro lado, se um país é inflacionado indefinidamente, então, como temos visto, suas reservas esgotam-se e ele se afasta do sistema comum. Ao mesmo tempo, o influxo de ouro em outros países, não sendo resultado da operação de qualquer causa "real", dá origem a problemas especiais para as autoridades em questão — devem elas simplesmente adicionar o ouro às suas reservas e manter o crédito inalterado ou deve-se permitir um aumento nas reservas para produzir uma inflação local de preços? De outro lado, se um país importante é deflacionado indefinidamente, pode absorver reservas dos outros e produzir, ou um colapso geral de preços ou um colapso geral do sistema.

Espero haver dito o bastante para tornar bem claro que, com a iniciativa dispersa nas mãos de muitos governos, um sistema desta espécie está exposto continuamente a grandes dificuldades e perigos. Num mundo de estados soberanos independentes não há garantias de geral observância das tão faladas regras do jogo. É verdade que existem algumas penalidades automáticas se elas forem quebradas: a deflação é punida pela perda de juros; a inflação, pela perda da posição internacional. Entretanto, é fácil verificar-se que essas penalidades podem ser insuficientes; e a história nos diz que tem sido muitas vezes assim. A história do padrão ouro clássico está pontuada de episódios de colapsos locais; e sabemos que nas décadas dos vinte e trinta deste século, quando adaptações severas foram dela requeridas, sofreu um colapso completo.

Não obstante, aventurei-me a sugerir que é possível exagerar suas dificuldades e desvantagens. Ao ler algumas discussões acerca de padrões metálicos hoje em dia, tem-se a impressão de que nada senão um milagre poderia fazê-los funcionar. Porém, na verdade não funcionavam tão mal, e um pouco de reflexão sobre os fatos sugere razões plausíveis para isso.

Três considerações, em particular, merecem ser levadas em conta.

Primeiro: na prática, não existem tantos centros de iniciativa completamente independentes quanto o número de estados soberanos poderiam de início sugerir. Muitos dos menores centros tendiam a ligar os seus interesses aos dos maiores, baseando suas reservas em grande parte em títulos sobre esses centros; desse e de outros modos tendiam a tornar-se quase parte dos maiores

sistemas. De quando em quando, poderiam desligar-se, pois não havia nenhuma base jurídica para êsses acôrdos. Porém, na realidade, havia um estado de coisas em que a manutenção do equilíbrio internacional geral dependia muito mais das decisões tomadas nuns poucos centros chaves, do que as tomadas em qualquer outro.

Em segundo lugar, deve ser lembrado que os esforços realizados no sentido de conseguir adaptações locais foram muitas vêzes mitigados pelo movimento internacional de capitais. Tanto os empréstimos a longo prazo como os movimentos de moeda a curto prazo tendiam a tornar possíveis desenvolvimentos que de outro modo poderiam ter sido impossíveis e a facilitar ajustamentos que poderiam também ter parecido intoleráveis. Hesito em dar ênfase a esta questão, pois creio que êste assunto já recebeu maior atenção do que lhe é devida. Se deixarmos de lado um pronunciamento sôbre o mesmo, poderíamos quase inferir que seria uma condição indispensável à manutenção de um sistema internacional, que as dificuldades locais no balanço de pagamentos devessem ser sempre enfrentadas por empréstimos e que os credores devessem sempre emprestar sem nenhuma intenção de ver o seu dinheiro de volta. Mas, sem admitir estas extravagâncias, uma observação realística da história dos padrões metálicos deve dar ao movimento internacional de capitais o devido lugar no quadro.

Em terceiro lugar, devemos ter em mente que, durante a maior parte do período moderno, o suprimento de moeda do mundo como um todo (isto é, metal ou substitutos para o mesmo) tem aumentado. O aumento anual das minas foi maior do que o consumo anual; e, o que é històricamente muito mais importante — o desenvolvimento das facilidades bancárias forneceu substitutos para o metal e economia em seus usos.

Estou convencido que êste fato é enormemente importante, se quisermos ter um quadro realístico das possibilidades dos padrões metálicos. Se pensarmos no funcionamento dêstes padrões em têrmos de uma oferta fixa de metal e um volume invariável de crédito, estaremos nos defrontando com um modelo cujo colapso contínuo pode parecer quase inevitável. Em tal modelo, qualquer diferença nas taxas de progresso nas diferentes áreas, qualquer mudança na procura relativa aos seus produtos,

deve ser enfrentada, em algumas áreas, por uma expansão positiva e em outras, por uma contração positiva. Se houvesse uma única moeda mundial operando com completa automaticidade, tais movimentos poderiam verificar-se sem que se tornassem a preocupação da política. Entretanto, com estados independentes, e com controles independentes das emissões locais, a probabilidade disso não vir a funcionar nas áreas condenadas à contração é muito grande. Se, todavia, supusermos algum adiantamento anual nas ofertas agregadas de metal ou seus substitutos, estas dificuldades tendem a desaparecer. A condição fundamental de equilíbrio é uma certa relação do volume das despesas nas diferentes áreas; isto é, talvez, tanto possa ser enfrentado por taxas desiguais de aumento absoluto, como por aumento positivo em algumas áreas e decréscimo positivo em outras.

De fato, embora não tenha eu a pretensão de haver examinado os acontecimentos com grande detalhe, suspeito que um modelo desta espécie dá uma primeira aproximação muito melhor ao que realmente aconteceu sob os padrões metálicos clássicos, do que os modelos em que haja uma oferta fixa de moeda. Sem dúvida, algumas vezes, encontramos casos onde os centros têm tido, ou teriam tido, positivamente, que deflacionar a renda monetária e os preços, a fim de conservarem-se em equilíbrio internacional a taxas fixas de câmbio. Porém, ao todo, as ocasiões desta espécie não foram numerosas. Quando pressão deflacionária e reduções de salário são encontradas em um centro, o serão, usualmente, em outros, como produtos derivados das depressões cíclicas gerais. Um modelo demasiado estático neste sentido conduz a impressões falsas. A suposição de um aumento da quantidade de moeda ou substitutos da mesma traz o modelo mais perto da realidade.

IV

MOEDAS NACIONAIS COM TAXAS AJUSTÁVEIS DE CÂMBIO

Considerações desta espécie podem facilitar a compreensão de como foi possível aos padrões metálicos funcionarem como um sistema internacional mais ou menos coerente. Não obstante, devemos ainda admitir que não existe nenhuma garantia de equi-

librio automático, e que é fácil conceber condições em que o sistema fracassa. A história do mundo, desde 1914, é uma abundante prova disto. Mesmo que os governos estejam, em princípio, a favor de uma tentativa de se conservarem dentro de um sistema internacional, é muito provável que no mundo moderno, pressões e resistências internas dêem origem a desvios que conduzam a um desequilíbrio fundamental. Se houver u'a mudança adversa nas relações de troca, não acompanhada por um movimento apropriado de crédito ou um aumento positivo das despesas agregadas, não justificadas pelas condições de comércio internacional, o mal estará feito. É necessário que se admita uma persistência de acidentes favoráveis para supor-se que políticas desta espécie não conduzirão o balanço de pagamentos a dificuldades crônicas.

Isto é demasiado simples. O que é igualmente simples — pelo menos do meu ponto de vista — é que, uma vez que uma taxa de câmbio tenha se tornado sèriamente inadequada, tentar retificar a posição por medidas de deflação interna é política errônea. A inflação é, sem dúvida, um êrro. Porém deflação em grande escala é também um êrro. Por favor não me interpretem mal aqui. Não estou falando de pequenas contrações que possam ser necessárias para corrigir pequenos desequilíbrios; estou falando de grandes mudanças, que serão necessárias, uma vez que o câmbio esteja sèriamente descontrolado. Deflações desta ordem são um grande mal. A história econômica nos mostra muitos exemplos do mal feito pelas tentativas de deflacionar a fim de justificar um câmbio sèriamente superavaliado, exemplos notórios são as duas deflações britânicas com a finalidade de restaurar o padrão ouro à taxa antiga, após as Guerras Napoleônicas, no século XIX, e após a primeira Guerra Mundial, no século XX. Na minha opinião, nada tem contribuído tanto para desacreditar a idéia de um padrão internacional, como políticas desta natureza.

Entretanto, se não devemos pedir às autoridades de um país nesta posição que tomem medidas deflacionárias não devemos também pedir aos seus vizinhos que tomem medidas inflacionárias com o fim de ajudá-los a sair da dificuldade.

Podemos, legitimamente, pedir que eles reajam, com expansões apropriadas, às mudanças de sua posição de comércio, que são o resultado das operações de causas reais favoráveis, uma

expansão de renda monetária e despesas é a reação apropriada a um aumento na procura das exportações locais. Não temos, porém, o direito de esperar que eles expandam, a fim de ajudar outros a saírem de suas dificuldades devidas a inflações locais ou incapacidade de controlar declínios nos ganhos internacionais. Numa das primeiras conferências, salientei que espantosa boa sorte seria a dos países deficitários do período de após-guerra, se os Estados Unidos estivessem se expandindo tão grandemente, que elevassem seu próprio nível de preços e rendas. Houvessem tido apenas a vontade de assim fazer, e os países deficitários poderiam ter tirado partido da situação, a fim de ficar mais próximos ao equilíbrio, sem ajustamentos financeiros dolorosos. Porém, enquanto isto pode acontecer uma vez por outra — enquanto em nossos corações podemos secretamente esperar que isto aconteça imediatamente — não é algo que se possa pedir sempre. Não podemos exigir que, a países em desequilíbrio fundamental, possa ser poupado qualquer esforço de ajustamento, exceto, talvez, ruidosas campanhas de exortação ao aumento do volume da produção.

Em circunstâncias desta natureza, o caminho da sabedoria jaz, certamente, na direção de u'a mudança na taxa de câmbio. Se esta está superavaliada, o caminho mais acertado não é deflacionar, nem tentar manter uma posição impossível por intermédio de tôda a sorte de contrôles e restrições danosas, mas sim remover a superavaliação. Sem dúvida, existem tôda sorte de dificuldades em decidir qual a grandeza da variação envolvida: haverá mais a dizer acêrca dessas dificuldades de transição, mais tarde. Porém, o princípio é claro: um desequilíbrio fundamental deve ser enfrentado por u'a mudança na taxa de câmbio.

Entretanto, mudanças na taxa de câmbio afetam, não somente o país em questão, mas também os seus vizinhos. Os competidores de um país que altera sua taxa de câmbio sem consentimento comum, não acolherão com simpatia a mudança. Pelo contrário, a experiência sugere que eles tenderão a reagir, ou com alterações similares, ou com o pagamento de prêmios sôbre suas próprias exportações e restrições adicionais sôbre importações, cujo efeito cumulativo pode fâcilmente anular os efeitos benéficos da desvalorização inicial. Isto pode parecer injusto, mas é também muito natural; num mundo de soberanias financeiras completamente independentes, é difícil saber-se como isto pode ser

evitado. Sòmente se a mudança vier por consentimento comum, podem essas possibilidades desagradáveis ser eliminadas.

Esta foi a idéia central colocada sob a parte dos estatutos do Fundo Monetário Internacional que se relaciona às alterações das taxas de câmbio. Vamos admitir, foi dito, que de vez em quando a política local possa dar origem a desvios do curso do equilíbrio internacional. Se isto acontecer, ao invés de pedir deflações impossíveis ou a paralisação do comércio, por aumento das restrições na importação, façamos arranjos pelos quais se possa verificar um ajustamento moderado da taxa de câmbio. Não quer isto dizer que os países em questão devam abandonar a idéia de sistema internacional com taxas fixas de câmbio, muito pelo contrário. Ainda consideramos isto como um ideal e esperamos de nossos membros que dirijam suas políticas visando êsse fim. Não se espera dêles, que deixem todos os seus problemas para serem resolvidos por mudanças nas taxas de câmbio. Porém, se as coisas correrem muito mal, concordemos com ajustamentos adequados.

V

MOEDA NACIONAL COM TAXAS FLUTUANTES

Tudo isto parece ter muito bom senso — um reconhecimento, por assim dizer, dos fatos da vida, num mundo de nações independentes. Porém, agora, temos que considerar uma escola do pensamento a qual afirma que êste sistema não é suficientemente radical e insiste em que, aquilo de que se necessita, num mundo moderno, não é um sistema de moedas nacionais ligadas a taxas fixas que podem ser mudadas de vez em quando, mas sim moedas nacionais independentes ligadas a taxas que se movem de acôrdo com as pressões do mercado — não taxas fixas, que são ajustáveis ocasionalmente, mas taxas flutuantes que podem mudar dia a dia.

Começemos esboçando o principal argumento colocado sob esta perspectiva. Êle parte da intratabilidade das políticas nacionais. Na era moderna, assim se desenvolve o argumento, os governos populares não adotam políticas dirigidas no sentido de manter o equilíbrio internacional a taxas fixas de câmbio; êles estarão muito mais preocupados com os objetivos domésticos: políticas de pleno emprego, de desenvolvimento nacional, talvez

mesmo políticas destinadas a estabilizar condições internas — o nível geral de preços ou renda — qualquer coisa, exceto a intangível e não atrativa meta, que é a de manter o equilíbrio com o mundo exterior. Mesmo que não repudiem, positivamente, este objetivo, nunca permitirão que a busca do mesmo venha a interromper a busca de metas politicamente mais atrativas.

Em tais circunstâncias, argumenta-se, a tentativa de manter taxas fixas é positivamente uma influência desequilibradora. Será por mero acaso que as exigências da política interna e externa de equilíbrio coincidam. Porém, a não ser que isso aconteça, haverá desequilíbrio no balanço de pagamentos e a manutenção de taxas fixas deve envolver o controle de câmbio, restrições de comércio e todos os outros horrores com que estamos tão familiarizados. A única coisa a fazer para evitar isto é deixar que as taxas de câmbio variem.

Para este propósito, porém, o sistema de BRETON WOODS não é adequado. Sob um sistema de ajustamento descontínuo, argumenta-se, obtemos o pior dos dois sistemas: renunciemos à certeza do sistema fixo e perdemos a flexibilidade da taxa livre. Além do mais, à medida que o desequilíbrio fundamental se desenvolve, a especulação começa a operar. Uma posição inconsistente é levantada contra a moeda afetada; e quando a mudança vem, como tem de vir, será numa atmosfera de crise geral, altamente contrária à escolha de uma nova e adequada paridade.

O remédio para tudo isto, argumenta-se, é deixar as taxas flutuarem continuamente. Deixemos o mercado de câmbio exercer a função de equilíbrio internacional, permitindo às taxas flutuarem. A extrema instabilidade, no decorrer do tempo, pode ficar sob os cuidados da operação de fundos de estabilização. As tendências fundamentais deveriam mostrar-se sem demora. Tal é o argumento geral.

Deixem-me dizer primeiramente que nada tenho a dizer neste contexto contra o recurso a um câmbio livre em certas emergências especiais. Se um país encontra-se em desequilíbrio fundamental e após colocar suas finanças internas em ordem (a condição é de toda a importância) deseja mudar sua taxa de câmbio, mas não tem certeza sobre qual nova taxa seja a apropriada, há muito a ser dito sobre um período experimental durante o qual a taxa possa encontrar o seu próprio nível. Nada tenho a

dizer contra tais políticas e considero uma falha dos estatutos do Fundo Monetário Internacional o não haver sido incluída uma cláusula explícita em favor da sua adoção. Existem outras emergências, que posso facilmente conceber, em que o recurso a taxas flutuantes pode ser, dos dois males, o menor: se, por exemplo, algum poderoso centro financeiro iniciar uma severa deflação, é certamente argumentável que, ao invés de perder reservas em grande escala, ou imitar seu exemplo a fim de evitar a perda de reservas, outros centros poderiam bem deixar suas taxas flutuarem e enfrentar a situação daquela maneira; haveria muito menos perigo numa taxa flutuante, que fôsse adotada a fim de evitar deflações em outra parte, do que naquela que fôsse adotada a fim de curar os resultados de uma inflação interna. Em contingências desta natureza, posso ver argumentos poderosos, e algumas vezes muitos convincentes, a favor do recurso às taxas flutuantes.

Entretanto os argumentos que já apresentei são argumentos, não a favor das taxas flutuantes em certas emergências particulares, mas favoráveis às taxas flutuantes como um sistema permanente de equilíbrio internacional. E aqui, embora não tenha nenhum desejo de ser dogmático, creio que há considerações no sentido contrário, que recentes discussões têm tendido a passar por alto. Desejo dedicar a maior parte do resto desta conferência à tentativa de colocá-las na perspectiva geral e contrastá-las com as considerações em favor do sistema de taxas flutuantes que já apresentei.

Antes de fazer isso, todavia, quero expor certos assuntos subsidiários. Pretende-se, algumas vezes, que o sistema de taxas flutuantes seja um sistema peculiarmente adaptável ao espírito da política econômica liberal, principalmente porque recorre ao mercado. Pretende-se também que seja um sistema automático em que as flutuações da taxa, por si só, tragam o equilíbrio. Não acho estes argumentos tão convincentes quanto aqueles que já mencionei. Penso, porém, que auxiliarão consideravelmente nosso estudo dos problemas gerais, se lhe dermos um pouco de atenção.

Façamos, primeiro, um apêlo aos princípios do liberalismo. Confessarei livremente que sou um pouco suscetível a apelos desta natureza e que, embora tente julgar cada caso pelos seus méritos, acho algumas presunções *prima facie* em favor de me-

didadas e instituições que se originam de um ponto de vista liberal. Mas não encontro nenhuma confirmação muito forte dêste argumento. É verdade que a proposta é liberal em espírito e que ela repousa sobre o mercado ao invés de sobre controles diretos. Porém, além disto, a pretensão contém singularmente pouco em si. Pois, certamente sob um sistema mundial verdadeiramente liberal, passaria a haver uma forte tendência a uma única moeda comum. Se se permitissem às pessoas dispor de seus recursos exatamente como desejassem, elas tenderiam a fazer seus contratos em termos da moeda que acreditassem menos suscetível de flutuações, e esta, por sua vez, tenderia a se tornar o meio geral de pagamento. Esta tendência existiu no tempo em que havia ouro e prata circulando em diferentes partes do mundo, como moeda nacional. Existiu também durante a grande inflação após a primeira guerra mundial, quando os cidadãos dos países em questão começaram a fazer contratos em dólares ou libras esterlinas. Como temos visto em nossos próprios dias, para conservar independente a moeda nacional e para evitar que esta tendência entre em operação, torna-se necessário *proibir* contratos em outra unidade monetária. Isto não me parece estar em harmonia com os princípios do liberalismo. (1)

Apresso-me em afirmar que, certamente, não consideraria êste argumento como decisivo. Não é fácil ter-se certeza de que os princípios do liberalismo envolvam a esfera da moeda; e não é certo que o liberalismo puro seja totalmente aplicável como norma social.

Volto à pretensão do automatismo — a contenção de que o sistema de taxas flutuantes tende automaticamente ao equilíbrio — que podemos nos apoiar nos princípios do mercado, sem auxílio da política, para estabelecer equilíbrio no mercado de câmbio estrangeiro.

Estou convencido que êste é um engano. Dada a natureza do mundo real e o mecanismo monetário em voga, não há tal automatismo. O equilíbrio, se alcançado por êste meio, é tanto o re-

(1) A propósito, não posso abster-me de observar que é difícil ver qualquer coisa especificamente não liberal no fato de se transformar metal em moedas a taxas de conversão fixas. Não estarão os que se filiam a esta corrente de pensamento caindo no erro de considerar o preço da cunhagem como algo que esteja em relação aos preços em geral?

sultado da política, quanto o equilíbrio alcançado por outros métodos. Permitam-me explicar.

Suponhamos, primeiro, a título de contraste, um caso irreal. Suponhamos que a moeda de um certo país seja rigidamente fixa na oferta; — e, para utilizar o exemplo de B. M. ANDERSON, que seja composta de ossos de alguma criatura extinta — o dôdo; o país está sob o padrão do ôsso do dôdo. Em tais circunstâncias, não tenho a mais leve sombra de dúvida que flutuações da taxa de câmbio do ôsso do dôdo conduziriam o país ao equilíbrio externo; os casos especiais dos livros texto mais irreais deixam-me inteiramente indiferente.

Posso imaginar flutuações perversas. Posso imaginar especuladores operando contra as tendências. Porém, mais cedo ou mais tarde, supondo sempre que somente ossos do dôdo fôssem usados como meio de pagamento — e que ninguém descobriu novos suprimentos — a posição internacional ficaria em equilíbrio.

O mundo em que vivemos não é, entretanto, como êste. A renda nacional não é completamente inelástica. Nos adiantados sistemas de crédito do mundo moderno, se há relativa inelasticidade, *esta é somente o resultado da política.*

Vamos supor, por um momento, u'a moeda completamente elástica e nenhuma política. Vamos supor, também, um movimento descendente do câmbio devido a algum fator "real" desfavorável, operando no exterior. Os preços das importações se elevam: comerciantes e fabricantes procuram mais crédito a fim de acumular estoques. O custo da vida eleva-se: os sindicatos exigem aumentos de salários; os empregadores pedem mais crédito para enfrentar as obrigações dos salários aumentados. Os créditos são concedidos, não há contração em qualquer outra parte. Está, portanto, criado um novo e mais elevado nível interno de despesas e a vantagem inicial das flutuações desaparece. O câmbio cai novamente... Se a oferta da moeda é elástica, o efeito das flutuações do câmbio não é o efeito de um *pendunlum*, é talvez, como meu amigo Professor FRANK PAISH o tem chamado, o efeito de uma *raquete* — a tendência tôda é num só sentido.

A fim de evitar isso, permitindo que as taxas flutuantes façam o que delas se espera, é necessário que, quando as flutuações para baixo se verificarem, haja uma repressão na expansão do crédito. A base do crédito deve ser controlada. Deve-se permi-

tir a elevação das taxas de juros. Porém isto em si é quase uma política. A pretensão ao automatismo cai por terra.

Voltemos agora ao nosso principal assunto — o exame das recomendações mais gerais dêste sistema, apresentado anteriormente.

Segue-se, do que tenho dito com referência à pretensão ao automatismo, que as taxas flutuantes envolvem grandes perigos se as finanças internas estão fracas. Na verdade, eu dificilmente poderia pensar em algo que mais provavelmente apressasse o desastre, do que liberar a taxa de câmbio enquanto não se tomassem medidas para controlar as condições inflacionárias internas, ou que as tomadas fôssem inadequadas. Se alguma vez me defrontasse com uma proposta para liberar taxas externas antes que fôsse assegurada a estabilização interna, não teria dúvidas quanto a que fazer; combatê-la-ia com todos os argumentos de que fôsse capaz. Saberria que estaria lutando para afastar um grande desastre econômico. A experiência das taxas flutuantes com finanças internas fracas é má.

Assim, o argumento somente se torna realmente interessante se pudermos fazer a suposição de que as finanças internas sejam fortes. Sabemos, por experiência, que situações desta natureza são possíveis; no Canadá nestes últimos anos, no Reino Unido após 1931, taxas flutuantes têm prevalecido sem desastre. Já tenho admitido, e na verdade salientado que, em certas emergências, o recurso a tal sistema pode ser desejável. A questão que desejo examinar aqui é esta: será aconselhável generalizá-la? São as moedas nacionais com taxas flutuantes desejáveis como um sistema permanente?

Não tenho nenhum desejo de negar o peso de alguns dos argumentos apresentados pelos expoentes dêste sistema. Entretanto, aventuro-me a sugerir que o reconhecimento do fato de que ele não é automático priva-o muito de sua aparente atratividade. Se fôr verdade que, com o fim de fazer funcionar o sistema sem degeneração contínua, as autoridades financeiras devam levar em conta a posição externa, e tomar medidas para evitar a transmissão de impulsos inflacionários, o sistema perderá muito das vantagens que parece possuir, quando se acredita que seja automático. A escolha entre êste e outros sistemas se torna, agora, um

assunto de pesar as respectivas "possibilidades" de sucesso das diferentes espécies de política, ao invés de escolher entre um sistema automático e um sistema que tem que ser controlado. Qual terá as melhores "possibilidades" de sucesso, no decorrer do tempo: a política destinada a manter a estabilidade dos preços ou a destinada a manter a estabilidade do câmbio?

Esta é uma questão difícil; e no presente estado da discussão é uma, acêrca da qual, homens razoáveis podem adotar diferentes pontos de vista. Respeito o ponto de vista daqueles meus amigos, os quais argumentam que há mais probabilidade de apoio a uma política destinada a manter preços estáveis do que a uma política destinada a manter câmbios fixos; não creio, entretanto, que a experiência do passado seja muito encorajadora. Esta, certamente, sugere que tolera-se bastante a inflação, antes que se tomem medidas, enquanto que o espetáculo do próximo esgotamento das reservas tem, muito freqüentemente, se tornado a ocasião de mudanças bruscas na política.

Pode-se argumentar, todavia, que êste modo de colocar o problema não traz a foco as influências reais, determinantes da ação política neste sentido. A questão real, diz-se, é se o público está mais propenso a se alarmar por uma queda no câmbio ou por uma redução das reservas: e a implicação é que, a queda de câmbio é que será o mais forte impulso à ação. Não faço nenhuma objeção a êste método de expor a questão. Confesso, porém, que minha resposta seria diferente. Minha suspeita é a de que a situação do câmbio teria que tornar-se bastante alarmante, antes que a opinião pública a considerasse como justificativa para uma ação saneadora. Mas, a essa altura, o dano interno já existiria.

Se isso fôr verdade, porém, não ficará, de certo modo, minada a suposição inicial de que a situação financeira interna seja boa? Se fôr provável que a reação aos choques externos seja demorada, não estaria o sistema em perigo perpétuo de degeneração? Se, como temo, o público tender a supor que os movimentos das taxas, por si só, farão tudo que fôr necessário, não nos estaremos confrontando com a probabilidade de que, embora resulte bem, mais cedo ou mais tarde, um sistema dessa espécie ficará em dificuldades? Pode-se responder que esta é uma característica de tôdas as instituições e que o sistema de taxas fixas (porém ajus-

táveis) está sujeito também a influências políticas perversas. Concorro. E concordo também que posso estar errado em minha estimativa das forças relativas dessas influências, nos sistemas em exame. Não posso resistir, entretanto, à impressão de que os defensores do sistema de taxas flutuantes não têm dado atenção suficiente às considerações desta natureza.

Porém, esteja eu certo ou errado neste ponto, de uma coisa estou absolutamente certo. O desejo pela fixidez neste sentido é muito forte: vemos isto pela rapidez com que os governos procuram impor restrições e contrôles, se a taxa de câmbio fôr ameaçada, ao invés de deixá-la livre. E estou certo também que, tal é este desejo pela fixidez que, se os principais centros decidirem embarcar, em larga escala, numa tentativa dessa natureza, seus exemplos não seriam, universalmente, imitados. Ao invés de deixar suas taxas flutuarem livremente, em termos de tôdas as outras moedas, as autoridades de muitos centros, tomariam medidas como as de 1931 e também de 1949, para unir-se, a taxas fixas, a uma das moedas maiores. A idéia de um mundo em que as taxas de câmbio de cada estado soberano sejam perpétuamente livres para flutuar em termos de taxas de câmbio de cada um dos outros, é puramente fantástica. É perfeitamente realístico conceber taxas flutuantes entre os grandes *blocos*, áreas da libra esterlina e do dólar, por exemplo. Não é realístico, porém, pensar em taxas flutuantes para todos os países.

Mas se é assim, isto significa que não fomos bem sucedidos em banir do mundo a necessidade da manutenção do equilíbrio, em algumas partes, a taxas fixas. Enquanto existirem centros independentes de suprimento monetário dentro dos *blocos* de moeda conversível a taxas fixas, os velhos problemas se levantarão. Os centros dentro dos blocos têm de se conservar em equilíbrio uns com os outros por intermédio de ajustamentos dos gastos internos. Por essa razão, qualquer que seja a exigência da emergência e transição, continuo indagando: se a política tem de ser dirigida no sentido de manter taxas fixas em algumas direções, não é afinal aconselhável dirigi-la no sentido de manter taxas fixas em todo o sistema? Com as devidas modificações, o Sistema de BRETON WOODS pode mostrar-se mais aconselhável como objetivo final, do que recentemente tem sido muito comum se supor.

SUMMARY

THE MECHANISM OF INTERNATIONAL PAYMENTS
FIXED AND FREE EXCHANGE RATES

I

INTRODUCTION

The subject of this lecture is the maintenance of international equilibrium. I wish to discuss financial relations between different areas having different central authorities, different banking systems and different note issues.

I shall begin with a general world money, then proceed to discuss alternative forms of national metallic standards, I shall say a few words about the system of adjustable exchange rates as envisaged in the statutes of the International Monetary Fund, and then, finally, I shall discuss at some length systems in which rates of exchange are free to vary according to the pressures of the exchange markets. My object is to establish broad contrasts and principles rather than to lay down prescriptions for practical policy.

II

A WORLD MONEY

Let us begin with the most unrealistic model, assuming that the world is not divided into areas having different financial authorities and that there is one money for the world. It is a matter of indifference whether we are dealing with a money which is entirely composed of metallic cash or with a fully developed system involving both cash and credit. The essential feature is that there is only one centre of supply, one mint, one printing press and one central bank having efficient control over the total volume of bank credit.

Where there is one money and one centre for the control of credit, balance of payments difficulties just do not exist at all. They are excluded, by definition.

Balance of payments difficulties are essentially difficulties of money changing. Please note that this is not to say that there must always be equilibrium in every sense of the word between

different parts of the system. That would only be true if there were such an actual degree of mobility of all potentially mobile productive agents, that whenever change occurred there was instantaneous adjustment. What is not possible is the emergence of any difficulty in making purchases in other parts of the system if there is ability and willingness to pay the prices prevailing. Where there is only one money, once the economic subject is in possession of funds, he is able to spend them anywhere without any further difficulty.

The institution of international money would involve the surrender of state sovereignty in certain spheres of finance; it would mean the surrender of the money-creating power. But before that is likely to happen, there must be other changes too such as military integration.

III

NATIONAL MONIES WITH FIXED RATES OF EXCHANGE

Let us move somewhat nearer to reality, assuming the existence of independent sovereign states with ultimate responsibility for controlling the nature and the working of the local monetary system. This assumption will govern all the models in what follows; their differences will depend on the nature of the standard chosen.

a) Simple Specie Currencies

Let us consider first what Professor VINER calls "simple specie currencies". If we assume that the money in the different states consists entirely of one kind of metal; that there is no organized credit and no banking — and that the coins of the different states are freely minted at standard rates and freely melttable and exportable, we are still assuming an international money.

Our assumption no longer includes a single control of supply. The supply of our world money depends on the supply of metal from the mines and the demand for it in the arts. When a supply of any particular kind of money can be always obtained, it is obvious that no important disparities can arise between the market

exchange rates and the technical conversion ratios indicated by the relative weights and finenesses of the various standard coins.

b) **Metallic Standards with Modern Credit Systems**

Let us assume that while the basis of each local money remains on some fixed weight of a standard metal, the local money systems consist not merely of metallic cash but also of credit in the form of convertible bank notes or convertible deposits; that the local means of payment are largely paper but paper convertible at fixed rates into standard metal, either coin or bars. We are assuming, the ideal type of the Classical Gold Standard.

This is a model in which balance of payments difficulties are possible. The conditions we have assumed give no guarantee of automatism in the mechanism of international payments; local variations in the means of payment due to local variations of credit may create conditions in which convertibility is not tenable.

Suppose, for instance, a local expansion of credit bringing it about that the volume of local expenditure is greater in relation to expenditure elsewhere than would have been possible under one system. In such circumstances the volume of imports and exports will be affected, imports tending to rise, exports to fall; the exchanges will become adverse; there will be a persistent drain of gold; and, if policy is not changed, then eventually the reserve will be exhausted and the maintenance of convertibility at a more or less fixed rate will be impossible. Alternatively, suppose some external change in the condition of supply and demand, adverse to the position of the local factors of production. Within a single system this would show itself automatically in a change in the volume of money incomes in that area. If, under an independent system, the attempt is made to maintain a larger volume of spending than the changed circumstances warrant, then again there will be a drain on the reserve; and, if that persists, a point will eventually be reached at which convertibility at fixed rates becomes impossible.

Therefore, the system is no longer automatic; there are clear possibilities of disharmony and breakdown. Yet systems of this sort can be made to behave, roughly speaking, as if there were still international money.

Two conditions must be fulfilled in order that systems of this sort should maintain full convertibility.

1. The reserves of metal must be large enough to meet any sudden calls which may be made upon them.

2. Local credit policies must be deliberately directed to maintaining convertibility.

I have stated these conditions in terms of the obligations of a single central bank. It must be noted that the continued functioning of a system of this sort depends to a great extent on common observance of these rules. If they are ignored by any one authority, difficulties are created, not only for it, but also for all the rest, if one country inflates indefinitely. If an important country deflates indefinitely it can suck reserves out of the others and either produce a general collapse of prices or a general break-up of the system.

In a world of independent sovereign states there is no guarantee of general observance of the so-called rules of the game, though there are some automatic penalties if they are broken: deflation is punished by loss of interest, inflation by loss of international standing. These penalties may be insufficient; and history tells us that this has often been so.

Three considerations in particular deserve to be taken into account regarding metallic standards:

1. In practice there were not so many wholly independent centres of initiative as the number of separate sovereign states might at first suggest. The maintenance of general international equilibrium depended much more upon action taken in a few key centres than upon action taken elsewhere.

2. The stresses and strains on local adaptation were often mitigated by international capital movements. Both long term lending and the movement of short term money tended to make possible developments which might otherwise have been impossible and to ease adjustments which might otherwise have seemed intolerable.

3. The money supply of the world as a whole (i.e. metal or substitutes for metal) has been increasing and, the development of banking facilities provided substitutes for metal and economy in its uses.

If we think of the working of these standards in terms of a fixed supply of metal and an unchanging volume of credit, we

are confronted by a model whose continual breakdown may seem almost inevitable. But, if we assume some annual advance in the aggregate supply of metal or metal substitutes, these difficulties tend to disappear. The fundamental requirement of equilibrium is a certain relationship of the volume of expenditure in the different areas; and this can perhaps as well be met by unequal rates of absolute increase as by positive increase in some areas and positive decrease in others.

A model of this sort gives a much better first approximation to what actually happened under the classical metallic standards than the model with a fixed money supply. Doubtless sometimes we find cases where centres have had, or would have had, positively to deflate money incomes and prices to keep in international equilibrium at fixed rates of exchange. But on the whole the occasions of this sort were not numerous. Where you find deflationary pressure and wage reductions in one centre, you usually find them elsewhere as well, the by-product of general cyclical depression. Too static a model in this connection leads to false impressions. The assumption of an increasing quantity of money and money substitutes brings the model much nearer to reality.

IV

NATIONAL MONIES WITH ADJUSTABLE RATES OF EXCHANGE

We must still admit that there is no guarantee of automatic equilibration, and that it is easy to conceive of conditions in which the system breaks down. The history of the world since 1914 is abundant proof of this. If there is an adverse turn in the terms of trade not accompanied by appropriate credit movements or a positive increase of aggregate expenditure not justified by the conditions of international trading, the damage is done. You need to assume a persistence of favourable accidents to assume that policies of this sort will not lead to chronic balance of payments difficulties.

Once a rate of exchange has become seriously inappropriate, it is a mistaken policy to attempt to rectify the position by measures of internal deflation. Inflation is doubtless a mistake. But deflation on a large scale is a mistake also. I am not talking of

the small contractions which may be necessary to correct day to day disequilibria but, of the big changes which are necessary once an exchange is seriously out of line. Deflations of this sort are a great evil.

But if we should not ask the authorities of a country to take measures of deflation, neither should we ask their neighbours to take measures of inflation to help them out of the difficulty. We may legitimately ask that they will respond by appropriate expansion to movements of their trading position which are the result of the operation of favourable real causes; an expansion of money income and expenditure is the appropriate response to an increase in the demand for local exports. But we have no right to expect that they shall expand in order to help other people out of their difficulties due to local inflation or a local failure to take account of a decline in international earnings. We cannot demand that countries in fundamental disequilibrium shall be spared the effort of any adjustment whatever — except perhaps loud campaigns of exhortation to increase the volume of production.

In circumstances of this sort, surely the path of wisdom lies in the direction of a change in the rate of exchange. Doubtless there are all sorts of difficulties in deciding what magnitude of change is involved. The principle is clear: a fundamental disequilibrium should be met by a change in the rate of exchange, but such measure affects, not merely the country concerned, but also its neighbours. The competitors of a country which alters its rate of exchange without common consent will tend to react with countermoves, either in the shape of similar alterations or in the shape of bounties on their own exports and additional restrictions on imports, the cumulative effect of which may easily be to wipe out the beneficial effects of the initial devaluation. Only if the change comes about by common consent can these disagreeable possibilities be eliminated.

This was the central idea underlying that part of the statutes of the International Monetary Fund which relates to alterations of the exchange rates. Let us admit, it was said, that from time to time local policy may give rise to deviations from the course of international equilibrium. If this happens, rather than asking for impossible deflations or the paralysis of trade by increasing

import restriction, let us make arrangements whereby there may take place an orderly adjustment of the rate of exchange.

V

NATIONAL MONEY WITH FLOATING RATES

But now we have to take account of a school of thought which holds that this system is not sufficiently radical and which urges that what is needed in the modern world is independent national monies connected by rates which are allowed to move with the pressures of the market — not fixed rates which are occasionally adjustable but floating rates which can change from day to day.

The main argument starts from the intractability of national policies. In the modern age, popular governments are not going to pursue policies directed to maintaining international equilibrium at fixed rates of exchange; they will be preoccupied far more with domestic goals, policies of full employment, policies of national development, perhaps even policies designed to stabilize internal conditions, — the general level of prices or incomes — anything but the intangible and the unappealing goal of maintaining equilibrium with the outside world.

In such circumstances, it is argued, the attempt to maintain fixed rates is a positively disequilibrating influence. It will be pure chance if the requirements of internal policy and external equilibrium coincide. But unless that happens there will be disequilibrium in the balance of payments and the maintenance of fixed rates must involve exchange control, trade restriction and all the other horrors with which we are so familiar. The only thing to do to avoid this is to let rates of exchange vary.

For this purpose the BRETTON WOODS system is not adequate. We forgo the certainty of the fixed system; but we lose the flexibility of the free rate. Moreover, as the fundamental disequilibrium develops, speculation begins to operate.

Let the exchange market perform the function of international equilibration by allowing rates to fluctuate.

I have nothing to say against resort to a free exchange in certain particular emergencies. If a country finds itself in fundamental disequilibrium and if after putting its internal finances in order — it wishes to change its rate of exchange but is uncertain what new rate is appropriate, there is much to be said

for an experimental period during which the rate may find its own level. Floating rates may easily be the lesser of two evils; there are far less dangers in a floating rate which is adopted in order to evade deflation elsewhere than in one which is adopted in order to cure the results of internal inflation.

Such arguments are not for floating rates in certain special emergencies, but for floating rates all round as a permanent system of international equilibration.

It is sometimes claimed for the system of floating rates that it is: 1 — peculiarly conformable to the spirit of liberal economic policy generally in that it proceeds by resort to the market; 2 — on an automatic system in that the fluctuations of the rate by themselves will bring equilibrium.

1 — It is true that the proposal is liberal in spirit in that it relies upon the market rather than upon direct controls. But beyond that the claim has singularly little in it. For, surely under a truly liberal world system there would be operative a strong tendency to a single common money. If people were allowed to dispose of their resources exactly as they wished, they would tend to make their contracts in terms of the money which they thought least likely to fluctuate; and this in turn would tend to become the general means of payment.

As we have seen in our own days, to preserve independent national moneys and to prevent this tendency from operating, it is necessary to forbid contracts in another unit of account. This does not seem to me to be obviously in harmony with the principles of liberalism.

2 — I turn to the claim of automatism, the contention that the system of floating rates automatically tends to equilibrium — that we can rely on the principles of the market unassisted by policy to establish equilibrium in the market for foreign exchange.

I am convinced that this is a mistake. Given the nature of the real world and the monetary mechanisms there in vogue there is no such automatism. Equilibrium, reached this way, is just as much the result of policy as equilibrium reached by other methods.

But the world we live in is not like this. National incomes are not completely inelastic. In the advanced credit systems of the modern world, if there is relative inelasticity, it is only the result of policy.

Suppose for a moment a completely elastic currency and no policy. Suppose further a downward movement of the exchange due to some unfavourable "real" factor operating abroad. Import prices rise: merchants and manufacturers demand more credits in order to hold stocks. The cost of living rises; the trade unions demand increases of wages; the employers ask for more credits to meet the increased wage bill. The credits are granted; there is no contraction elsewhere. There is therefore created a new and increased internal level of expenditure; and the advantage of the initial fluctuation is wiped out. The exchange falls again... If the money supply is elastic, the effect of exchange fluctuations is not the effect of a pendulum, but the tendency is all one way.

To avoid this, to enable the fluctuating rate to do what is expected of it, it is necessary that, when the downward fluctuation takes place, there shall be a curb on the expansion of credit. The credit base must be controlled. Interest rates must be allowed to rise.

It follows in connection with the claim for automatism, that the floating rate involves great dangers if internal finances are weak.

The argument only really becomes interesting if we assume that internal finances are strong. The question is: are national monies with floating rates desirable as a permanent system?

I have no desire to deny the weight of some of the arguments brought forward by the exponents of this system. But I venture to suggest that recognition of the fact that it is not automatic does much to deprive it of much of its apparent attractiveness. The choice between it and other systems now becomes a matter of weighing the respective chances of success of different kinds of policy, rather than choosing between an automatic system and a system which has to be controlled.

I do not think that the experience of the past is altogether encouraging. It suggests that people will put up with a great deal of inflation before they are prepared to take action; whereas the spectacle of the approaching exhaustion of reserves has very frequently been successfully made the occasion for sharp reversals of policy.

The real question, is whether the public is more likely to be alarmed by a falling exchange or by a dwindling reserve: and the implication is that it is the falling exchange which will be

the stronger impulse to action. My suspicion is that the exchange situation would have to become pretty alarming before public opinion would regard it as a justification for remedial action. But by that time the internal damage would be done.

The desire for fixity is very strong: we see this from the speed with which governments rush to impose restrictions and controls if the rate of exchange is threatened, rather than let it free, and, such is this craving for fixity that, if the leading centres were to decide to embark on a large scale on an experiment of this kind, their example would not be universally imitated. Rather than let their exchanges fluctuate freely in terms of all other currencies, the authorities of many centres would take steps, to attach themselves at fixed rates to one of the larger currencies. It is perfectly realistic to conceive of floating rates between large blocs, the sterling area and the dollar area, for instance. It is not realistic to think of floating rates all round.

But if this is so, it means, does it not, that we have not succeeded in banishing from the world the necessity for maintaining equilibrium at fixed rates somewhere. So long as there are independent centres of money supply within the currency blocs convertible at fixed rates so long do most of the old problems arise. The centres within the blocs have to keep in equilibrium with one another by adjustments of internal spending. Hence whatever the requirements of emergency and transition, I am left asking whether, if policy has to be directed to maintaining fixed rates in some directions, it may not in the end be thought expedient still to direct it to maintaining fixed rates all round. With due modifications, the BRETON WOODS System may prove to be more desirable as an ultimate goal, than recently it has been fashionable to suppose.

RÉSUMÉ

LE MECANISME DES PAIEMENTS INTERNATIONAUX TAUX DE CHANGE LIBRE ET FIXE

I

INTRODUCTION

Le sujet de cette conférence est la conservation de l'équilibre international. Je veux discuter les relations financières entre

différentes zones ayant différentes autorités centrales, des différents systèmes bancaires et différentes émissions d'argent.

Je commencerai par une seule monnaie mondiale, puis j'introduirai les formes alternatives des étalons métalliques nationaux et je dirai quelques mots sur le système des taux de change ajustables, comme envisagé dans le statut du Fonds Monétaire International, et finalement, je discuterai les divers systèmes dans lesquels les taux des changes sont libres à changer selon les pressions sur le marché des changes. Mon but est d'établir de larges contrastes et des principes plutôt que de donner des prescriptions de politique pratique.

II

LA MONNAIE MONDIALE

Considérons d'abord un modèle irréel d'un monde non pas divisé en différentes zones, chacune avec son autorité financière. Il est indifférent que nous envisageons sa monnaie comme entièrement composée de certain métal ou que nous envisageons un système parfaitement développé qui consiste en monnaie et crédit. La chose importante est qu'il n'y a qu'un seul centre d'offre, une monnaie, une banque centrale, contrôlant efficacement le volume du crédit bancaire.

S'il n'existe qu'une seule monnaie et un seul centre de contrôle, les difficultés de la balance de paiements sont exclues par définition.

Les difficultés de la balance des paiements sont essentiellement des difficultés d'échange de monnaie. Notez que je ne veux pas dire qu'il doit y avoir toujours un équilibre entre les différentes parties du système. Ceci serait seulement vrai s'il y avait un tel degré de mobilité des agents productifs potentiellement mobiles, qu'en réaction à tout changement il se produirait instantanément un ajustement. Ce qui n'est pas possible c'est l'émergence d'une difficulté de faire des achats en d'autres parts du système, s'il y a possibilité et volonté de payer les prix en vigueur. Tant qu'il n'y a qu'une seule monnaie, une fois que le sujet économique est en possession d'argent, il la pourra dépenser partout sans autre difficulté.

L'institution d'une monnaie internationale impliquerait l'abandon de la souveraineté des états dans certaines sphères de finances; il impliquerait avant tout que chaque état doit aban-

donner le pouvoir de créer de l'argent. Avant qu'une telle situation se présente, il faut que d'autres changements comme p. ex. l'intégration militaire, se soient déjà produits.

III

MONNAIES NATIONALES AUX TAUX DE CHANGE FIXES

Approchons un peu plus de la réalité, en supposant l'existence de plusieurs états souverains et indépendants avec responsabilité pour le contrôle et le fonctionnement du système monétaire local.

Cette hypothèse est applicable à tous les modèles que nous présenterons; leur différence dépendra de la nature de l'étalon choisi.

a) Étalon d'argent métallique unique.

Considérons d'abord ce que le prof. VINER a appelé "les étalons d'argent métallique unique". Si nous supposons que la monnaie dans les différents états consiste seulement dans un seul métal; qu'il n'y a pas de crédit organisé, pas de banques et que les pièces d'argent dans les différents états peuvent être frappées à des taux standardisés et si elles sont librement fusibles ou exportables, nous avons toujours le cas d'une monnaie internationale.

Notre hypothèse n'inclut plus le contrôle unique de l'offre. L'offre de cette monnaie mondiale dépend de l'offre du métal des mines et de la demande de ce métal pour des buts industriels. Quand il est possible d'obtenir toujours l'offre d'une certaine monnaie, il est clair que d'importantes disparités entre les taux de change dans le marché et les relations techniques de conversion indiquées par le poids relatif et l'aloi des différentes pièces d'argent, ne sont pas possibles.

b) Étalon métallique combiné avec le système moderne de crédit.

Supposons que la base de toute monnaie locale reste toujours l'étalon métallique, mais que le système monétaire local ne consiste pas seulement en monnaie métallique, mais aussi en crédit sous forme de billets convertibles ou de fonds convertibles; que les moyens de paiement locaux consistent surtout en des billets mais des billets convertibles à des taux fixés en argent-métal. Nous avons alors le type idéal de l'étalon-or classique.

Ceci est un modèle dans lequel des difficultés de la balance du paiement peuvent surgir. Les conditions que nous avons mentionnées, ne donnent pas de garanties d'automatisme dans le mécanisme de paiements internationaux; les variations locales dans le volume des moyens de paiement dues à des variations locales du crédit, peuvent créer des conditions dans lesquelles la convertibilité doit être abandonnée.

Supposons p. ex. l'expansion locale du crédit résultant dans un volume de dépenses locales relativement plus grand qu'ailleurs et qui n'aurait pas été possibles sous le système de monnaie mondiale.

Dans cette circonstance, le volume des importations et des exportations sera affecté dans le sens que les importations auront une tendance à augmenter tandis que les exportations auront une tendance à baisser; le résultat de cette situation sera le déséquilibre entre importation et exportation et une perte d'or. Si la politique n'est pas changée, les réserves seront épuisées et la conservation de la convertibilité à un certain taux fixé, sera impossible.

D'autre part, supposez certains changements externes dans les conditions d'offre et de demande, contraires à la position des facteurs de production locaux. Dans un système unique une telle situation mènerait automatiquement à un changement du volume des revenus monétaires de ces zones. Si dans un système indépendant, on tâche de maintenir un volume de dépenses plus grand que les circonstances changées le permettent, il y aura à nouveau un épuisement des réserves, qui finalement mènera à un point où la convertibilité à des taux fixes devient impossible.

Par conséquent, le système n'est plus automatique: il y a des possibilités de déséquilibre. Cependant, il est possible pour manipuler les systèmes de ce genre, comme si plus ou moins le système de la monnaie internationale continue.

Il faut que deux conditions soient satisfaites pour que la convertibilité parfaite soit maintenue dans un tel système:

- 1) les réserves de métal doivent être assez grandes pour pouvoir supporter certains appels soudains.*
- 2) la politique locale du crédit doit être dirigée vers la conservation de la convertibilité.*

J'ai libellé ces conditions en termes d'obligations d'une banque centrale unique. Il faut noter que le fonctionnement continu

d'un tel système dépend beaucoup de l'observation commune de ces règles. Si elles ne sont pas suivies par une autorité, des difficultés seront créées non seulement pour cette autorité, mais aussi pour toutes les autres. Si un pays important s'engage dans la déflation indéfiniment, les réserves métalliques de tous les autres s'écouleront vers celui-ci et le résultat général sera le colaps des prix ou l'échec général du système.

Dans un monde d'états indépendants souverains, il n'y a pas de garantie d'observation générale des règles du jeu. Il y a cependant certaines pénalités automatiques si elles ne sont pas suivies: la déflation est punie par la perte de l'intérêt, l'inflation par la perte de standing international. Ces pénalités peuvent être insuffisantes, et l'histoire nous confirme que ceci a été le cas assez souvent.

Il y a trois considérations en particulier qu'il faut prendre en vue concernant les étalons métalliques:

1) En pratique, il n'y avait pas tant de centres d'initiative indépendants que le nombre d'états souverains pourrait suggérer. La conservation de l'équilibre international général dépendait surtout d'action prise dans quelques centres importants, beaucoup plus que d'action prise ailleurs.

2) Les difficultés locales ont été mitigées souvent par des mouvements internationaux de capitaux. Aussi bien les emprunts à long terme que les mouvements d'argent à court terme ont rendu possible des développements, qui autrement auraient été impossibles et ont facilité des ajustements qui autrement auraient été intolérables.

3) Le volume des moyens de paiement du monde, c'est-à-dire, l'argent métallique et ses substituts, s'est toujours accru, et le développement du système bancaire a créé des substituts pour le métal et de l'économie dans son emploi.

Si nous pensons au fonctionnement de ces étalons en termes d'une offre fixe d'argent métallique, et d'un volume inchangé de crédit, nous nous trouvons en présence d'un modèle dont l'écroulement est inévitable. Mais si nous supposons des augmentations annuelles de l'offre combinée d'argent métallique et de ses substituts, ces difficultés semblent disparaître. L'exigence fondamentale de l'équilibre est une certaine relation entre le volume des dépenses dans les différentes zones; une telle relation peut être obtenue aussi bien à l'aide de taux inégaux d'accroissement absolu

qu'à l'aide d'accroissement positif dans certaines zones et réduction positive dans d'autres.

Un modèle de ce genre donne une approximation meilleure de ce qui se passait sous l'étalon métallique classique, que le modèle caractérisé par un volume de moyens de paiement fixes. Il n'y a pas de doute que nous rencontrons parfois des cas dans lesquels les centres ont eu ou auraient eu à déflationner les revenus monétaires et les prix dans le but de pouvoir maintenir l'équilibre international de la balance de paiement, à des taux de change fixes. Mais en général, ces occasions étaient peu nombreuses. Si nous rencontrons des pressions déflationnistes et des réductions de salaires dans un centre, nous les rencontrons aussi dans les autres, comme un sous-produit de la dépression cyclique générale. Un modèle trop statique mène à de fausses impressions. L'hypothèse d'une quantité d'argent métallique et de ses substituts croissants porte le modèle plus près de la réalité.

IV

MONNAIES NATIONALES AUX TAUX DE CHANGES AJUSTABLES

Nous devons toujours admettre qu'il n'y a pas de garantie d'équilibre automatique et qu'il est facile d'imaginer des conditions dans lesquelles le système s'écroule. L'histoire du monde depuis 1914 en fait preuve. S'il y a une détérioration des taux d'échanges non accompagnée par des mouvements de crédit appropriés ou une augmentation positive des dépenses totales non justifiées par les conditions du commerce international, la possibilité de l'écroulement du système se présente. Il faut supposer la persistance d'accidents favorables pour admettre que de telles politiques ne mèneraient pas à des difficultés chroniques de la balance des paiements.

Une fois qu'un certain taux de change est devenu sérieusement inapproprié, il est une erreur de politique de tenter de rectifier la position par les mesures de déflation interne. L'inflation semble être une erreur, mais aussi la déflation sur grande échelle est une erreur. Ici, je ne parle pas de petites contractions nécessaires à corriger des déséquilibres temporaires, mais je me réfère

plutôt à des changements profonds qui deviennent nécessaires quand un taux de change est sérieusement sur-évalué. Une telle déflation est un grand mal. Mais si nous ne devons pas demander aux autorités d'un pays de prendre des mesures contre la déflation, aussi nous ne devrions pas demander aux pays voisins de prendre des mesures comme l'inflation pour les tirer de leurs difficultés. Nous pouvons demander que les pays voisins prennent des mesures appropriées menant à l'expansion de leur commerce international, celle-ci comme résultat de l'effet d'une cause réelle favorable.

L'expansion du revenu monétaire et des dépenses est la réponse appropriée qui mènera à une augmentation locale des produits exportés. Mais si nous n'avons pas le droit que les pays voisins feroient de l'expansion dans le but de tirer des autres de leurs difficultés causées par l'inflation locale, ou par la négligence de tenir compte d'un déclin de revenus internationaux, nous ne pouvons pas demander que des pays en déséquilibre fondamental n'auraient pas à faire l'ajustement nécessaire.

Dans ces conditions, il est sage de modifier le taux de change. Nul doute qu'il n'y a pas mal de difficultés à décider de combien il faut dévaluer. Mais les principes sont clairs: un déséquilibre fondamental doit être remédié par une dévaluation. Cependant une telle mesure affecte non seulement les pays en question, mais aussi leurs voisins. Les concurrents d'un pays qui altère son taux de change sans consentement commun, auront la tendance à réagir soit par des altérations similaires, soit par des mesures influençant leurs propres exportations ou limitant leurs importations. Il est bien possible que l'effet cumulatif sera d'éliminer complètement les avantages de la dévaluation initiale. C'est seulement quand la dévaluation se fait par consentement commun que ces possibilités désagréables sont éliminées.

Ceci était l'idée centrale à la base des statuts du Fonds Monétaire International, en ce qui concerne les altérations des taux des changes. Admettons, disait-on, que de temps en temps, la politique locale peut causer des déviations de l'équilibre international. Dans ce cas, plutôt que de demander des déflations impossibles qui mèneraient à la paralysie du commerce international à cause des restrictions d'importation, faisons plutôt des arrangements permettant de faire des ajustements ordonnés du taux de change.

V

MONNAIE NATIONALE AU TAUX LIBRE

Maintenant, il faut tenir compte de l'opinion de certains économistes qui maintiennent que ce système n'est pas suffisamment radical et qui déclarent que le monde moderne a besoin de monnaies nationales indépendantes relationnées par des taux qu'on laisse varier avec la pression du marché et non pas par des taux fixes que l'on ne peut ajuster que de temps en temps.

L'argument principal se trouve dans l'intractabilité des politiques nationales. Les gouvernements populaires de nos jours ne poursuivraient pas des politiques dirigées à la conservation de l'équilibre international à des taux de change fixes: ils seraient plutôt préoccupés par la politique locale, p. ex., politique de plein emploi, politique de développement national, peut-être même politique visant la stabilisation des conditions internes, en un mot, tout excepté le but intangible de maintenir l'équilibre avec l'extérieur.

Dans ces circonstances, disent-ils, la tentative de maintenir des taux fixes exerce positivement une influence déséquilibrante. Ce sera un pur hasard s'il y a une coïncidence entre les exigences de la politique interne et le déséquilibre externe. Mais à moins qu'il y ait cette coïncidence, il y aura un déséquilibre dans la balance des paiements et la conservation des taux fixes impliquera le contrôle des changes, les restrictions du commerce, et autres choses pareilles. La seule chose à faire, est de laisser varier librement les taux de changes.

A ce point, le système de BRETON WOODS n'est pas adéquat. Nous n'avons pas la sûreté du système fixe, mais nous perdons la flexibilité du taux libre. En plus, avec le développement du déséquilibre fondamental, la spéculation commence à opérer.

Permettez que le taux de change provoque l'équilibre international à travers ses variations.

Je n'ai rien à dire contre l'emploi d'un taux libre dans certains cas d'urgence. Si un pays se trouve en déséquilibre fondamental et si ce pays veut ajuster son taux de change après avoir mis ses finances internes en ordre, il est possible que ce pays est en doute sur la question quel nouveau taux sera approprié. Dans ce cas, il y a beaucoup à dire pour une période expérimentale pendant laquelle le taux de change est permis de chercher son

propre équilibre. Un taux de change libre peut très bien représenter le moindre des deux maux. Il y a beaucoup moins de danger dans un taux libre que l'on adopte pour éviter la déflation ailleurs, que dans un taux adopté pour remédier le résultat d'inflation interne.

Cependant les arguments qu'on a proposé ne se réfèrent pas à des taux libres en certains cas d'urgence, mais plutôt pour des taux libres comme système permanent d'équilibre international.

Les avantages du système des taux libres sont parfois décrits comme les suivants:

1) conformité particulière à l'esprit d'une politique économique libérale;

2) l'automatisme du système comme il permet que les fluctuations du taux de change amèneront l'équilibre;

Quant à ce premier point, il est vrai que ce système suit l'esprit libéral comme la base en est le marché plutôt que le contrôle direct. Mais à part cela, je ne vois pas d'autres avantages. En effet, dans un système mondial parfaitement libéral, il y aurait une forte tendance à une monnaie mondiale unique. Si les gens étaient permis d'appliquer leur capital exactement comme ils veulent, il y aura une tendance pour faire des contrats en termes de la monnaie qu'ils expectent de fluctuer le moins; ceci nous mènerait à l'introduction de cette monnaie comme moyen de paiement général.

Comme nous avons fait l'expérience, il est nécessaire de défendre des contrats en d'autres unités monétaires, si nous voulons préserver des monnaies nationales indépendantes et si nous voulons éliminer la tendance expliquée ci-dessus. Ceci ne me paraît pas en harmonie avec les principes du libéralisme.

Quant au deuxième avantage, l'automatisme, la contention que le système des taux libres mène automatiquement à l'équilibre et que nous pouvons nous fier uniquement au principe du marché sans assistance de politique pour établir l'équilibre dans le marché du change, — je suis convaincu que cet argument est une erreur. Etant donné la nature du monde réel et le mécanisme monétaire en vigueur, il n'y a pas un tel automatisme. L'équilibre atteint de cette manière est aussi bien le résultat de politique que l'équilibre atteint par d'autres méthodes.

Mais le monde où nous vivons n'est pas ainsi. Les revenus nationaux ne sont pas complètement inélastiques. Dans les systèmes avancés du crédit du monde moderne, s'il y a une inélasticité relative, c'est seulement dû à la politique.

Supposons pour un moment une monnaie parfaitement élastique et pas de politique. Supposons encore une baisse du taux de change due à un certain facteur réel défavorable venant de l'extérieur. Les prix d'importations augmentent: les commerçants, les manufacturiers demandent plus de crédit afin de maintenir leurs stocks. Le coût de la vie augmente. Les syndicats demandent une augmentation de salaires. Les employeurs demandent plus de crédit afin de payer les salaires augmentés. Les crédits sont accordés. Il n'y a pas de contraction ailleurs. Il existe donc un niveau plus haut de dépenses internes. Et l'avantage de la situation initiale est effacé. Le taux de change tombe à nouveau. Si l'offre des moyens de paiement est élastique, l'effet des fluctuations du taux des changes n'est pas l'effet d'un pendule, mais la tendance est complètement dans la même direction.

Pour éviter cette situation et pour permettre que l'effet du taux libre soit comme on a supposé, il est nécessaire qu'avec le mouvement de baisse il y aura une extension du crédit. Il est nécessaire de contrôler la base du crédit. Il faut permettre que les taux d'intérêt augmentent.

Le résultat en est que les taux libres impliquent de grands dangers si les finances internes sont faibles.

L'argument devient réellement intéressant, si nous supposons que les finances internes sont fortes. La question devient donc: est-ce que des monnaies nationales au taux libre sont désirable comme système permanent ?

Je ne veux pas nier l'importance des arguments défendus par les économistes en faveur de ce système. Mais je voudrais suggérer que la reconnaissance du fait qu'il n'est pas automatique enlève beaucoup d'attraction apparente à cet argument. Le choix entre ce système et les autres devient maintenant une question de pondérer les chances respectives de succès des différentes politiques, plutôt qu'un choix entre un système automatique et un système qu'il faut contrôler.

Je ne pense pas que l'expérience du passé est très encourageante. Elle semble nous suggérer que les gens en général tolèrent pas mal d'inflation avant qu'ils commencent à se défendre.

D'autre part, la possibilité d'une exhaustion des réserves a été fréquemment l'occasion pour un changement radical de politique.

La question réelle est de savoir si le public sera plus alarmé par une dépréciation du taux de change que par l'épuisement des réserves, et la conclusion en est que c'est plutôt la dépréciation du taux de change qui mène le plus vite à des mesures de la part du public. Je pense que la situation des devises doit être très alarmante avant que l'opinion publique la regarde comme une justification d'action. Mais alors les dommages internes sont déjà faits.

Le désir pour la conservation des taux fixes est très fort. Ceci est prouvé par la vitesse avec laquelle les gouvernements imposent des restrictions et des contrôles si le taux de change est en danger, au lieu de le laisser libre et ce désir du taux fixe est tellement grand, que si les centres importants financiers décidaient de s'engager dans l'expérience du taux libre, il n'est pas nécessaire que leur exemple serait suivi en général. Plutôt que de laisser leur taux de change varier librement en termes des autres monnaies, les autorités de beaucoup de pays prendraient des mesures pour s'attacher à des taux fixes à une des monnaies mondiales importantes. On peut parfaitement imaginer des taux libres entre les grands blocs comme p. ex. la zone du sterling et la zone du dollar. Il n'est pas très réaliste d'imaginer les taux libres partout.

Mais dans ce cas, nous n'avons pas réussi à banir du monde la nécessité de maintenir l'équilibre à des taux fixes dans certains pays. Pour autant qu'il y a des centres indépendants de moyens de paiement entre des groupes de monnaies convertibles à des taux fixes, pour autant la plupart des vieux problèmes se pose. Les centres en dedans les blocs doivent se maintenir en équilibre entre eux par des ajustements des dépenses internes. De sorte que quelles que soient les exigences d'une période d'émergence et de transition, je me demande toujours que, si la politique doit être dirigée vers la conservation de taux fixes dans certains pays il ne sera pas à la fin plus facile de diriger la politique vers la conservation de taur fixes partout. Avec certaines modifications, le système de BRETON WOODS peut être plus désirable comme but ultime que l'on a supposé récemment.