

# **Aspecte reale și monetare ale politicii ratei de schimb a Franței în timpul celei de a patra republici<sup>x)</sup>**

dr. Gilles Saint-Paul, Franța

## **I. Introducere**

În timpul refacerii postbelice, politica internațională franceză a fost determinată de două principii aflate în conflict: teorie și practică.

Teoria avea la bază o serie de aranjamente instituționale la nivel internațional, care stabiliseră simple linii orientative pentru politica comercială și a ratei de schimb; prin aderarea la acordul de la Bretton-Woods și la F.M.I., Franța care se angajase să practice rate nominale de schimb fixe, și ca participant la G.A.T.T. și la O.E.C.E. fusese de acord să reia comerțul liber.

Practica a fost bazată pe proceduri de urgență și nu putea suporta decât o ușoară asemănare cu teoria.

Sub povara refacerii postbelice și cu două războaie coloniale, economia franceză trebuia să facă față la numeroase probleme, inclusiv inflației endemice și deficitelor bugetare, penuriei, conflictelor sociale, cererilor de majorare a salariilor, și în ciuda controlului asupra capitalului, acesta continua să migreze.

Această situație a dus la crizele balanței de plată din anii '48, '51 și '57. În consecință, Franța a fost permanent confruntată cu luarea unor decizii referitoare la compromiterea unuia sau altuia din angajamentele asumate.

În timp ce moneda a fost devalorizată frecvent, între 1945-1979, în perioada anteroară s-a instituit controlul comerțului. Experiența postbelică ridică mai multe în-

trebări interesante care pot fi relevante altor contexte, cum ar fi cel al tranzitiei în economia de piață în țări din fostul bloc est-european.

În primul rând, întrebarea este, care ar fi astăzi regimul potrivit al ratei de schimb în timpul unei astfel de perioade? Ar putea fi evitate problemele prin flotare?

În al doilea rând, care este nivelul potrivit al ratei de schimb reale într-o astfel de perioadă? Au fost crizele balanței de plată rezultatul unei supraevaluări?

În al treilea rând, care este politica optimă de protecție a ratei de schimb? Cât de des s-ar putea recurge la devalorizare? Care sunt costurile și beneficiile unui comerț controlat? Pot fi folosite împrumuturile străine?

Aceste întrebări sunt printre cele mai importante și dificile în macroeconomie. Prezenta lucrare nu încearcă să le dea un răspuns, dar furnizează câteva elemente ale răspunsului.

În primul rând, sunt puține merite în ceea ce privește sistemul ratei de schimb fixe care a prevalat în timpul acestei perioade. Aceasta a fost ineficientă în prevenirea etapelor inflaționiste, în timp ce, instrumentele folosite pentru protejarea sistemului (controlul capitalului și comerțului) au fost deteriorate.

În al doilea rând, este posibil ca un nivel mai ridicat al împrumuturilor străine să fi determinat o creștere substanțială a producției și bunăstării. Reconstrucția a fost

<sup>x)</sup> Traducere Florin Marius Pavelescu, cercetător științific principal

sub valoarea maximă, în sensul că micșorarea consumului nu a fost suficientă, și că investițiile private au fost de asemenea scăzute, și asta datorită insuficienței piețelor financiare și incertitudinii politice.

Totuși, experiența franceză sugerează că, instabilitatea monetară poate impiedica desfășurarea unui scenariu optim, deoarece un astfel de scenariu este asociat cu un mare consum inițial, încât agenții privați sunt confruntați cu o politică monetară slabă.

Secțiunea a doua, studiază autonomia crizelor balanței de plăti ale perioadei postbelice.

Folosindu-se teoria prăbușirii regimilor ratei de schimb se estimează importanța relativă a diversilor factori care ar fi putut declanșa aceste colapsuri. Se încearcă să se identifice canalele prin care s-au produs aceste crize.

## II. Crizele balanței de plăti

Franța post belică a trecut prin crize majore, în număr de trei, ale balanței de plăti: devalorizarea din 1948, criza din 1951-1952 (criza coreană) și devalorizarea din 1957-1958 ce a urmat crizei Suezului.

Fiecare criză a fost caracterizată de o pierdere rapidă a rezervelor, urmată de măsuri de reglare a crizei. Devalorizarea a urmat în 1948 și în 1957, chiar dacă în 1952 criza a fost urmată de creșterea monitorizării schimbului și de suspendarea măsurilor de liberalizare a comerțului.

Studiul acestor crize se face în perspectiva literaturii "prăbușirii regimului ratei de schimb" (cunoscut ca "atac speculativ"). În ciuda deosebirilor dintre cadrul instituțional actual și cel care a predominat în perioada postbelică, abordarea lor paralelă este utilă pentru înțelegerea factorilor care stau la baza acestor crize.

### *Teoria colapsului regimurilor ratei de schimb*

Primul atac speculativ vis-a-vis de crizele balanței de plăti a apărținut lui Krug-

Secțiunea a treia, reprezintă diferite abordări ale problemei privind balanța de plăti, totodată punând următoarele întrebări: fiind date nevoile pentru refacere și o traiectorie a productivității, care au fost cele mai potrivite soluții pentru balanța de plăti și rata reală de schimb? Din punct de vedere al abordării intertemporale a balanței de plăti, teoria și realitatea s-au dovedit a fi în mod evident divergente.

Secțiunea a patra investighează gradul la care restaurarea comerțului liber a fost stânjenită prin control, compară experiența Franței cu cea a vecinilor ei și încearcă să evalueze costurile restricțiilor comerțului francez.

În secțiunea a cincea sunt comentariile finale care identifică factorii care au determinat Franța să urmeze o cale optimă pentru refacerea economiei.

man (1979) și a fost dezvoltată ulterior de Flood și Garber (1984) și Buiter (1987). Semnificația este aceea că un regim fix al ratei de schimb este obligat să se prăbușească dacă politica monetară internă nu este competitivă cu rata de schimb stabilită. Dacă politica monetară este mai expansivă în interiorul țării decât în exterior, țara va pierde treptat rezervele valutare și rata de schimb reală va crește și/sau conținutul va depăși venitul.

Când rezervele sunt epuizate mai celer, nu vor fi posibile ca banca centrală să susțină rata de schimb, astfel că economia se va îndrepta spre o rată de schimb flotantă.

O altă idee importantă izvorată din literatura de specialitate este că speculatorii nu vor aștepta să apară epuizarea rezervelor. Realizând că fixitatea ratei de schimb va fi în final abandonată, ei vor ataca rezervele băncii centrale diminuându-le. Programarea acestui atac este determinată de comparația dintre rata de schimb reală și umbra acesteia (vom numi rata de schimb care are în spate, umbra ratei oficiale, rata

paralelă - n.t.) Rata de schimb paralelă este cea care ar fi predominat dacă ar fi existat un curs flotant.

Teoria afirmă că de îndată ce rata reală paralelă depășește rata reală va exista un atac speculativ și toate rezervele reale vor fi eliminate, aceasta pentru că arbitrajul pe piețele de capital cere ca rata de schimb să nu urce atunci când apare tranziția către cursul flotant.

Cât de folositoare este această teorie pentru înțelegerea experienței franceze?

Ea sugerează că cele două forțe principale care stau la baza epuizării rezervei sunt: deficitile comerciale, datorate aprecierii reale, și operațiile speculative de pe piețele de capital datorate diferențelor dintre randamentele previzionate.

Din punct de vedere empiric această teorie implică analiza mărimii ratei reale și determinarea evoluției acestora în timpul atacurilor speculative. În primul rând controlul capitalului a predominat așteptându-se ca mecanismul să fie mai relevant, în plus rata paralelă ar putea depăși rata reală fără să declanșeze în mod necesar o epuizare a rezervelor. În al doilea rând, crizele balanței de plăti nu au fost urmate de flotare - de vreme ce aceasta a fost imcompatibilă cu sistemul Bretton-Woods -ci de controlul comerțului sau de devalorizare.

Wyplosz (1986) a arătat că în timp ce sub controlul capitalului pot apărea devalorizări repetitive, comparația dintre ratele de schimb reale și cele paralele rămâne un criteriu relevant pentru determinarea unei eventuale prăbușiri.

În ciuda unor rețineri, literatura colapsului ratei de schimb este utilă pentru analiza crizelor monetare franceze ale anilor '40 și '50. În particular, controlul capitalului a fost departe de a fi eficient, permitând mecanismului speculativ să funcționeze deși mai puțin dramatic decât s-ar credea.

#### *Piețele de bunuri și crizele monetare*

Ideea potrivit căreia, controlul capitalului nu a fost complet eficient este sprijin-

ită de comportamentul pieței paralele pentru schimb extern și piața monetară. În ciuda restricțiilor la cerere și ofertă pe aceste piețe prețurile lor au reflectat principii de bază de o largă întindere.

Fiecare criză a balanței de plăti este precedată de o creștere bruscă a ratei pe piața neagră. În cazul crizei din 1948, creșterea durează mai mult decât dezvoltarea pe trei trimestre.

O măsură alternativă la perspectivele pieței este rata dobânzii.

Fiecare din cele trei crize au fost precedate de o creștere bruscă a dobânzii diferențiale, ca și cum ar fi existat o importantă mobilitate a capitalului ca răspuns la o creștere a probabilității devalorizării. Aceasta sugerează că controlul capitalului nu a fost eficient în izolarea politicii monetare franceze față de restul lumii. Cu toate acestea, mărimea dobânzilor este mai redusă decât dacă capitalul ar fi complet mobil. Singura cale de a vedea exact este următorul experiment: să presupunem că dacă se consideră o devalorizare, noua rată oficială egalează rata liberă dinaintea devalorizării. Atunci va fi posibil să se calculeze probabilitatea unei devalorizări prin scăderea dobânzii diferențiale de către rata pieței negre. În urma acestui calcul se vor obține valori scăzute a probabilității de devalorizare, niciodată depășind 10% pe trimestru. Guvernul francez a trebuit să mențină ridicată dobândă diferențială pentru o perioadă îndelungată după ce a survenit devalorizarea.

În timpul crizei din 1948, creșterea a durat doi ani, până în 1950. Aceasta se datorează perspectivei că lira sterlină se va devaloriza și că francul francez ar trebui să fie devalorizat a doua oară, cum de fapt s-a întâmplat în septembrie 1949.

În 1951-1952 nivelul dobânzilor rămâne ridicat și se menține până în 1953 la un an după sfîrșitul crizei. Acest fapt poate fi legat de marele deficit bugetar din 1952 și de nesiguranța în ceea ce privește eficacitatea controlului comerțului. În criza din

1958 dobânda a scăzut și în același timp devalorizarea și-a spus cuvântul.

### *Rata liberă, reprezentantă a ratei paralele*

Piața liberă a dolarului american ne poate furniza o măsură a ratei "paralele" sau a ratei "de bază", folosită de teoria atacului speculativ pentru a prevedea crizele balanței de plată.

Sursele balanței de plată au fost declanșate de o creștere diferențială a ratei libere/oficiale dincolo de un prag. Dar rămâne de văzut dacă rata liberă a fost legată de principiile de bază. Pentru a răspunde la această întrebare, este util să se considere un model simplu al determinării ratei de schimb flotante.

$$m_t = m_{t-1} + \mu + \epsilon_t \quad (1)$$

$$P_{t+1} - P_t = -\Phi(P_t - e_t - P^*) \quad (2)$$

$$m_t - P_t = -\gamma_i t \quad (3)$$

$$i_t = i_t^* + E_t(e_{t+1} - e_t) \quad (4)$$

unde:

$m_t$  = logaritmul rezervei monetare

$P_t$  = nivelul intern al prețului

$e_t$  = rata de schimb nominală

$i_t$  = rata internă de schimb a dobânzii

asteriskul marchează variabilele externe

Ecuatia (1) este un proces stocastic, pentru rezerva monetară. Ea urmează o mișcare aleatoare.

Ecuatia (2) descrie formarea prețului. Prețurile sunt inerte, iar schimbările prețului tind să corecteze devierile de la PPP (paritatea puterii de cumpărare); se poate obține ecuația 2 presupunând că acumularea cererii depinde de rata reală de schimb, prin exporturi și importuri și că prețurile cresc când acumularea cererii depășește nivelul de echilibru al producției.

Ecuatia (3) este modelul ideal al cererii monetare unde pentru simplificare s-a exclud producția.

Ecuatia (4) este condiția de paritate a dobânzii.

Acest model stilizat nu se dorește a fi o descriere realistă a economiei franceze,

dar vrea să ilustreze cum diferiți factori afectează rata umbră (shadow).

Se poate rezolva modelul pentru rata de schimb folosind metoda coeficienților nedeterminați:

$$e_t = (m_t - P^*) + a_0(m_t - P_t) + a_1 i_t^* + a_2 \mu \quad (5)$$

unde:

$$a_0 = (\sqrt{1+4\Phi\gamma} - 1)/2; a_1 = 2\Phi(\sqrt{1+4\Phi\gamma} - 1)$$

$$a_2 = (\sqrt{1+4\Phi\gamma} + 1)\Phi(\sqrt{1+4\Phi\gamma} - 1)$$

Teoria prevede că agenții speculatori vor compara rata de piață stabilită ca în ecuația (5) cu rata oficială pentru a determina dacă un atac speculativ se va întâmpla sau nu. Astfel, rata umbră (shadow) se va devaloriza când:

- există o creștere a rezervei monetare ( $m$ )
- există o descreștere în nivelul prețului intern ( $p$ )
- există o creștere a ratei mondiale a dobânzii ( $i^*$ )
- există o descreștere a prețurilor mondiale ( $p^*$ )
- există o creștere a ratei masei monetare " $\mu$ " și " $m$ " sunt acele valori care ar predomina după ce atacul speculativ se va întâmpla.

Atacul speculativ este caracterizat de o pierdere discretă a rezervelor și, prin urmare de o contracție monetară.

Teoria presupune în mod tradițional că această pierdere a rezervei nu este inutilă, adică rezerva monetară după atacul speculativ egalează creditul intern.

Principiul fundamental corespunzător pentru rata umbră în ecuația (5) nu este deci rezerva monetară a nivelului creditului intern dat.

De aici pornim pe un alt drum presupunând că pierderile rezervelor vor fi inutile. După atacul speculativ guvernul va stabili rezerva monetară după un anumit plan, în condițiile balanței reale:

$$m_s = p_s + c \quad (6)$$

unde: "s" = data imediată de după atac

Aceasta este presupunerea cea mai compatibilă cu realitatea istorică.

De asemenea presupunem că, creșterea monetară va continua la aceeași rată  $\mu$  după atacul speculativ. Atunci ecuația (6) implică că, de fiecare dată "t" - rata shadow este determinată de:

$$\bar{e}_t = P_t - P^* + a_1 i + a_2 \mu + a_{0c} \quad (7)$$

Ecuția (7) sugerează că atacurile speculative pot fi declanșate de mișcări în nivelurile prețurilor interne și externe, în rata dobânzii externe sau rata emisiunii monetare. Ecuția (7) poate fi estimată folosind rata liberă. Rezultatele sunt concluzive în ceea ce privește faptul că rata liberă reprezintă rata paralelă și că a reaționat așa cum a prevăzut teoria.

Coefficienții în p și p' sunt apropiati de 1 și -1 iar suma pătratelor resturilor arată că ei sunt egali la 1 și -1, ipoteza care nu poate fi respinsă de un F-test (folio-test), indiferent de nivelul convențional ales. Deci devierile de la PPP au fost folosite în mod activ de participanții la fixarea cotăției francului pe piață liberă. Creșterea masei monetare și a ratelor dobânzii americane au același sens deși ultima este semnificativă doar când este impusă constrângerea ca coeficienții fluctuației prețurilor să fie între 1 și -1.

Rezultatele pentru ecuația (7) pot fi folosite ca informație relativ importantă în desfășurarea fluxurilor comerciale și a mecanismelor speculative.

Dacă controlul capitalului ar fi complet eficace eliminând în acest fel mecanismul speculative, rata paralelă ar fi determinată doar în cazul unui comerț floatant. Aceasta ar stabili rata paralelă ca o scumpire peste p-p'. De aceea în absența unui mecanism speculative numai p-p' ar fi semnificativ în ecuația (7). Rezultatele regresului ne informează că a existat într-adevăr un mecanism speculative în exercițiu.

Contribuția creșterii monetare și a ratei dobânzii americane la abaterea variabilei dependente din coloana 3 este de 14%. Această limitează elementul speculative.

Aceeași ecuație (7) estimează că este probabil să se calculeze o serie a perioade-

lor pentru rata paralelă prin alegerea unor valori optime. Putem face aceasta foarte bine folosind rata liberă. Rezultatele sunt concluzive în ceea ce privește faptul că rata liberă reprezintă rata paralelă și că a reaționat așa cum a prevăzut teoria.

#### *Pierderile de rezerve și rata paralelă*

Teoria regimurilor în condiții de receziune ale ratei de schimb are o implicare puternică în evoluția rezervelor, astfel, atunci când rata paralelă depășește rata reală toate rezervele vor fi eliminate.

Fără îndoială, numai un slab exemplu de acest fel există în datele franceze: rata paralelă a fost întotdeauna peste rata oficială, iar criza s-a declanșat numai atunci când diferențele dintre cele două rate au depășit un prag critic. Totuși pierderile de rezerve au fost mai dese decât prevedea teoria. A existat o corespondență negativă prin modificarea rezervelor și diferență pozitivă dintre rata paralelă și rata oficială. Aceasta este în concordanță cu teoria dar nu întruchipează nelinearitatea bruscă afirmată de mobilitatea perfectă a capitalului. Desigur, este puțin surprinzător, dat fiind proporțiile controlului capitalului. Dacă se privesc datele existente după 1949, se observă că aliura graficului depinde de etapa care se ia în considerare.

Nivelul rezervelor în timpul crizei din 1951-1952 arată că epuizarea rezervei a fost destul de rapidă, fapt prevăzut și de teorie. Pe de altă parte nu toate rezervele au fost eliminate. Deci, controlul capitalului a fost departe de a fi eficient în prevenirea crizei, a speculei. Prin contrast epuizarea rezervei a fost mult mai lentă în timpul crizei Suez, dar a persistat mult mai mult.

#### *Factorii care au contribuit la aceste crize*

Au existat câteva șocuri notabile care au contribuit la aceste crize: războiul coreean, criza Suez, răboiaile coloniale etc.

Este posibil ca aceste evenimente să fi avut efecte considerabile asupra "siguranței și vitalității". Într-adică, decalajul dintre rata liberă și cea de bază ar putea fi interpretat în această perspectivă. Totuși mă rezum la aceste considerații și vom folosi ecuația (7) pentru a studia contribuția principiilor fundamentale.

Datele existente prezintă pentru fiecare etapă, schimbarea ratei de bază și contribuțiile comparative la această schimbare a fiecărei dintre variabilele din ecuația (7).

Criza din 1947-1948 a fost în cea mai mare măsură datorată divergenței dintre inflația internă și cea externă. Există, totuși o anumită contribuție adusă de creșterea și de mărirea ratei dobânzii americane.

O trăsătură interesantă este aceea că inflația a continuat, deși la un nivel mai scăzut, după devalorizarea din 1948 și după primul influx al ajutorului Marshall din primăvara anului 1948.

Inflația a fost întreținută de mari deficiențe bugetare. Finanțarea monetară a deficitelor a fost importantă din cauza lipsei unei infrastructuri fiscale adecvate și a dificultății pe care a întâmpinat-o guvernul în lichidarea datoriilor, după ce folosise diferite prime de mobilizare a capitalului, imediat după război.

Ajutorul Marshall a fost esențial în stabilizarea inflației postbelice pentru că a ajutat la finanțarea cheltuielilor guvernamentale și prin urmare la reducerea necesității de emisiune monetară: primul aflux de fonduri din primăvara lui 1948 este insotit de o scădere a ratei inflației trimestriale, care a ajuns de la 25% în primul trimestru al anului 1948, la 8%.

Au existat și întârzieri ale acestui proces, totuși au funcționat și forțe de contracarare. În mod deosebit, au existat și incertitudini asociate politicii monetare franceze, în timpul anului 1948 în special în ceea ce privește politica ratei de schimb. Devalorizarea a fost în dezacord cu Acordul de la Bretton-Woods, iar accepta-

abilitatea la FMI a fost suspendată (această devalorizare a fost asociată cu un sistem de multiple rate de schimb; ratele de schimb erau diferite în ceea ce privește tranzacțiile și mijloacele de plată lăsând astfel loc pentru speculații în triunghi, mai ales împotriva lirei sterline; într-o oarecare măsură FMI s-a opus devalorizării datorită acestui motiv).

Aceasta a limitat capacitatea guvernului de a proteja rata de schimb.

Un sistem complex de rate de schimb multiple a fost stabilit. Tranzacțiile au apărut la o valoare medie evaluată la diferite rate, cu valori diferite, în concordanță cu tipul de tranzacție care a fost luat în considerație.

Valorile au fost corigate în octombrie 1948, în aşa fel încât ratelor "libere" li s-a dat o valoare mai ridicată în comparație cu ratele "oficiale". Acest lucru a fost echivalent cu o devalorizare de facto. Aceste instabilități au întârziat stabilizarea după cum o schimbare a valorii a fost întotdeauna posibilă, devalorizarea așteptată a fost probabil ridicată, ceea ce a alimentat perspectivele inflaționiste.

Acest fapt este și mai relevant deoarece din ianuarie 1948 a fost prea scăzută, prin urmare inflația a fost în cele din urmă stopată la sfârșitul anului 1948.

Stabilizarea a fost marcată de o creștere a ratei de schimb de bază. O schimbare a sensului în diferențiala inflației și o micșorare în creșterea monetară, în egală măsură, explică parțial această creștere.

Credibilitatea politicii monetare (ea însăși bazată pe soliditatea fiscală) a fost prin urmare un factor important în urma stabilizării.

Factorii care au declanșat criza "coreeană" sunt: o dezvoltare a creșterii monetare și o pierdere în ceea ce privește competitivitatea. Ele sunt răspunzătoare în proporție de 30% și 70% de deteriorarea ratei de bază. Acești factori au fost anulați de stabilizarea Pinay în 1952, în ciuda persistenței unui mare deficit guver-

namental. Se argumentează adesea, că criza coreeană a balanței de plăți s-a datorat unei creșteri a prețurilor mondiale (vezi de exemplu De-Lattre 1952). În cel mai bun caz acest lucru poate fi luat ca un argument al curbei J (imediat după devalorizare există o deteriorare a echilibrului comercial datorită faptului că importurile sunt mai scumpe - cu timpul balanța comercială se îmbunătățește treptat, pe măsură ce bunurile produse intern înlăcuesc importurile - în cele din urmă balanța comercială este îmbunătățită în comparație cu nivelul anterior devalorizării - acest fenomen se numește curba J (când balanța comercială este prezentată grafic în neconcordanță cu timpul, se formează curba J): importurile mai scumpe au adâncit deficitul comercial. Datele disponibile sugerează că această concepție este incorectă: criza s-a datorat unei creșteri reale și unei slăbiri a politicii monetare.

Cresterea reală s-a datorat influenței relativ înalte a inflației din 1951: rata inflației a crescut de la 8,6% la 23% în 1950. Numai în parte acest lucru poate fi atribuit creșterii prețurilor mondiale. Deficitul bugetar 2,9% PIB, a fost mic după standardele postbelice. În ciuda acestui fapt, factorii ciclici, adică acumularea de cerere în exces au fost importanți în explicarea inflației din 1951; după 3 ani consecutivi de creștere reală cu 6% pe an, constrângerile de capacitate începuseră să se întărească. În anul 1951 rata liberă a urcat determinând o scădere a ratei șomajului, aceasta însemnând o piață a muncii solidă și existența unor tensiuni inflaționiste ale cererii dirijate. Factorii ofertei erau de asemenea importanți; luna martie 1951 a fost confruntată cu greve importante în industria metalurgică și în sectorul public. După aceea a existat o creștere a presiunii salariale.

Criza Suez poate fi divizată în două faze distincte. Prima etapă din primul trimestru 1956 până la devalorizarea de facto din octombrie 1957, este caracterizată de o

creștere bruscă a ratelor dobânzii americane. Aceasta este principalul factor care contribuie (50%) la criza francului din 1957.

În a doua etapă apare o contracție monetară în Franța iar rata dobânzii americane se prăbușește. Cei doi factori sunt oricum nepotriviți în încercarea lor de a coborâ rata de bază, deoarece creșterea reală continuă cîntărește mai greu decât cei doi factori până la devalorizarea din 1958.

Inflația a fost învinsă puțin mai repede în timpul crizei Suez decât în timpul crizei coreene, rata anuală a crescut de la 2,5% în 1955 la 5% în 1956, 8% în 1957 și 9,1% în 1958. Cum în 1951 factorii ciclici au fost importanți deficitul bugetar s-a accentuat de la 3% din PIB în 1955 la 4,5% în 1956 și 1957.

În 1957 economia s-a aflat într-un punct extrem al curbei Beveridge, cu un somaj foarte scăzut și o rata vacanță ridicată.

Prin comparație factorii de ofertă au fost mai puțin semnificativi în timpul crizei din 1957 decât în timpul celei din 1951, presiunea salarială a fost mai puțin puternică decât în 1951. Astfel cererea a jucat un rol mai important în 1957 decât în 1951.

Deducem că în timp ce se dovedește faptul că creșterea reală a fost cel mai important factor în urma crizei franceze a balanței de plăți, și de asemenea au avut un rol factorii monetari care acionează speculativ; slăbirea politicii monetare în 1951, ratele dobânzii americane ridicate în 1957 au fost conducătoare importante pentru etapele următoare.

#### *Canalele speculației*

Analiza anterioară sugerează că în ciuda controlului capitalului, a existat o ocazie pentru speculația currentă în timpul perioadei specificate. Cum a apărut? În primul rînd a existat o anumită ocazie lăsată pentru speculația în contul capitalului.

Cei care nu sunt rezidenți ar putea de-

cide dacă și repatriază bunurile sau nu. Firmele franceze au accesul restrâns la împrumuturi externe, ele ar fi putut reduce accesul la aceste împrumuturi doar în cazul unei crize. Dar au existat de asemenea câteva investiții franceze în străinătate; De Lattre (1959) raportează că aceste investiții au fost supuse autorizației administrative, dar aceasta autorizație a fost în general acordată. Totuși investitorul a trebuit să țină seama de schimbul extern. Dacă acesta a fost dobândit prin vânzarea de bunuri în străinătate, nu are nici un efect asupra băncii centrale. Dar dacă este căștișat din venituri exportate se generează o pierdere a rezervei la banca centrală, de vreme ce exportul acestor venituri ar fi schimbat în franci. Mai mult decât atât, valuta externă a fost furnizată de către banca centrală, cum s-a întâmplat în 1951. În vreme ce aceste investiții sunt în general mici, în 1947 au crescut de la 23 milioane dolari la 120 milioane dolari ca apoi, în 1948 să scadă la 47 de milioane.

În al doilea rând a existat o ocazie pentru speculație în contul curent. Este posibil să deghizezi tranzacțiile de capital ca tranzacții curente prin importuri suprafacturate și exporturi subfacturate.

A fost de asemenea posibil să se schimbe termenii plății; un exportator temându-se de o devalorizare ar trebui să insiste să fie plătit în valută străină cât mai târziu posibil (sau să țină un inventar până la devalorizare) în timp ce un importator ar trebui să plătească în franci cât mai curând posibil (în timp ce aceasta este de fapt o parte a contului de capital este mai dificil să impui controale asupra acestei căi fără un comerț restrictiv, prin urmare controlul capitalului a fost ineficient pentru prevenirea speculei prin termenii de plată).

De Lattre afirma că termenii de plată au reacționat brusc spre devalorizare în 1957, generând o schimbare totală în balanța de plăți. Aceasta se află în contrast cu fluxul comercial al efectelor unei devalorizări, care ar cere ca balanța comercială să

fie treptat restaurată, pe măsură ce economia se mișcă de-a lungul curbei J.

În ceea ce privește primul mecanism, pot fi obținute numai dovezi indirekte. Se poate privi, de exemplu, raportul dintre exporturi și importuri. Se observă că există într-adevăr o deteriorare a balanței comerciale externe, care nu se datorează unei creșteri la prețurile de energie. Aceasta se poate considera o probă slabă a suprafacturării sau a subfacturii. În timp ce o deteriorare a balanței comerciale externe, apare în timpul crizei 1957-1958, este din plin explicată de către creșterea prețurilor energiei.

Speculația apare de asemenea la importurile de bunuri durabile. Într-o lume în care există o presupunere puternică că controlul comerțului intervine mai degrabă în urma unei devalorizări care survine în urma unei crize, importul de bunuri durabile este o strategie mult mai bună decât speculația pe piețele de capital externe.

Din analiza indexului contribuției bunurilor durabile de consum în importurile totale, rezultă că fiecare etapă a fost precedată de o creștere bruscă a acestui index, urmată de o scădere, de vreme ce stabilizarea a apărut. Aceasta este mai accentuată pentru criza din 1957; creșterea a început la sfârșitul lui 1955, iar indexul a scăzut în 1957, trimestrul al 4-lea când francul s-a devalorizat. Pentru criza din 1951, indexul a început să crească în 1950, primul trimestru, puțin prea devreme; există o altă creștere bruscă în 1950, trimestrul al 4-lea.

Pentru criza din 1948, există o creștere bruscă în 1947, trimestrul 1 și un declin în 1948, trimestrul 3.

În general vorbind, datele susțin punctul de vedere că importurile bunurilor durabile de consum au fost un canal major al speculației (un ultim lucru ar trebui observat înainte de a încheia această etapă faptul că crizele balanței de plăți au fost sincronizate cu ciclurile de afaceri, economia franceză a fost subiectul unui ciclu de afaceri la un standard corect în timpul pe-

rioadei de trei ani de expansiune urmată de unui sau doi ani de recesiune, este intere-

sant faptul că fiecare criză a balanței de plăți a apărut la sfârșitul expansiunii.

### III. Un scenariu ideal pentru reconstrucție

În timp ce perioadele de reconstrucție sunt adesea vremuri de haos și conflicte, modelele unei optimizări intertemporale prevăd că un război va fi urmat în mod normal de un avânt al investiției deoarece rezerva de capital este scăzută, producția este marginal ridicată, încurajând astfel investiția. Consumul scade numai într-o mică măsură, în timp ce un venit ridicat prevăzut în viitor, pătrunde în constrângerea intertemporală bugetară a consumului.

Nivelurile ridicate ale investiției și consumului sunt finanțate de un flux de capital din străinătate: țara suportă un deficit al balanței de plăți. Când este realizată reconstrucția se restituie și datoriiile, realizând astfel un excedent. Cu toate că acest proces a avut loc de fapt între 1945-1948 se afirmă că nu a fost suficient.

Avântul de investiții nu a apărut - a fost amânat până la sfârșitul anilor '50. În al doilea rând consumul s-a menținut aproape de producție; a existat un consens prea redus, în special în prima perioadă.

Investiția scăzută s-a datorat temerilor proprii create de climatul politic și de naționalizările postbelice, - și s-a mai datorat piețelor financiare ineficiente (vezi Saint Paul - 1993).

Diminuarea insuficientă a consumului este tipică macroeconomiei și în Franța a fost întreținută de către subdezvoltarea piețelor financiare (lipsa de acces la împrumuturile pentru consum). Capitalul ar fi putut circula la fel de ușor cum prevedea teoria dar această restricție s-a impus de la sine; de exemplu, împrumutul extern prin firmele franceze a fost cu greu restrâns.

În această parte se determină sub raport cantitativ pierderile pe care le-a generat acest mediu prin compararea comportamentului economiei franceze cu

unul ideal care nu prezintă vreo restricție a investiției, a influxului de capital sau a împrumutului străin.

Oricum vom proiecta exercițiul aşa încât să minimalizăm devierile de la realitate, prin folosirea unui comportament îndepărtat al economiei pentru a avea siguranță în calibrarea parametrilor. Mai întâi calculăm care ar fi calea ideală a investiției. Atunci vom deduce calea ideală a producției și a rezervei de capital. În final vom calcula calea ideală a consumului și din aceasta va deriva comportamentul balanței comerciale și rata de schimb.

Investiția ideală în timpul perioadei considerate nu a fost în mod special scăzută datorită evenimentelor istorice, ci mai mult datorită faptului că o parte importantă a rezervei de capital fusese distrusă în timpul războiului. Pentru a calcula care ar fi fost investiția ideală, luăm în considerație o ecuație a investiției pentru perioada 1962-1989 și o transpunem în perioada 1946-1959.

Ecuația este bazată pe teoria tradițională neoclasică a investiției Jorgenson (după cum se știe, teoria  $-q$ , mult mai modernă, este mai greu de aplicat experimental).

Această teorie prevede că firmele vor investi aşa încât să aducă rezerva de capital, treptat, pe aceeași linie cu nivelul optim dorit. Aceasta se manifestă în aşa fel încât produsul marginal de capital este egal cu costul rentei sale. Prin urmare investiția depinde de nivelul de capital dorit și negativ de nivelul său curent. Presupunem o rată a dobânzii fixă "s" și o funcție de producție Cobb-Douglas, astfel nivelul dorit de capital este:

$$K^* = L^{(\alpha/\gamma)} \cdot t^{(1-\alpha)}$$

unde:  
-  $\alpha$  aportul de capital

- L = forța de muncă
- A = factorul total al productivității

Ecuația estimată ( $t$  - statistic în paranteze)

$$I/K = -0,00087 + 0,4457xZ/K + 0,7997$$

(3.1.)

$$(I/K)_{-1} = (3x5) + (2x8) + (4x3)$$

unde:

$$-Z = A^{\frac{1}{1-\alpha}} L \text{ și } I \text{ a luat } \alpha = 0,3$$

Investiția ideală a fost calculată prin aplicarea acestei ecuații și după perioada 1947-1966, luând ca fiind date forța de muncă și factorul total al productivității.

Analiza traseului investiției ideale și efective, arată că investiția ideală este întotdeauna deasupra investiției reale, susținând ideea că a existat un decalaj al investiției în Franța din timpul acelei perioade. De asemenea, nu există un efect accelerator în specificația neoclasică. Ca rezultat, deși forța de muncă și factorul total de productivitate, sunt luate ca fiind date, modelul neoclasic prevede cu consecvență că investiția n-ar fi trebuit să crească în timpul recesiunii din 1952-1953 și din 1959.

### *Producția ideală și capitalul*

Cunoscându-se investiția ideală este posibil să calculăm traseul pe care ar fi trebuit să-l parcurgă producția și capitalul. Analiza datelor înfățișează decalajul dintre capitalul real și cel ideal și producție.

Acest decalaj se mărește în 1956 cu 15%, mai scăzut decât ar trebui să fie și cu o producție mai scăzută decât valoarea sa ideală. Prin urmare, distanța se micșorează pe măsură ce se atinge sfârșitul perioadei considerate ca model.

“Valoarea” strategiei de investiție ideală este valoarea prezentă scăzută a decalajului de producție minus valoarea prezentă de investiție. Cu o rată reală a dobânzii de 5%, scenariul ideal de investiții “plătește pentru sine” de-a lungul perioadei 1946-1966, în sensul că această valoare este pozitivă, cu alte cuvinte rata internă a

profitului a acestui proiect este mai mare de 5%. Mai precis, profitul net al planului de investiții ideal din 1946 este egal cu 20% din PIB-ul din 1946. Ca o comparație, profitul net al ajutorului american din aceeași perioadă se ridică la 15% din PIB-ul din 1946. Se poate spune că Franței i-ar fi fost mai bine dacă în loc să adopte planul Marshall ar fi creat un cadru la fel de potrivit pentru investiții, ca în perioada ulterioară.

### *Consumul ideal*

Consumul ideal diferă de consumul observat din două motive: în primul rând, economia ar fi fost mai bogată dacă schema de investiții ideale ar fi fost pusă în aplicare. Strategia investiției ideale ar fi fost recompensată printr-o creștere uniformă de 1% a consumului în fiecare an al perioadei 1946-1966. În al doilea rând, consumul nu a avut o valoare optimă în special în prima parte a perioadei când a fost prea scăzut.

Presupunând că încercăm să calculăm drumul optim al consumului pentru economia franceză prin maximizarea unei funcții de utilitate intertemporală în formula:

$$\sum_{t=0}^T (C_t + N_t)/(1+\Phi)^t \quad (3.2.)$$

unde  $N_t$  este populația. Maximizarea ia locul subiectului în constrângerea bugetării intertemporale:

$$\sum (y_t - I_t - C_t)/(1+\gamma)^t = W_0 \quad (3.3.)$$

unde  $W_0$  este bogăția financiară a economiei franceze, iar  $t=0$  (în 1946) adică suma veniturilor nete și a drepturilor de pensiune din economia franceză, anume profitul net al ajutorului american.

Să presupunem că este izolat, rezultă că consumul satisfacă ecuația lui Euler:

$$\Delta C_t/C_t - \Delta N_t/N_t = \tau(\gamma - \Phi) \quad (3.4.)$$

unde  $\gamma$  este flexibilitatea intertemporală a substituției. Rata de creștere a consumului nu este legată de rata de creștere a producției.

Într-o perioadă lungă, creșterea consumului este egală cu creșterea producției și nu este corelată cu ratele dobânzii.

Aceasta constituie o problemă a acestui mod de abordare. Dacă încercăm să rezolvăm problema de mai sus pentru valori date ale lui  $r$ ,  $\Phi$  și  $\gamma$  consumului și producția vor fi diferite unui de celălalt în mod nedefinit. Acest lucru nu este verosimil. De aceea, vom calibra modelul aşa încât creșterea consumului per capita să fie egală, aşa cum implică (3.4.), cu valoarea sa medie reală de-a lungul perioadei 1946-1966 (3,8% pe an). Fiind dat "r" este stabilă la 5%, se determină o relație între  $\Phi$  și  $\gamma$ . Alegem  $\theta = 2,5\%$ , implicit astfel o valoare a lui în jur de 1,7.

În mod evident, această presupunere va determina o cale ideală pentru consum, care nu este prea diferită de cea reală.

O a doua problemă este aceea că în datele reale nu există nici un motiv să ne așteptăm ca o constrângere bugetară (3.3.) să fie satisfăcută de egalitate.

De aceea presupunem că  $W_0$  determină un nivel al sarcinii pentru venituri externe ca la sfârșitul perioadei (1966), adică veniturile externe nete în 1966 trebuie să fie egale cu valoarea lor reală. Prin urmare, îndepărând diferențele între scenariile ideale și efective, constrângerea bugetară poate fi scrisă:

$$\sum_{t=1}^{\hat{t}} (\hat{Y}_t - \hat{I}_t - \hat{C}_t) \gamma_t (+r)^t \leq 0 \quad (3.5)$$

(A) reprezintă diferența dintre scenariile reale și ideale.

Consumul ideal este atunci determinat de maximizarea lui (3.2.) supusă lui (3.5.), cu  $\hat{r} = 1,7$  și  $0,025$ .

Atât consumul ideal cât și cel real variază odată cu producția. Faptul că consumul a fost prea scăzut în anii de la începutul perioadei când ar fi trebuit să fie mai mare decât 82% din PIB sau chiar mai ridicat decât 79%-80%. Prin urmare procentele dintre consumul efectiv și cel simulață și PIB sunt apropiate până în 1952.

observăm că aceasta implică un consum ideal mai ridicat devreme ce producția este mai mare în cazul ideal.

Proportia consum ideal-PIB este mai mică cu 2-4% decât cea reală din 1954 până în 1966, cu excepția anilor 1958-1960. Aceasta se datorează în general nivelului mai ridicat al producției.

#### *Deficitele comerciale și rata de schimb reală*

Scenariul ideal implică un consum mai mare decât s-a observat. Dacă ar fi predominat, Franța ar fi suportat deficită comerciale mai ridicate la începutul perioadei și surpluri mari la sfârșit. Pentru a susține un consum mai mare, rata reală de schimb ar fi trebuit să crească. Aceasta deoarece un consum crescut determină o cerere în exces de bunuri necomerciale, aşa încât prețul lor relativ ar trebui să crească pentru a restabili echilibrul. Acest lucru este egal cu o creștere reală. Schimbarea

balanței de plăti este egală cu  $\hat{Y} - \hat{I} - \hat{C}$  și poate prin urmare, să fie obținută de-a gata din calculele precedente. Modificarea produsă doar în rata de schimb se poate obține doar cu o estimare a efectului ratei reale de schimb pe balanța comercială, care este în mod obișnuit destul de greu de dobândit (de asemenea, cele două elemente sunt determinante simultan: creșterea exogenă a consumului determină o creștere reală, în timp ce o depreciere exogenă reală reduce consumul). În ciuda acestor neajunsuri, ecuația următoare se poate calcula prin OLS pe perioada 1946, trim. 2, 1962, trim. 4:

$$\begin{aligned} \text{Log(RER)} &= -4,29 - 2,13 \text{Log(SPR)}; \\ R^2 &= 0,51; DW = 1,95 \\ (-5,3) &(-5,85) \end{aligned} \quad (3.6)$$

cu RER = rata reală de schimb

SPR = rata consumului (consum + investițiile împărtit la PIB)

Coefficienții sunt aproape identici dacă, în loc de OLS (3.6) este estimat la 2 SLS folosind creșterea monetară ca un instru-

ment pentru SPR, unde:

OLS = metoda celor mai mici pătrate

Prin urmare -2,13 este o estimare a flexibilității ratei reale de schimb ținând seama de consum. Pentru a calcula decalajul dintre nivelele reale și cele ale ratei de schimb reale, ținem cont de decalajul dintre proporțiile ideale și reale de consum - (Spr) din fiecare an și le înmulțim cu această flexibilitate (încă o dată aceasta trebuie să minimizeze devierile dintre scenariile reale și ideale, deoarece resturile din ecuația 3.6 sunt înfățișate în seriile indicate pentru rata de schimb ideală).

Ca rezultat, oscilațiile mari în rata de schimb reală care nu au fost produse de devalorizări apar de asemenea în rata de schimb ideală.

Rezultatele analizei datelor indică că Franța, ar fi suportat deficitări mai mari din 1946 până în 1954 și surpluri după aceea.

De exemplu, deficitul din 1946 ar fi trebuit să fie 15% în loc de 10% din PIB. În 1950, deficitul a fost de 0,9% în loc de un surplus de 1,3%. Aceasta indică faptul că rata de schimb reală a fost subevaluată din 1946 până în 1954. Totuși dimensiunea subevaluării este mică: în 1946 se ridică la 11%.

#### **Datoria externă**

Deficitele comerciale ar fi trebuit să fie finanțate de împrumuturi externe. Acest lucru este relevant deoarece modelele balanței de plăti bazate pe optimizarea intertemporală tind să prevadă nivele ridicate ale datoriei externe, nivele la care o țară este considerată în general ca având greutăți. De fapt, aici nu este cazul. În ciuda mărimii sarcinii pentru reconstrucție, împrumutul extern nu a fost prea important: datorile externe se ridică la 15% din PIB în 1949 și scad după aceea.

În practică, ajutorul Marshall a fost folosit pentru a stabiliza și reduce datoria externă ca și pentru a realimenta rezervele. Scenariul ideal implică nivele ridicate ale datoriei externe, dar totuși acceptabilă

crescând la 28% în 1950, culminând în 1953 cu 30% și micșorându-se treptat ulterior.

Datorită nivelării consumului datoria ar trebui să scadă în ceea ce privește expansiunea și să crească în recesiune: de aici și oscilațiile invers ciclice din 1951 și 1957.

#### **Prosperitatea**

În final s-ar putea pune întrebarea: cât de valoros a fost scenariul optim în ceea ce privește bunăstarea? Este posibil să evaluăm aceasta folosind funcția de utilitate, și să exprimăm rezultatul în termenii PIB din 1946 (acest lucru se poate realiza după cum urmează: mai întâi se calculează nivelul de utilitate asociat curbei reale a consumului, apoi calculăm nivelul bunăstării care ar da același nivel utilitar sub nivelarea consumului, în al treilea rând îl scadem din PDV-ul cheltuielilor de consum din scenariul ideal).

Aceasta produce o estimare de 160% PIB-ului în 1946. Din acest 160%, 20% se datorează veniturilor nete ale investițiilor ideale, în timp ce 40% se datorază diminuării consumului. Aceasta micșorează profitul dintr-o investiție mai mare și valoarea actualizată a sprijinului american. Se sugerează pierderi mari datorate limitării creditului de consum și împrumutului extern. Nu este evident dacă a fost posibil să se slăbească aceste constrângeri, dar acest lucru ar fi făcut Franța la fel de fericită ca o creștere de 10 ori a ajutorului american, în timp ce datoria externă ar fi fost menținută în limite acceptabile (este posibil ca să argumentăm că procentul de 140% este subestimat, aceasta deoarece valoarea calibrată a flexibilității intertemporale de substituție este ridicată în comparație cu ceea ce sugerează studiile econometrice ale consumului /vezi Hall, 1988/Deaton, 1992: aceasta tinde să subestimeze efectele diminuării consumului de utilitate, sub o substituție intertemporală perfectă, alocarea profiturilor din investiția ideală ar fi nerelevantă, așa încât pro-

fiturile totale ale bunăstării ar scădea de la 160% la numai 20% în asociere cu investiția; se poate afirma că valoarea de 5% folosită pentru ratele reale ale dobânzii a fost prea mare, ratele reale erau, în general, curenț negative în timpul perioadei - cu o rată mai scăzută PDV-ul net al investiției ar fi mai mare, consumul ar fi scăzut,

deficitele și datorile comerciale ar fi crescut - totuși aceste rate negative au predominat în perioada de afluxuri internaționale de capital, care erau destul de constante. Dată fiind cererea mare în ceea ce privește economiile mondiale determinate de nevoile reconstrucției, 5% nu este o estimare nepotrivită.

#### IV. Comerțul și dezvoltarea în anii '50

O trăsătură caracteristică perioadei postbelice care a fost esențială pentru promovarea creșterii în lumea întreagă, a fost dezvoltarea globală a comerțului. După cum am văzut, Franța a zăbovit constant în acest proces, datorită obișnuinței de a folosi controlul în comerț pentru a proteja rata de schimb. De fapt, nu a existat nici o creștere în deschidere de-a lungul perioadei 1946-1959.

Tabloul este oricum ușor diferit dacă se compară experiența franceză cu cea a țărilor învecinate. În timp ce este adevărat că în ceea ce privește liberalizarea oficială a ratelor de schimb, Franța întârzie, trebuie să se facă diferență dintre nivele de deschidere și schimbările în deschidere.

În ceea ce privește nivelele de deschidere, Franța nu a avut o situație la fel de proastă ca Germania și Italia, indexul său este mai mare în 1950 decât în orice țară. În condițiile schimbărilor, totuși, indexul a scăzut pentru Franța, în timp ce a crescut în Germania și a rămas neschimbat în Italia. Indexul a scăzut și în Anglia, dar a fost

mai ridicat decât în celelalte trei țări, datele aruncă o îndoială asupra faptului dacă a existat într-adevăr o creștere a comerțului mondial în timpul anilor '50 (din nefericire, această consecință pare să depindă de sursa de date folosită: de exemplu Kindelberger, 1972, raportează o creștere constantă în proporția export/PIB, Franța având cea mai mică creștere).

În orice caz se poate presupune că dacă supravegherea comerțului n-ar fi fost la locul ei în Franță, indexul mai degrabă ar fi crescut decât ar fi scăzut.

Întrebarea este cât de mult s-a pierdut în acest proces? Adesea se crede că deschiderea are efecte favorabile asupra creșterii și dezvoltării (v.Olson, 1982, Grossman și Helpman, 1991, Rivers-Batiz și Romer, 1991) Rămâne de văzut dacă aceasta este o relație solidă (nu apare în regresiile Barr's, 1991 și nu este indicată ca o variabilă "solidă" în Levine și Renelt, 1992). De aceea este interesant de cercetat dacă deschiderea comerțului a fost un determinant important al creșterii franceze în anii '50.

#### V. Concluzii

Experiența franceză ne oferă posibilitatea de a trage unele concluzii privitoare la mediul instituțional adecvat tranzacțiilor internaționale în timpul perioadei de reconstrucție.

În primul rând exista o dovedă slabă a unui efect de "credibilitate" al unei rate de schimb fixe. Motivul este că în timp ce contractia monetară a fost folosită ca un instrument de apărare a parității în fiecare

etapă, a fost clar că guvernul a putut folosi o varietate de alte instrumente pentru rezolvarea problemei: de-a lungul perioadei nu a existat numai controlul capitalului, ci și controlul comercial și al devalorizării, aplicate chiar și cu riscul unor costuri mari, aşa cum s-a întâmplat în 1948. Folosirea acestor mijloace a scăzut costul inflației excesive din economia franceză. În consecință disciplina monetară redusă a fost

asociată cu sistemul ratei de schimb fixă. Nu se poate spune totuși că mediul a fost echivalent cu un regim al ratei flotante. A existat o aversiune vis-a-vis de folosirea repetată a devalorizărilor, controalele comerciale au fost folosite în mod repetat ca mijloace de menținere a parității. Aceste controale au generat, pe rând, pierderi ale eficienței și o reconstrucție încetinită. Ca o încheiere nu este clar dacă sistemul Bretton-Woods a promovat sau nu creșterea.

În al doilea rând există o dilemă în alegerea nivelului corespunzător pentru rata reală de schimb. Considerațiile monetare ca acelea dezvoltate în secțiunea 2, sugerează că rata ar trebui fixată la un nivel scăzut, realist pentru a evita un atac speculativ. Acesta se evidențiază de către decalajul dintre rata de bază și rata oficială. Se afirmă de asemenea că este important să avem o rată de schimb subevaluată pentru a dezvolta sectorul de export, presupus a fi un motor la creșterii. Aceste afirmații vin în contrast cu imaginile modelelor intertemporale ale balanței de plăti. Aceasta sugerează că rata reală ar trebui să fie destul de ridicată pentru a facilita o diminuare a consumului și importurilor de bunuri și capital necesare pentru reconstrucție.

Rata de schimb a fost subevaluată din 1946 până în 1955 și în locul devalorizărilor și controalelor comerțului, a trebuit să se apeleze la împrumutul extern.

Se poate argumenta că nu a existat un orizont pentru împrumutul adițional dat fiind că cea mai mare parte a împrumutului a fost negociată direct între guvernul francez și Banca de Import-Export SUA. Într-adevăr, unul din titlurile pianului Marshall a fost să se relaxeze contrângerea împrumutului. Dar chiar Franța a fost în mare măsură responsabilă pentru aceste contrângeri bugetare. Participarea comunista din guvern a scăzut profitul așteptat al împrumuturilor acordate Franței. (A

existat o încercare nereușită a guvernului francez de a împrumuta de la americani în 1947, vezi Bossnat, 1984 - situația riscantă a împrumuturilor franceze este evidentă din condițiile impuse de americani pentru folosirea fondurilor Marshall, vezi Delong și Eichengreen, 1993.)

Se poate de asemenea observa că în climatul regresiunii financiare care a prevalat în Franța au existat limitări severe impuse împrumutului extern de către firmele particulare franceze. În orice caz dacă restricțiile de împrumut s-au autoimpus sau nu, ele au pus limitări severe asupra vitezei reconstrucției, au împins rata reală spre nivele scăzute, și care poate că au contribuit la atacurile speculative.

În timp ce acest argument sugerează că multe probleme analizate în secțiunea 2 ar fi fost evitate dacă Franța ar fi împrumutat mai mult, dilemma n-ar fi putut fi atât de ușor de rezolvat. Miezul problemei este că date fiind problemele inflaționiste care chinuie în mod obișnuit perioadele de tranziție, este important pentru creatorul politicii monetare și bugetare să stabilească o reputație dură. O problemă a politiciei ideale "descrise" în secțiunea 3 - deficiențele comerciale mari finanțate de datoria internă, creșterea reală - este că seamănă îndeaproape cu ceea ce un creator indisiplinat, de politică, ar întreprinde.

De aceea este dificil pentru public să distingă între o creștere reală, temporală determinată de nevoile reconstrucției și o situație în care creșterea se datorează consumului endemic deoarece guvernul este de tipul "greșit", nepotrivit. De aici este posibil ca și costul pe care creatorul politiciei trebuie să-l plătească pentru stabilizarea reputației este un nivel suboptimal al consumului și o rată de schimb reală subevaluată în timpul perioadei de tranziție.

## REFERINTE BIBLIOGRAFICE

- Barro, "R.J.Economic growth in a cross-section of countries", *Quarterly Journal of Economics* 1991.
- Bossuat, G. "Le poids de l'aide américaine sur la politique économique et financière de France en 1948", *Relations Internationales* no. 37, 1984, 17-36.
- Bournay, J., and Laroque, G., *Comptes trimestriels 1949- 1959, Les collections de INSEE, C 70, Mars 1979.*
- Buiter, W. "Borrowing to defend the exchange rate and the timing and magnitude of speculative attacks" *Journal of International Economics* 1987.
- Carroll, C. and Summers, L. "Consumption growth parallels income growth: some new evidence", *mimeo, Harvard*, 1990
- Deaton, A., "Consumption", *Oxford U. Press*, 1992
- De Latre, A. "Les Finances Extérieures de la France", *Paris*, 1959.
- De Long, B., and Eichengreen, B. "The Marshall Plan: History's Most Successful Structural Adjustment Program in Dornbusch", R., Layard, R. and Nolling, W. eds, *Post-War Economic Reconstruction: Possible lessons for Eastern Europe*, MIT Press, 1993.
- Flood, R. and Garber, P. "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some linear examples" *Journal of International Economics*, 1984
- Grossman, G. and Helpman, E. "Innovation and Growth in the global economy", MIT Press, 1990.
- Hall, R.E., "Intertemporal Substitution in Consumption" *Journal of Political Economy* 1988.
- INSEE (1949) *Mouvement Economique de 1938 à 1948.*
- INSEE (1959) *Mouvement Economique en France de 1944 à 1957. INSE - Bulletin Mensuel de Statistique.*
- Jeanneney, J.M., *Tableaux Statistiques pour la France et le reste du monde*, 1959.
- Kindelberger, C. (1972) *Europe Post-war growth*, Harvard U. Press.
- Krugman, P., "A model of Balance-of-Payments crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, 1979
- Laroque, G., Ralle, P., Salani, B., and Toujas - Bernate, J. (1990) "Description d'une base de données trimestrielles longues", INSEE, 1990.
- Levine, R. and Renelt, D. "A sensitivity analysis of cross- country growth regressions" *American Economic Review*, 1992
- Olson, M., *The rise and decline of nations*, Yale U. Press, 1982.
- Patat, J.P., *Histoire Monétaire de la France*, Economica, Paris, 1986.
- Rivera-Batiz, L.A. and Romer, P. "Economic Integration and Endogenous Growth" *Quarterly Journal of Economics*, 1991 a.
- XXX "International Trade with Endogenous technical change" *European Economic Review* 1991 b.
- Saint-Paul, G. "Economic Reconstruction in France: 1945- 1958" in Dornbusch, R., Layard, R. and Nolling, W. eds., *Post-war economic reconstruction: possible lessons for Eastern Europe* MIT press, 1993.
- Summers, R. and Heston, A. "The Penn World table (mark 5): An Expanded set of International Comparisons, 1950-88", *Quarterly Journal of Economics* May 1991.
- Wyplosz, C. "Capital controls and balance of payment crises" *Journal of International Money and Finance* 1986.