

A Ação dos Bancos Centrais e o Equilíbrio Econômico (*)

J. HERBERT FURTH

Equilíbrio econômico e diretrizes econômicas

Gostaria de definir equilíbrio como uma situação em que duas condições se realizam. Primeiro, a oferta de bens e serviços é suficiente para permitir a satisfação da procura efetiva para consumo, investimento e exportação, aos preços e níveis de salários existentes; segundo, e ao mesmo tempo, a procura efetiva é suficiente para permitir a utilização dos fatores de produção em sua combinação mais econômica.

Podeis ver que não distingo entre equilíbrio interno e internacional, por acreditar que os dois são absolutamente inseparáveis. Os mesmos fatores que causam o desequilíbrio econômico interno causam, infelizmente, o desequilíbrio internacional. Por exemplo, se a procura efetiva, em termos de dinheiro, é maior que a oferta disponível de bens e serviços, então haverá uma tendência não só para o aumento dos preços e da produção mas também para o aumento das importações.

Eis por que serão infrutíferos todos os esforços no sentido de obter equilíbrio internacional que não se fizerem acompanhar de um combate às raízes do desequilíbrio interno.

A forma sob a qual o desequilíbrio se manifesta depende sobretudo da estrutura econômica. Por exemplo, nos países la-

(*) O presente artigo foi objeto de uma conferência feita pelo Autor no *Foreign Service Institute*, em Washington, D C., a 15 de fevereiro de 1950. As opiniões aqui expendidas pelo Autor são de sua responsabilidade pessoal, não envolvendo as do referido Instituto ou do Board of Governors of the Federal Reserve System, órgãos a que ele está ligado.

tino-americanos, em que a maior parte da renda adicional é gasta em artigos estrangeiros de semiluxo, a inflação resultará primariamente em desequilíbrio internacional, num *deficit* do balanço de pagamentos. Nos Estados Unidos, em que a renda adicional provavelmente será gasta, na maior parte, em artigos de produção interna, a inflação resultará sobretudo num aumento da produção ou dos preços — da produção, se há fatores de produção não utilizados; dos preços, se os fatores de produção estão mais ou menos utilizados.

Devemos aos chamados economistas clássicos a grande descoberta de que, em grande extensão, o equilíbrio econômico pode ser atingido e conservado sem planejamento central. Todavia, a partir de meados do século XIX, a maioria dos economistas verificou que êsse restabelecimento automático do equilíbrio tinha suas limitações.

Antes de tudo, muitos dos fatores que causam o desequilíbrio são inseparáveis da dinâmica de uma economia capitalista em expansão. Segundo, as forças corretivas do mercado podem facilmente ultrapassar a meta visada, conduzindo a um desequilíbrio em sentido oposto.

A política econômica procura ou utilizar as forças do mercado ou contrabalançá-las. Na vigência do padrão ouro, os governos se inclinavam para utilizar sobretudo a primeira solução, isto é, confiavam nas forças do mercado. Isso era necessário porque, na vigência do padrão ouro, o governo pouca oportunidade tinha de influenciar a quantidade de moeda, internamente, e o curso da moeda, internacionalmente.

A situação é diferente, na vigência de nosso atual padrão de crédito. Tais limitações desapareceram em grande parte e, como consequência, cresceram enormemente os poderes do governo na esfera da moeda e do crédito.

E' interessante observar que os países que ainda desfrutam de muito forte posição internacional, e que portanto mantiveram algo que se aproxima do padrão ouro, ou pelo menos a conversibilidade de suas moedas em ouro (como os Estados Unidos e a Suíça), ainda adotam, precipuamente, as diretrizes que utilizam as forças do mercado; ao passo que os países que ocupam fraca situação internacional, e nos quais vigora completa inconvertibilidade, cada dia mais utilizam diretrizes des-

tinadas a contrabalançar as forças do mercado e baseadas no poder coercitivo do governo.

Numa economia dêsse tipo, as diretrizes do banco central são parte do sistema total de contrôles; só podemos dizer que os bancos centrais têm diretrizes independentes nos sistemas que adotam os princípios da economia de mercado (*market economy*).

Numa economia de mercado, a política econômica pode tentar influir tanto sobre a oferta de bens e serviços como sobre a procura efetiva, portanto. Dentro de cada uma dessas duas categorias, a política pode ou tentar alterar a oferta global (*aggregate*) de bens ou serviços ou a procura efetiva global (*aggregate*); ou então pode tentar influir sobre a composição de cada uma delas.

Todavia, as diferenças entre essas duas técnicas são mais nítidas na teoria que na prática, pois são interdependentes as modificações na oferta e na procura, assim como as modificações no total (*aggregate*) ou na composição de cada categoria.

Ao escolher entre essas duas técnicas, decide-se, de fato, se a meta visada deve ser atingida direta ou indiretamente.

As diretrizes econômicas destinadas a corrigir o desequilíbrio têm probabilidades idênticas às das forças irrestritas do mercado para resultar numa reversão muito drástica de uma tendência. Eis por que os países que maiores sucessos obtiveram no combate ao desequilíbrio internacional inflacionário — digamos Bélgica e Itália — se acham no momento sujeitos a tendências internas nitidamente deflacionárias.

Diretrizes tradicionais dos bancos centrais

As diretrizes adotadas por um banco central não podem influenciar diretamente a oferta de bens e serviços, mas podem influir na procura efetiva, isto é, no fluxo de renda monetária, deduzidas ou acrescidas as modificações nos balanços de pagamento. Os balanços monetários são não só os fatores que se modificam mais rapidamente, como também os que mais de perto se ligam ao crédito bancário e, portanto, à influência do banco central.

A seguir discutirei a política dos bancos centrais apenas no que concerne ao crédito; não mencionarei o que à primeira

vista parece ser o objetivo precípua dos bancos centrais, isto é, a emissão de moeda. Porque na realidade êsses bancos têm muito pouco poder sôbre a emissão de moeda. Sempre há títulos que devem ser automaticamente resgatados em dinheiro. Na vigência do padrão ouro, em ouro; na vigência de nosso padrão de crédito, em depósitos bancários e, até certo ponto, títulos do governo. Os bancos centrais não podem deixar de resgatar êsses títulos. Cabe-lhes apenas tentar induzir os portadores a não exigir sua conversão em dinheiro.

Além disso, a procura de dinheiro liga-se muito intimamente ao nível das rendas monetárias, e os bancos centrais só indiretamente podem influir sôbre o nível das mesmas. Neste particular, os bancos centrais sempre se acham em posição desvantajosa, em relação às autoridades financeiras, as quais, mediante modificações nas receitas e despesas públicas, assim como mediante a venda e o resgate de títulos do governo, podem influir mais diretamente sôbre o nível das rendas monetárias.

Isso não obstante, as políticas adotadas pelos bancos centrais têm a grande vantagem de serem mais flexíveis e de provocarem uma reação mais pronta, por parte da economia como um todo. Os bancos centrais podem mudar de política de um dia para outro. E os bancos comerciais provavelmente alterarão suas políticas imediatamente, a fim de ajustá-las à concessão ou à recusa de novo crédito, por parte do banco central.

Já a política financeira, sobretudo a tributária, em geral só pode ser alterada mediante ato do poder legislativo. Novos planos de despesas públicas exigem cuidadosa elaboração. O próprio pagamento dos impostos só se concretiza bastante tempo após a decretação dos mesmos. A execução dos programas de despesa pública também só se faz muito tempo após a aprovação dos planos.

Por tôdas essas razões, a política dos bancos centrais e a dos órgãos financeiros se completam, ao invés de fazerem concorrência uma a outra. Recentemente discutiu-se se os métodos financeiros deviam ter prioridade sôbre os métodos adotados pelos bancos centrais; mas essa discussão só tem sentido em relação a aspectos individuais, e não à política como um todo. A política geral, essa deve ser sempre coordenada entre os órgãos encarregados das finanças e os da moeda; mas é bem verdade

que essa coordenação se torna mais fácil se as funções de tais órgãos são claramente definidas.

Os bancos centrais possuem, como provavelmente todos vós sabeis, três tradicionais meios de influenciar o volume da procura efetiva. Primeiro, podem influir sobre o crédito bancário, através da manipulação da taxa de redesconto. Segundo, podem influir tanto sobre o crédito bancário como sobre o curso da moeda, através da compra e venda de títulos no mercado aberto (*open-market*). Terceiro, podem influir sobre o crédito bancário, através das reservas que os bancos comerciais são obrigados a manter no banco central.

A eficácia dessas medidas depende da magnitude das modificações que o banco central pode impor e da reação da economia. Esses fatores assumem importância especial no caso de alteração da taxa de redesconto. As manipulações dessa taxa afetam não só as condições do crédito bancário como ainda o preço dos títulos. Numa economia em que as reservas (*holdings*) dêsses títulos, sobretudo de títulos do governo, representam uma grande parte do ativo de tôdas as instituições financeiras e de muitas entidades não financeiras, as modificações violentas no valor dêsse ativo podem provocar dificuldades tão grandes quanto as desvantagens causadas pelas modificações nas condições do crédito bancário.

Ademais, o desejo do governo, de manter a taxa de juros no mais baixo nível possível, sempre deve ser confrontado com as vantagens resultantes de uma alteração na taxa de juros.

Muitas vezes é contraindicado fazer esforços para reduzir a procura efetiva, mediante a elevação da taxa de juros, em virtude das desvantagens dessa política, do ponto de vista financeiro. Por outro lado, é impossível adotar uma grande redução na taxa de juros, se esta de início já é quase zero.

Por essas razões, a taxa de desconto vem perdendo muito de sua função equilibradora, ao passo que as operações do mercado aberto e as exigências de reservas vão desempenhando cada dia papel mais proeminente. Apesar disso, as operações do mercado aberto também encontram suas dificuldades: a grande quantidade de títulos do governo existente no mercado. As alterações nas exigências de reservas também são ineficazes se

os bancos podem contrabalançá-las com operações inversas, no mercado aberto; isto é, vendendo títulos ao sistema de banco central, sempre que se ordena um aumento nas reservas; e comprando-os, sempre que se permite um decréscimo. Em tais casos, as modificações nas reservas não afetariam em absoluto as condições do crédito bancário.

E' por essas razões que se fizeram propostas no sentido de congelar as reservas que os bancos mantêm em títulos do governo, que ultrapassassem um determinado nível, de modo a impossibilitar essas operações no mercado aberto.

Aspecto internacional das diretrizes tradicionais

As medidas tradicionalmente adotadas pelos bancos centrais podem ser aplicadas ao campo internacional tanto quanto ao setor interno. Alterações da taxa de desconto têm sido regularmente utilizadas como meio de influenciar tanto a procura externa como a procura interna. Por exemplo, numa situação inflacionária, a elevação da taxa de juros não só contrabalançou a tendência para importar, com a depressão do volume do crédito interno e, logo, de rendas monetárias, mas também atraiu ouro e capital estrangeiros, fornecendo automaticamente os recursos para pagar o aumento das importações.

A eficácia do método clássico repousava numa série de condições que já não prevalecem nos dias de hoje. A primeira delas era a interconvertibilidade e a estabilidade de troca de tôdas as principais moedas. Assim que deixou de existir a interconvertibilidade, o curso do ouro e do capital deixou de ser afetado pelas modificações na taxa de descontos, passando a reagir sobretudo a possíveis alterações nas taxas de câmbio. Se um país ameaçava desvalorizar a sua moeda, evidentemente não havia taxa de desconto, por mais razoável, capaz de persuadir os capitalistas, se lhes fôsse dado optar, a manter seu capital na moeda ameaçada ou, mesmo, a expandir suas reservas nessa moeda.

Segundo, o desenvolvimento do nacionalismo e do socialismo tem grandemente reduzido a segurança do capital estrangeiro. Logo, se um país está ameaçado por um governo comunista ou fascista, ou mesmo por um planejamento moderado, que não

veja com bons olhos os capitalistas estrangeiros, verificar-se-á uma evasão de capital insusceptível de ser sustada por quaisquer alterações na taxa de desconto.

Esse tipo de movimento de capital foi em grande parte responsável pelo desequilíbrio ocorrido durante o período entre as duas guerras; hoje torna quase impossível o retôrno à liberdade nas relações financeiras internacionais.

O próprio fato de que os movimentos de capital deixaram, atualmente, de ser fatores de equilíbrio, tendo-se mesmo tornado fatores de desequilíbrio, originou uma atitude nova, em face desses movimentos.

Na tradição clássica, a evasão de capital, por exemplo, era geralmente considerada como sintoma de inflação interna, conduzindo, portanto, a medidas internas antiinflacionárias. Hoje em dia a saída de capital não é de modo algum sinal de inflação interna, assim como a entrada de capital também não é, em absoluto, sinal de deflação interna; logo, tais reações não teriam significação alguma.

Ilustrando, tivemos uma grande entrada de capital imediatamente após a guerra; mas isso decerto não significou que os Estados Unidos estavam em situação deflacionária. Seria absolutamente errôneo tratar essa entrada de capital como sintoma de deflação e contrabalançá-la com medidas inflacionárias. Esse fato significa apenas que as pessoas, temendo deixar seu capital na Europa, procuravam retirar o máximo que podiam.

Nessas circunstâncias, os bancos centrais, ao invés de interpretar êsses movimentos como sinal de inflação ou deflação, procuram hoje, na medida do possível, esterilizá-los. Se há evasão de ouro, não procuram contrair a procura efetiva mas, ao contrário, esforçam-se por fazer a procura efetiva compensar a perda. E se entra ouro e capital estrangeiro, não permitem que a procura efetiva interna se expanda mas, ao contrário, tentam contrai-la.

Como os movimentos de capital perderam, em consequência, sua função equilibradora, não surpreende verificar que muitos governos procuram proibir, ou pelos menos dificultar, todo e qualquer movimento de capital.

Novos métodos adotados pelos bancos centrais em sua política

O declínio da importância dos métodos clássicos tem sido compensado, até certo ponto, pela utilização de novos métodos, na política dos bancos centrais. No setor interno, os bancos centrais procuram influir diretamente sobre a política de crédito do sistema bancário e, especialmente, sobre os créditos que afetam os pontos estratégicos da atividade econômica. O melhor exemplo dessa influência é o Banco da Inglaterra. O prestígio desse banco é tão grande que basta seus diretores expressarem um desejo para os bancos comerciais se apressarem a satisfazê-lo. Isso tem permitido ao Banco da Inglaterra abster-se de fazer qualquer exigência quanto ao nível de reservas, não alterar a taxa de desconto durante longos períodos, e combater desequilíbrios inflacionários e deflacionários mediante o simples uso de persuasão junto aos bancos comerciais.

Nos Estados Unidos, a influência psicológica da ação da Junta Federal de Reserva também tem sido muito significativa; muitos observadores acreditam que as alterações da taxa de descontos produziram efeitos principalmente porque os bancos comerciais as consideravam como sinais de perigo, e não em virtude de seu efeito direto sobre o encarecimento ou o barateamento do crédito.

Além disso, a Junta Federal de Reserva conquistou vários poderes para restringir ou controlar pelo menos alguns tipos de crédito. O mais importante desses é a competência da Junta para regular o crédito da bolsa de títulos, através das chamadas exigências marginais. A alta ou a queda nos preços dos títulos afeta a procura efetiva não só através o efeito sobre a taxa de juros mas também porque determinam o montante de crédito bancário que se dedica à especulação na bolsa de títulos, em vez de a outras finalidades; e sobretudo porque afetam a emissão de novas apólices e ações e, por conseguinte, o nível do novo investimento.

Além dessa atribuição muito importante, a Junta tinha, até recentemente, o direito de regular o crédito dos consumidores. O crédito dos consumidores reveste-se de importância especial porque tem grande efeito sobre a procura de bens du-

ráveis, sobretudo automóveis, por parte dos consumidores. Por esta razão, a Junta tem repetidamente solicitado ao Congresso que inclua a regulamentação do crédito dos consumidores entre as funções permanentes daquele órgão (1).

Existem em alguns países contrôles diretos sobre o crédito, em todos os ramos da atividade bancária. Tais contrôles evidentemente aumentam muito o poder do banco central; mas também reduzem o funcionamento do sistema de mercado; a tal ponto que, em minha opinião, um país em que vigoram tais contrôles totais do crédito deve ser considerado de economia planificada, e não de economia de mercado. Por êsse motivo não discutirei aqui êsses contrôles totais.

Aspectos internacionais das novas diretrizes

Nos últimos anos surgiram no campo das relações econômicas internacionais novos métodos de ação, por parte dos bancos centrais. Desejo ressaltar minha opinião de que os contrôles de câmbio usualmente não caem dentro dessa categoria. Mesmo quando os bancos centrais impõem contrôles de câmbio, frequentemente êsses não fazem parte de uma política destinada a obter equilíbrio financeiro mas, assim como o contrôle interno total, simplesmente reprimem os sintomas de desequilíbrio. Se utilizados em situação inflacionária, conduzem, portanto, à inflação reprimida e não ao equilíbrio.

Isto não quer dizer que tais contrôles de câmbio devam sempre ser condenados, do ponto de vista da economia de mercado. Se, por exemplo, o desequilíbrio é temporário (como em épocas de guerra, ou mesmo durante o atual período de transição de após-guerra, ou ainda durante uma depressão cíclica muito séria), pode haver vantagens em não forçar a economia a ajustar-se de maneira radical a uma situação temporária, sendo preferível simplesmente combater os sintomas mais irritantes, até o momento em que o equilíbrio fôr restaurado, por algum meio, ou pelo desenvolvimento natural da economia.

(1) A Lei de Defesa da Produção, de 1950, concedeu à Junta Federal de Reserva poderes para regular o crédito dos consumidores e também o crédito hipotecário para novas construções.

Neste caso, até os mais ardentes adeptos da economia de mercado podem muito bem ser inteiramente a favor de rigorosos controles internos e externos.

Segundo, os controles de câmbio podem ser encarados como medidas de uma política de equilíbrio, se visam a proteger a economia contra perturbações oriundas de outros países, pois essas perturbações freqüentemente estão ligadas a controles de câmbio instituídos por outros países. O exemplo mais característico é o de um país dotado de moeda supervalorizada, inconvertível. Se a moeda está supervalorizada, se sua taxa legal de câmbio é superior à taxa pela qual o balanço de pagamentos internacionais do país ficaria em equilíbrio, isso significa, em geral, embora haja exceções, que o nível de preços do país, à taxa de câmbio vigente, é muito alto em relação ao mercado mundial.

Depois de certo tempo, tal supervalorização só pode ser mantida se se impede a convertibilidade, mediante a imposição de controles de câmbio. Nessa circunstância talvez seja lucrativo para os exportadores de outro país aumentar seus embarques para o país dotado de moeda inconvertível, com o sacrifício de vendas para países dotados de moedas livremente convertíveis mas de um nível de preços mais baixo. Essa solução é possível se o banco central do país exportador está preparado para trocar a moeda inconvertível por moeda nacional, à taxa legal de câmbio.

Nesse caso, o banco central do país exportador tende a acumular divisas estrangeiras inconvertíveis, e esta acumulação evidentemente não tem utilidade alguma para o banco central nem para a economia geral do país. Por conseguinte, este teria ótima justificativa para impedir exportações destinadas à área de moeda inconvertível ou para estimular as importações de área de moeda inconvertível, mediante a aplicação de controles cambiais discriminatórios.

A prática da inconvertibilidade também originou um fenômeno desconhecido nos dias de comércio multilateral e práticas de pagamentos (*payment practices*). Atualmente um país, embora em equilíbrio global (*overall*), pode ter um saldo de exportação em moedas inconvertíveis e um saldo de importação em moedas convertíveis, ficando por isso impossibilitado de apli-

car seu saldo de exportação no pagamento do saldo de importação. Este é, em grande parte, o caso do Reino Unido, no momento atual. Neste exemplo, o desequilíbrio internacional não decorre de desequilíbrio interno.

Por esta razão, os novos métodos adotados na política dos bancos centrais ligam-se às instituições internacionais que facilitam a cooperação dos bancos centrais. A primeira dessas instituições, criada no período entre as duas grandes guerras, foi o Banco Internacional de Liquidações, o qual, como sabeis, está novamente crescendo de prestígio em conexão com a proposta União Européia de Pagamentos. A mais eminente dessas instituições é o Fundo Monetário Internacional. Não pretendo falar das diretrizes adotadas pelo Fundo Monetário Internacional, quanto a este ponto; desejo apenas dizer que um de seus principais objetivos é combater o desequilíbrio internacional.

Outra prática usada no período entre as duas guerras, e que ainda não foi revivida, requer a concessão de créditos de estabilização entre bancos centrais. Tais créditos teriam objetivos semelhantes aos dos empréstimos concedidos pelo Fundo Monetário Internacional, mas poderiam adaptar-se melhor a situações particulares.

Diretrizes referentes à reconstrução e ao desenvolvimento

As autoridades do banco central desempenham funções muito árduas em países que pretendem desenvolver seus recursos internos ou reparar os danos causados pela guerra em ritmo muito acelerado. Nos países subdesenvolvidos, usualmente a expansão é facilitada se se aumenta a procura efetiva mediante um acréscimo geral nas rendas monetárias, mesmo que tal acréscimo seja considerado inflacionário. Por outro lado, no caso de países devastados pela guerra, a reconstrução geralmente é ameaçada pelo fato de que as rendas monetárias são excessivas para a oferta de bens e serviços do momento, e mesmo para a oferta de bens e serviços capaz de ficar disponível dentro de um período relativamente curto.

Nos países subdesenvolvidos, portanto, talvez seja necessário adotar diretrizes ligeiramente desequilibradoras, isto é, diretrizes que visem a aumentar a procura monetária em ritmo relativamente rápido. Já nos países devastados pela guerra, é quase sempre necessário reduzir muito drasticamente a procura monetária, mais drasticamente do que seria possível mediante o emprêgo dos métodos convencionalmente adotados pelos bancos centrais. Esta a razão por que, em tais países, a chamada conversão de moeda, isto é, a confiscação de uma grande parte da oferta de dinheiro existente, se tornou uma prática aceita, nos moldes da famosa conversão efetuada pela Bélgica em outubro de 1944.

Tanto os países subdesenvolvidos como os devastados pela guerra têm que possuir um grande saldo de importação a fim de fazer face ao desenvolvimento e à reconstrução. Esse saldo de importação deve ser coberto por créditos ou auxílios internacionais. O país não estará em equilíbrio, mesmo que seu balanço de pagamento esteja em equilíbrio; só estará em equilíbrio se receber créditos ou auxílios suficientes para cobrir um grande saldo excesso de importação. Nesses casos, as autoridades do banco central têm o dever de impedir que o excesso de importação provoque um desequilíbrio interno. E de preparar o caminho para a transição daquela situação para uma situação futura, de comércio exterior equilibrado e, de fato, até para um futuro saldo de exportação. A última hipótese é indispensável para fazer face ao serviço das dívidas internacionais contraídas durante o período de desenvolvimento.

A êsse respeito, surgiu uma nova medida muito interessante, baseada nas seguintes considerações: em geral, as importações feitas contra dinheiro têm um duplo efeito deflacionário sobre a economia: aumentam a quantidade de mercadorias disponíveis e, ao mesmo tempo, reduzem o poder aquisitivo que sobrou para a compra de artigos de produção interna. Mas se as importações são financiadas com auxílios ou créditos, não se verifica êsse segundo efeito deflacionário. No caso de auxílios, não ocorre nunca; no caso de créditos, não se verifica imediatamente, só se manifestando na ocasião em que os créditos tiverem de ser pagos.

Nesses casos, libera-se, por assim dizer, uma margem da procura efetiva; esta margem pode ser utilizada se o país que concede os auxílios ou créditos insiste em que o contravalor de tais créditos e auxílios seja depositado em moeda local, no banco central do país recipiendário. Êsses fundos de contrapartida, em moeda local, tornaram-se uma das características da ECA e de outros auxílios concedidos pelos Estados Unidos.

Êsses fundos podem ser utilizados para dois fins: ou para contrabalançar tendências inflacionárias gerais, ou para financiar os projetos de reconstrução e desenvolvimento tornados possíveis pela importação de bens de produção. Na maioria dos casos, o custo dos bens de produção importados representa apenas uma reduzida parte do custo total do projeto. Sem dúvida a maior parte consiste de elementos locais, e êsses podem ser cobertos com a utilização dos fundos acumulados como equivalente de auxílio ou crédito destinado ao custeio de importação de bens de produção.

Tais fundos apresentam muitos problemas que não posso discutir aqui mas, de modo geral, sua administração se coroou de tal êxito que alguns observadores recomendam a sua adoção também no caso de empréstimos internacionais. Tal sucesso, porém, só é possível se o banco central do país devedor coopera muito intimamente com as autoridades do país credor. Caso contrário, por exemplo, se os fundos se destinam a finalidades deflacionárias, êsse propósito pode ser frustrado se o banco central do país recipiendário seguir uma política expansionista. E se se destinam a finalidades expansionistas, como o financiamento de investimentos, êsse propósito pode ser frustrado, se o banco central do país recipiendário adotar uma política deflacionária.

Como se vê, a administração dêsses fundos de contrapartida também conduziu à mais estreita cooperação entre os bancos centrais.

Limitação das diretrizes adotadas pelos bancos centrais

Nosso estudo das diretrizes dos bancos centrais estaria incompleto se não ressaltássemos as sérias limitações dessas di-

retrizes. Em geral só podem afetar a economia em seu conjunto (*aggregate*) ou em setores muitos amplos. Para que pudessem afetar cada produtor ou consumidor, os quais, afinal de contas, determinam as tendências econômicas numa economia de mercado, a economia como um todo deve ter um alto grau de flexibilidade. Se isto não se der, pode acontecer que o banco central faça aumentar a procura efetiva, com a consequente inflação em um setor da economia, enquanto continua uma situação deflacionária em um outro setor.

Nas condições atuais, existem muitos obstáculos à flexibilidade. As organizações monopolísticas mantêm os preços rígidos e os contratos coletivos a longo prazo mantêm os salários rígidos. Em alguns ramos da economia, o enorme tamanho de empresas eficientes torna quase impossível o ingresso, no ramo, de elementos novos. Em muitos países a escassez de casas, ou tradições de família, ou barreiras de raça ou língua, dificultam a mudança dos trabalhadores de um lugar para outro ou a mudança de ocupação.

Em muitos exemplos, portanto, o desequilíbrio não assumiu a forma direta de inflação ou deflação mas apresentou uma curiosa mistura de ambas. Quero dizer, a economia sofre ao mesmo tempo de inflação e de deflação. Posso citar o caso da Alemanha, como exemplo típico dessa situação.

No ano passado, a Alemanha Ocidental experimentou considerável aumento na quantidade de moeda em circulação. Teve sério acréscimo no *deficit* orçamentário, uma substancial expansão do crédito bancário a prazo curto e na procura de depósitos, e uma apreciável elevação na produção. Todos esses sintomas indicariam uma situação ligeiramente inflacionária.

Ao mesmo tempo, porém, o país sofreu uma queda nos preços, um grande aumento no desemprego e um sério retardamento (*lag*) no investimento. Tais sintomas indicariam pressão deflacionária. Assim, a inflação parece invadir o campo dos negócios financeiros a curto prazo e das finanças governamentais, ao passo que a deflação domina o campo dos negócios financeiros a longo prazo.

As autoridades do banco central viram-se, assim, diante da necessidade de reduzir o crédito do governo e o crédito a curto prazo dos negócios, e ao mesmo tempo encorajar o crédito a

longo prazo dos negócios. Uma política uniforme, para todos os setores da economia, não seria capaz de atingir êsse objetivo. Cumpria, portanto, abandonar os princípios usuais em que se baseiam as diretrizes dos bancos centrais e, por exemplo, dificultar ou impossibilitar, aos bancos, o redesconto de suas contas a curto prazo ou de seus títulos do govêrno, e habilitá-los a financiar empréstimos a prazo longo, direta ou indiretamente, mediante créditos concedidos pelo banco central. Talvez fôsse necessário reajustar as tabelas das taxas de juros e elevar as taxas das operações a curto prazo a um nível superior ao das taxas a prazo longo.

Não se trata, de modo algum, de uma coisa impossível. Antes de 1929, ocasiões houve em que as taxas a prazo longo eram inferiores às taxas a prazo curto; só nos últimos 20 anos se tornou aceito o dogma de que as taxas a longo prazo devem sempre ser superiores às de prazo curto.

Todavia, como essa situação resulta basicamente da rigidez da economia, mesmo as melhores diretrizes adotadas pelos bancos centrais não obterão êxito, enquanto não fôr combatida a própria inflexibilidade do sistema econômico.

Existem mais dois obstáculos que dificultam a ação dos bancos centrais. No caso de inflação, as autoridades, bem como o público, podem não desejar sustar a inflação, sobretudo se esta é moderada e não ameaça degenerar em hiperinflação. No caso de deflação, todos sempre desejam fazer cessar a deflação mas as autoridades talvez não possam reverter o movimento.

Por que isso acontece? Na inflação moderada, as rendas e os preços tendem a subir continuamente, o que dá aos membros da comunidade uma falsa sensação de prosperidade. Além disso, dá a alguns membros da comunidade lucros extraordinários muito palpáveis. O desaparecimento da inflação significa um ônus aparente, para todos, e um ônus real, para uns poucos. Ademais, o perigo de ultrapassar os limites da inflação e provocar uma deflação, com as resultantes perdas financeiras e desemprego, pode deter mesmo aquêles que reconhecem os perigos de uma inflação permanente.

Outrossim, não nos Estados Unidos mas em outros países, o govêrno, assim como certos grupos da população, pode não confiar num sistema de livre iniciativa, preferindo por isso conti-

nuar as pressões inflacionárias, que em geral conduzem a controles governamentais mais diretos. E pode opor-se a um retorno ao equilíbrio porque com êle se exigiria maior liberdade de iniciativa. Um ilustre economista inglês advogou abertamente uma política inflacionária permanente, exatamente porque permitiria ao governo manter controles rigorosos sobre a economia.

No caso de desequilíbrio deflacionário, talvez seja impossível induzir os consumidores a aumentar seus gastos, e sobretudo induzir os capitalistas a fazer novos investimentos; pois se o público teme a queda contínua dos preços, e acontecimentos políticos desfavoráveis, pode preferir conservar maiores saldos em dinheiro.

Foi por esta razão que as medidas antideflacionárias adotadas em 1930 pouco efeito tiveram. Nesses casos o desequilíbrio não pode ser curado por meio de diretrizes baixadas pelos bancos centrais, mas sim por uma modificação nas expectativas econômicas e políticas.

Com essa observação, chegamos à nossa conclusão: as diretrizes adotadas pelos bancos centrais e os problemas básicos de nossos dias, econômicos e políticos, são interdependentes. Seu sucesso depende da boa vontade do público para cooperar com os bancos centrais, aceitando as regras do jogo de uma economia de mercado.

SUMMARY

CENTRAL BANK POLICIES AND ECONOMIC EQUILIBRIUM

The author defines equilibrium as a situation in which the supply of goods and services is sufficient to satisfy effective consumption, investment and export demand at existing price and wage levels, and in which effective demand is sufficient to utilize production factors in their most economical combination.

The same factors make for both domestic and international equilibrium, and any effort to establish the second without achieving the first will be in vain.

The form disequilibrium takes will depend on the economic structure. In Latin America, additional income spent on foreign semi-luxuries causes inflation resulting in international disequi-

librium and payments deficit; in the United States, additional income spent domestically will increase production or prices.

Classical economists' great discovery was that economic equilibrium could be reached and maintained without centralized planning, but this has its limitations: many factors making for disequilibrium are inseparable from a progressing capitalistic economy; and corrective market forces may lead to disequilibrium in the opposite direction.

Economic policy tries either to use market forces or to counteract them. Under the gold standard of the past and in the U.S.A. and Switzerland which maintain something like it, policies tend to rely on market forces; in countries with the present credit standard and weak in international position, with inconvertible currencies, policies try to counteract market forces and rely on the coercive power of the government.

In such economies central banking policies are part of total controls: independent central banking policies exist only in systems adhering to market economy, where economic policy may try to influence either supply or effective demand, attempting to change the aggregate of either or to influence the composition of each. But economic policies attempting to correct disequilibrium may result in a too-drastic reversal of the trend. Countries such as Italy and Belgium, which have conquered inflationary international disequilibrium are subject to domestic deflationary tendencies.

Traditional central bank policies

Such policies do not influence supply, but can influence effective demand, i.e., flow of money income plus or minus changes in balances. The author discusses central bank policy only as it affects credit, since such banks have little power over the issue of money. There are always assets to be automatically redeemed in cash; central banks have no choice in this and can only try to avoid conversion into money. Also, they can only influence the level of money incomes indirectly, and are at a disadvantage here in comparison with fiscal authorities, whose influence is exerted by changes in public revenue and expenditure and sale and redemption of government securities. However the central

banks are more flexible, and can reverse policies from one day to another, which policies may be adopted by commercial banks; whereas fiscal policies can be changed only by legislation. Thus, the two policies are complementary, not competitive.

Central banks have three traditional means of influencing the volume of effective demand. 1) by affecting bank credit through manipulation of rediscount rate; 2) by affecting this also the flow of money through open market sales and purchases of securities; 3) by making changes in the reserves commercial banks must keep with the central bank. But violent changes may be difficult. Changes of 1) may have disadvantages from a fiscal point of view if raising the interest rate is contemplated; to lower the rate may be impossible if this is already low. Again, open market operations will be hampered by a large amount of government securities on the market; and changes in reserve requirements are ineffective if these can be counteracted by inverse open market operations. Therefore proposals have been made to freeze bank holdings of government securities above a certain level, to make such inverse operations impossible.

International aspects of traditional policies

Such policies can be applied in both international and domestic fields. In an inflationary situation, raising the interest rate counteracted a tendency to import, by depressing the domestic volume of credit, whilst attracting foreign capital to pay for increased imports. But the effectiveness of this method was based on the interconvertibility and stability of some important currencies, which conditions no longer exist. A country devaluating its currency or developing fascism or communism will encounter an outflow of capital which cannot be corrected by a change in the discount rate. Moreover, capital movements have largely ceased to be equilibrating factors: outflow of capital was once a symptom of domestic inflation, but today this is not so, nor does capital inflow mean domestic deflation: after the war, capital inflow in the U.S.A. only meant fear of leaving capital in Europe. So central banks now try to sterilize capital movements, encouraging effective demand to make up for outflow and contracting domestic demand to counteract inflow. Many governments try to hamper capital movements entirely.

New methods of central bank policies

Decline in classical methods' importance is offset by use of others, e.g. the direct influence of the Bank of England on commercial banks, on account of its great prestige, enabling it to do without reserve ration requirements and to leave the discount rate long unchanged. Meantime, in the U.S.A., the Federal Reserve has acquired powers to regulate stock exchange credit by means of "margin requirements", influencing effective demand and determining the amount of credit devoted to stock exchange speculation, and the level of new investment, by the issue of new bonds and shares. In addition, the Defense Production Act of 1950 gives the Federal Reserve power to regulate consumers' credit and mortgage credit for new construction, which has a direct effect on consumers' demand for durable goods.

In countries where direct overall banking control exists, the central bank has increased power, but this means planned, not market economy, and is not discussed here.

International aspects of new policies

New methods of central banking action have developed, in international economic relations, and exchange controls do not fall into this category, as they merely repress disequilibrium symptoms. They are not however always condemnable: it may be advantageous not to force an economy to adjust itself radically to a temporary situation.

Moreover, exchange controls, if guarding an economy from disturbances in other countries, may be regarded as a measure of equilibrating policy as, for example, in a country with an overvalued inconvertible currency, which it can only maintain if convertibility is made possible by exchange controls. The central bank of a country exporting to such a country tends to accumulate inconvertible foreign exchange and would be justified in preventing exports or in stimulating imports from that area, via discriminatory exchange controls.

Inconvertibility has produced a new phenomenon: a country such as the United Kingdom may be in overall equilibrium, yet have an export surplus in inconvertible currencies and an import

surplus in convertible currency; its international disequilibrium not being due to domestic disequilibrium.

For this reason new central banking policies are related to international institutions facilitating cooperation of central banks, the first being the Bank of International Settlements, and the most important the International Monetary Fund, whose main purpose is to fight international disequilibrium. A third method once used, involved making stabilization credits between central banks; this could be useful in individual situations.

Policies connected with reconstruction and development

In countries desiring to develop their domestic resources rapidly, or to overcome war damages, the central banking authorities have difficult duties. In the first, expansion is aided by an increased effective demand caused by an inflationary rise in money incomes, whilst in the second, reconstruction is endangered if money income is too large for supplies. In the first, disequilibrating policies to increase monetary demand may be adopted; in the second, these must be drastically decreased, say by partial confiscation of existing money supply, as in Belgium, in October 1944.

Both types of country must have a large import surplus, covered by international credits or grants which must not create domestic disequilibrium, whilst preparing for transition to a future condition of balanced foreign trade and even of export surplus.

In general, it seems that imports for cash have a double deflationary effect by increasing the quantity of goods and reducing purchasing power. But when imports are financed by grants or credits this does not happen, or not immediately. The grantor country can insist on a countervalue of the grants being deposited in local currency in the recipient country's central bank (cf ECA grants). Such funds can counteract inflationary tendencies and finance reconstruction made possible by the imports of capital goods. Such transactions have proved successful but success depends on close cooperation between the authorities of both countries.

Limitations of central bank policies

Serious limitations of such policies exist; they can only affect economy in very broad sectors; the economy as a whole must be highly flexible for them to affect individuals. Otherwise the central bank might increase effective demand and inflation in one sector whilst a deflationary situation continued in another. One obstacle is that monopolistic organizations keep prices, and long-term collective agreements keep wages, rigid.

Disequilibrium often shows a mixture of inflation and deflation: Western Germany shows symptoms of inflation: rise in budget deficit, expansion of short-term bank credit and demand deposits, rise in production: whilst deflating pressure is shown by a drop in prices, a rise in unemployment and a lag in investment. Central banking authorities, confronted by such a situation, must curb short-term and government credit and encourage long-term business credit: the method was used even before 1929. But as long as inflexibility is not attacked, no one method can be entirely successful.

Two other obstacles exist: the authorities may not wish to stop a slight inflation, nor be able to stop deflation. Inflation gives a false feeling of prosperity and real windfalls to some, whilst deflation causes unemployment and business losses.

Some countries, also, distrustful of free enterprise, may prefer inflation pressure, leading to more direct government controls. A prominent English economist advocates this. Moreover it may be impossible to induce consumers to increase expenditure and capitalists to invest more if a continued fall in prices is feared, as in a deflationary disequilibrium.

Such disequilibrium cannot be remedied by central bank policies, but only by change in economic and political expectations; this means that central bank policies are interdependent with present basic economic and political problems and need the public's cooperation in adhering to the rules of a market economy.

RÉSUMÉ

POLITIQUE DES BANQUES CENTRALES ET L'ÉQUILIBRE ÉCONOMIQUE

Pour l'auteur, l'équilibre est une situation dans laquelle l'offre de produits et de services est suffisante pour satisfaire à

la demande de la consommation réelle, du placement et de l'exportation, à des niveaux de prix et de salaires actuellement en cours, et dans laquelle, aussi, la demande réelle est suffisante pour pouvoir utiliser les facteurs de production dans leur combinaison la plus économique.

Les mêmes facteurs entraînent l'équilibre intérieur et international et tout effort pour établir celui-ci sans atteindre celui-là sera inutile.

La forme que prendra le déséquilibre dépendra de la structure économique. Dans l'Amérique Latine, le surplus de revenu dépensé pour des articles de semi-luxe causera une inflation dont le résultat sera le déséquilibre international et un déficit de paiements; aux États-Unis, le surplus de revenus dépensé à l'intérieur du pays résultera en une hausse de production ou de prix.

La grande découverte des économistes d'ordre classique a été que l'équilibre économique pouvait s'atteindre et se maintenir sans une planification centralisée, mais il y a des limites à cela: bien des facteurs qui causent le déséquilibre sont inséparables d'une économie capitaliste en voie de progrès, et les forces correctives du marché peuvent très bien conduire au déséquilibre dans la direction opposée.

La politique économique essaie, soit d'utiliser les forces du marché, soit de les neutraliser. Sous l'étalon or du passé, et aux États-Unis et en Suisse, les deux pays qui maintiennent une sorte d'équivalent, la politique tend à s'appuyer sur les forces du marché; dans les pays qui vivent sous l'étalon "crédit" actuel et qui ont une position internationale faible avec une monnaie non-convertissable, la politique essaie de neutraliser les forces du marché et de s'appuyer sur la force coercitive du gouvernement.

Dans de pareilles économies la politique des banques centrales forme une partie du contrôle total: une politique indépendante des banques centrales n'existe que dans les systèmes qui adhèrent à l'économie de marché, dans lesquels la politique économique pourra essayer d'influencer soit l'offre, soit la demande réelle, cherchant à modifier l'un ou l'autre, ou bien à influencer la composition des deux. Mais il est possible que la politique qui essaie de corriger le déséquilibre provoque un revirement trop grand de la tendance prise. Des pays tels que l'Italie et la Belgique, qui ont vaincu le déséquilibre infla-

tioniste et international, sont enclin à subir des tendances déflacionistes intérieures.

Politique traditionnelle des banques centrales

Une politique de cette nature n'a pas d'influence sur l'offre, mais peut très bien influencer la demande réelle, c'est à dire le cours des revenus monétaires, plus, ou moins, les changements dans les bilans. L'auteur ne s'occupe ici de la politique des banques centrales qu'en tant que celle-ci influe sur le crédit, puisque des banques de ce genre ont très peu d'influence sur l'émission de l'argent. Il existe, toujours, des actifs qui doivent être automatiquement honorés en argent liquide; en ceci les banques centrales n'ont pas le choix et peuvent seulement essayer d'éviter la conversion en argent. De même, elles ne peuvent influencer le niveau de revenus en argent qu'indirectement, et sont, à cet égard, dans une situation désavantageuse par rapport aux autorités financières, qui exercent leur influence au moyen de changements faits dans la dépense et le revenu publics, et dans leur vente et rachat de titres gouvernementaux. Les banques centrales sont, néanmoins, plus flexibles, et peuvent effectuer un revirement de leur politique du jour au lendemain; et leur politique peut être adaptée aux banques commerciales, tandis que celle des autorités financières ne peut être changée que par loi. Ainsi, les deux politiques sont complémentaires, mais ne sont pas en rivalité.

Les banques centrales ont trois moyens traditionnels pour agir sur le volume de l'offre réelle: 1) influencer le crédit bancaire par la manipulation du taux de réescompte; 2) influencer cela, et aussi, le cours de la monnaie par des ventes dans le marché ouvert et par l'achat de titres; 3) changer la quantité de réserves que les banques commerciales doivent déposer et garder dans la banque centrale. Mais un changement rapide serait difficile: modifier 1) aurait des désavantages du point de vue financier si l'on considère une hausse dans le taux d'intérêt; et une baisse dans ce taux serait peut-être impossible, si celui-ci est déjà très faible. De même, des opérations sur le marché ouvert seraient entravées s'il y avait une grande quantité de titres gouvernementaux dans le marché; et des changements dans la réserve exigée seront sans effet s'ils peuvent être neutralisés par des opé-

rations inverses sur le marché ouvert. Voilà pourquoi on a proposé la congélation des avoirs de banque en titres gouvernementaux audessus d'un certain niveau, pour que de telles opérations en sens inverse soient impossibles.

Aspect international de la politique traditionnelle

Une politique de ce genre peut s'appliquer dans un champ soit international, soit national. Dans une situation inflationniste, une hausse du taux d'intérêt a pu neutraliser la tendance à l'importation, par la réduction du volume de crédit national, en même temps que par l'attraction de capitaux étrangers pour payer l'augmentation d'objets importés. Mais cette méthode n'était effective en tant que basée sur le fait que quelques unités monétaires étaient interchangeable et stables; et ces conditions n'existent plus. Un pays qui dévalue sa monnaie, ou qui est en train de développer le fascisme ou le communisme vérifiera un découlement de capitaux qu'un changement dans le taux d'escompte ne corrigera pas. De même, les mouvements de capitaux ont en grande partie cessé d'être des facteurs d'équilibre, l'évasion de capitaux était autrefois un signe d'inflation nationale, mais aujourd'hui ceci n'est plus le cas, de même que l'afflux de capitaux ne signifie plus la déflation nationale; après la guerre, l'afflux de capitaux aux États-Unis signifiait seulement une peur de laisser ces capitaux en Europe. Voilà pourquoi les banques centrales essaient aujourd'hui de stériliser les mouvements de capitaux et encouragent la demande réelle, pour compenser l'évasion, en même temps qu'ils réduisent la demande nationale pour contrebalancer l'afflux. Bien des gouvernements essaient d'empêcher totalement les mouvements des capitaux.

Nouvelles méthodes de la politique des banques centrales

Le déclin dans l'importance des méthodes classiques est compensé par l'emploi d'autres, comme par exemple dans le cas de la Banque d'Angleterre où, à cause de son grand prestige, son influence sur les banques de commerce est directe, ce qui lui donne la possibilité de se passer des exigences de réserve, et de ne pas changer, pour une période considérable, le taux d'escompte. En même temps, aux États-Unis, la Réserve Fédérale

s'est acquis des pouvoirs pour réglementer le crédit de la Bourse au moyen de "nécessités marginales", ayant une influence sur la demande réelle et déterminant le total du crédit assigné à la spéculation de la Bourse et le niveau de nouveaux investissements, par l'émission de nouveaux titres et actions. En plus, le Decret de Production pour la Défense, de 1950, donne à la Réserve Fédérale le droit de réglementer le crédit du consommateur et le crédit hypothécaire pour des constructions nouvelles, ce qui influe directement sur la demande des consommateurs pour des produits durables.

Dans le pays où un contrôle bancaire directe et intégral existe, la banque centrale a des pouvoirs accrus, mais cela signifie une économie planifiée, et non une économie du marché, et ne sera pas examiné ici.

Aspects internationaux de la nouvelle politique

De nouvelles méthodes d'action dans les opérations des banques centrales se sont développées en ce qui concerne les relations économiques internationales, et les contrôles de change ne se classent pas dans cette catégorie, puisqu'ils ne font que réprimer les symptômes de déséquilibre. Ils ne sont pas, pourtant, toujours à condamner: il y a des avantages à ne pas forcer une économie de s'ajuster radicalement à une situation qui n'est que provisoire.

D'ailleurs, le contrôle des changes, s'il protège une économie contre des troubles dans d'autres pays, peut être considéré comme une mesure de politique d'équilibre; comme, par exemple, dans un pays qui a une monnaie sur-valorisée et inconvertible qu'il ne peut maintenir que si le contrôle des changes rend possible l'inconvertibilité. La banque centrale d'un pays qui exporte à un pays de ce genre tend à accumuler du change inconvertissable, et serait pleinement justifié s'il empêchait l'exportation, ou stimulait l'importation de cette région, au moyen de contrôles de change discriminatoires.

L'inconvertibilité a créé un phénomène nouveau; un pays tel que le Royaume Uni peut être généralement équilibré, mais pourra avoir un surplus d'exportation dans des monnaies inconvertibles et un surplus d'importation dans une monnaie convertible, parce que son déséquilibre international n'est pas dû au déséquilibre national.

Voilà pourquoi la politique nouvelle des banques centrales est en rapport avec les institutions internationales qui facilitent la coopération des banques centrales; la première étant la Banque des règlements internationaux, et le plus important étant le Fonds International Monétaire dont le but principal est de combattre le déséquilibre international. Une troisième méthode, utilisée par le passé, entraînait une stabilisation de crédits entre des banques centrales; cette méthode pourrait être utile dans des situations particulières.

Politique qui a rapport avec la reconstruction et le développement

Dans les pays qui désirent développer rapidement leurs ressources intérieures, ou bien vaincre les dégâts de la guerre, les autorités des banques centrales ont des devoirs très difficiles. Dans les premiers pays, l'expansion est aidée par une plus grande demande réelle, causée par une hausse inflationniste dans les revenus de monnaie, tandis que dans le second groupe, la reconstruction périlitera si le revenu en monnaie est trop élevé pour correspondre à l'offre. Dans le premier cas l'on pourra adopter une politique déséquilibrante pour augmenter la demande monétaire; dans le second cas, celle-ci doit être énergiquement réduite, peut être par la confiscation partielle des ressources monétaires existantes, comme par exemple le fut fait en Belgique, en Octobre de 1944.

Tous les deux types de pays doivent avoir un excédent d'importation ample, couvert par des crédits ou des prêts internationaux, mais qui ne doivent pas créer un déséquilibre intérieur, pendant la période préparatoire de transition à une condition future de commerce extérieur équilibré et même d'un surplus d'exportation.

En général il paraîtrait que l'effet des importations contre argent liquide est doublement déflationniste, parce qu'il augmente la quantité de produits et réduit le pouvoir d'achat. Mais, quand l'importation est financée par des prêts ou par des crédits, ceci ne se fait pas, ou du moins, pas immédiatement. Le pays prêteur peut exiger qu'un contrevalleur des prêts soit déposée en monnaie locale, dans la banque centrale du pays récepteur. (voir les prêts d'ECA). De tels fonds peuvent contrebalancer les

tendances inflationnistes, et la reconstruction financière peut devenir possible au moyen de l'importation de biens capitaux. De telles transactions ont réussi, mais cela dépend d'une collaboration étroite entre les autorités des deux pays.

Limitations de la politique des banques centrales

Il existe une limitation sérieuse à une telle politique; elle ne peut affecter l'économie que grosso modo; l'économie vue dans son ensemble doit être très flexible pour qu'elle puisse affecter les individus. Sans quoi la banque centrale pourrait augmenter la demande réelle et l'inflation dans un secteur, tandis qu'une situation déflationniste continuait d'exister dans un autre. Il existe un obstacle dans le fait que les organisations monopolistiques maintiennent leurs prix, et des contrats collectifs à longue-durée maintiennent les salaires en état de rigidité.

Le déséquilibre démontre, très souvent, un mélange d'inflation et de déflation: par exemple, l'Allemagne Occidentale montre des symptômes d'inflation; une hausse dans le déficit budgétaire, l'expansion de crédit de banque à courte durée et de dépôts de demande, une hausse dans la production: tandis qu'une pression déflationniste se montre au moyen d'une baisse dans les prix, d'une hausse dans le chômage et d'un retard dans l'investissement. Les autorités des banques centrales, confrontées par une situation de ce genre, ont à réduire le crédit de courte durée et du gouvernement, et à encourager le crédit d'affaires à longue-durée; cette méthode fut employée même avant 1929. Mais jusqu'au jour où l'on attaquera l'inflexibilité, il n'y aura du succès pour aucune méthode à elle toute seule.

Il y a deux autres obstacles: les autorités peuvent ne pas désirer d'empêcher une inflation légère, et peuvent ne pas savoir arrêter la déflation. L'inflation crée un faux sentiment de prospérité, et apporte même un héritage inattendu à quelques uns, tandis que la déflation entraîne le chômage et les pertes dans le commerce.

Il y a des pays aussi qui, méfiants de l'initiative particulière, peuvent préférer la pression inflationniste qui conduit à un contrôle plus direct du gouvernement. Un économiste anglais d'importance plaide cette cause. Du reste, il sera peut-être impossible de persuader les consommateurs d'augmenter leurs dépenses, et

les capitalistes d'investir davantage s'ils craignent une baisse continue des prix, telle que celle qui serait causée par un déséquilibre déflationniste.

Un déséquilibre de ce genre ne trouvera pas son remède dans la politique des banques centrales, mais seulement dans le changement dans les espérances économiques et politiques; ce qui équivaut à dire que la politique des banques centrales est solidaire des problèmes basiques, actuels, économiques et politiques, et qu'elle a besoin que le public collabore avec elle, dans le respect des règles de l'économie de marché.