

AS PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES DE MILTON FRIEDMAN À TEORIA MONETÁRIA: PARTE 2

Roberto Camps Moraes

1 Introdução

Nos *Cadernos IHU Idéias* nº 101, sob o título *As principais contribuições de Milton Friedman à Teoria Monetária: parte 1*, apresentamos, inicialmente, um resumo biográfico da vida, formação intelectual e profissional, além da carreira profissional de Milton Friedman. Apresentamos também um resumo da *História monetária*, importante obra de Friedman & Schwartz (1963), com “Uma visão geral da obra”, além dos “Aspectos técnicos das definições de moeda”.

Nestes *Cadernos IHU Idéias* nº 102, sob o título *As principais contribuições de Milton Friedman à Teoria Monetária: parte 2*, apresentamos um resumo do capítulo 7, considerado o capítulo mais importante da obra *História monetária*, de Friedman & Schwartz (1963). Neste capítulo, destacamos a Grande Depressão americana dos anos de 1929 a 1937. Além disso, apresentamos um resumo da teoria monetária de Milton Friedman no artigo de 1968.

2 A explicação da Grande Depressão

Friedman & Scharwtz (1963a)¹ iniciam o capítulo 7 pela cronologia da Grande Depressão, subdividindo-a em uma série de episódios que vão de 1929 a 1933. Estes episódios estão apresentados na tabela 1 abaixo.

1 Doravante referidos como FS.

Tabela 1: Eventos monetários durante a Grande Depressão

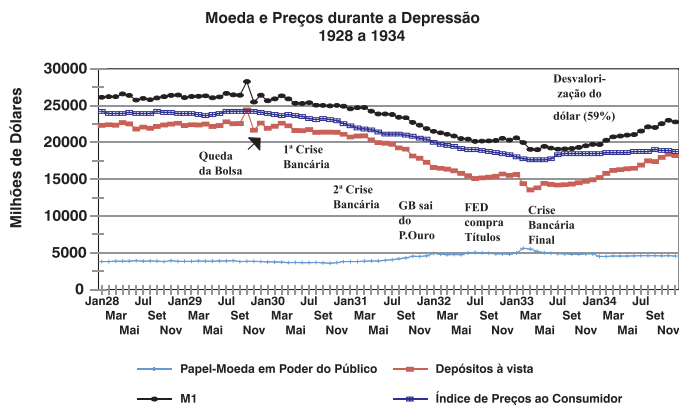
Data	Evento	Comentário
Outubro 1929	Queda na Bolsa de Valores de Nova Iorque	Um aumento na taxa de desconto em 1928, motivado pela preocupação com a especulação na bolsa e por um conflito interno nas Autoridades Monetárias, foi insuficiente para reduzir os preços das ações, mas suficiente para reduzir a liquidez, provocar deflação e uma queda do produto real. Índice Standard & Poor passou de 245 no dia 10 para 162 no dia 29 (33%).
Outubro 1930	Início da primeira crise bancária	Falência de 256 bancos em novembro com prejuízo de US \$ 180 milhões nas áreas agrícolas foi seguido, por contágio, pela falência de 352 bancos em dezembro com depósitos de US \$ 370 milhões
Março 1931	Início da segunda crise bancária	Falência de grandes bancos na Europa, além da desconfiança interna, geraram novas conversões de depósitos em dinheiro, ao mesmo tempo em que os bancos procuravam reforçar as suas reservas. Os depósitos caíram em US \$ 2,7 bilhões em seis meses (Fevereiro a Agosto de 1931).
Setembro 1931	O Reino Unido abandona o Padrão-Ouro	As pressões da França e da Holanda sobre o tesouro britânico levaram este último a cancelar a conversibilidade da libra em 21 de setembro. 25 países seguiram o seu exemplo no ano seguinte. Aumento da demanda de ouro no mercado americano pelos bancos centrais europeus levou a uma intensificação da drenagem das reservas bancárias. Medidas paliativas, como o aumento da taxa de desconto e a criação da National Credit Corporation (outubro 1931) e da Reconstruction Finance Corporation, (RFC, janeiro 1932), não impediram o aumento das falências bancárias.
Abril 1932	Início das compras de títulos em grande escala pelo FED	A pressão do Congresso americano levou a uma intervenção maciça no mercado aberto, com a compra de títulos que atingiu US \$ 1 bilhão em agosto de 1932. Estas compras interromperam temporariamente as falências bancárias.
1933	Pânico bancário e auge da crise	Reinício das falências bancárias no Meio-oeste e na Costa oeste. As medidas paliativas de decretação de feriados bancários e suspensão dos encaixes compulsórios não tiveram efeito. A crise atingiu maciçamente os bancos de NY também.

A estrutura do capítulo 7 é composta por uma sucessão de análises e descrições dos eventos acima arrolados na tabela 1 de diferentes ângulos. Na primeira seção (*The course of money, income, prices, velocity, and interest rates*), são indicados alguns dos eventos da coluna 3 acima, focados no comportamento das variáveis mencionadas no sub-título. Na segunda seção (*Factors accounting for changes in the stock of money*), FS buscam identificar em cada uma das fases o que causou as variações no estoque de moeda, independentemente das intenções do FED. Na terceira seção (*Bank failures*), eles analisam as origens e o papel das falências bancárias durante estes cinco anos, assim como a reação do FED às mesmas. Na quarta seção (*International character of the contraction*), eles analisam a dimensão internacional da depressão. Na quinta seção (*Development of monetary policy*), eles focam nas medidas de política monetária ao longo de cada uma das fases. Na sexta seção (*Alternative policies*), eles se perguntam especulativamente quais teriam sido as possíveis políticas alternativas e as suas conseqüências, enquanto que na sétima e última seção do capítulo 7 (*Why was monetary policy so inept?*) eles buscam uma explicação geral para a monstruosa falha de política que levou, em sua visão, à Grande Depressão.

2.1 A moeda, os bancos e as variáveis monetárias durante a Grande Depressão

A figura 1 abaixo mostra o comportamento de alguns agregados monetários juntamente com o índice de preços ao consumidor durante a Grande Depressão. O papel-moeda em poder do público permanece estável ou levemente crescente durante todo o período, sofrendo uma pequena queda somente a partir de janeiro de 1934. O índice de preços inicia um processo deflacionário a partir da queda da bolsa e que prossegue até julho de 1933. A queda verificada nos meios de pagamentos é, portanto, grandemente devida à queda nos depósitos bancários, que se inicia a partir do aumento da taxa de desconto em agosto de 1929 e se acentua depois de queda da bolsa, recuperando-se somente a partir do término da crise bancária final do início de 1933.

Tanto o índice de preços por atacado quanto a produção industrial e a renda pessoal – não mostrados na figura 1 – iniciam quedas pronunciadas a partir da queda da bolsa, que atingem, respectivamente, no início de 1933, quando comparados com outubro de 1929, 37%, 46% e 53%. “Já em 1931, a renda nominal estava abaixo dos níveis anteriores desde 1917. ... A renda *per capita* em 1933 era praticamente a mesma do ano depressivo de 1908, um quarto de século antes.... No vale da depressão uma pessoa em cada três encontrava-se desempregada”. (FS, p. 301).



As três crises bancárias que marcaram o período da Grande Depressão são detalhadamente examinadas por FS nas seções 1 e 2 do capítulo 7. No período que precede a primeira crise, e que se estende de agosto de 1929 a outubro de 1930, o FED reduziu o volume de liquidez após elevações da taxa de desconto em 1928 e 1929. As sucessivas reduções posteriores na mesma taxa não foram suficientes para recuperar a liquidez, resultando em uma queda de 2,6% no estoque de moeda no período. Quando a crise de outubro de 1930 emerge – estendendo-se até janeiro de 1931 –, a queda de liquidez atinge 3%. Estas quedas foram devidas à redução dos depósitos bancários.

A segunda crise bancária – de março de 1931 a março de 1932 – também é marcada por uma queda nos depósitos. No entanto, diferentemente da primeira crise, durante a segunda houve um aumento na base monetária, primeiro devido às entradas de ouro que precederam a saída da Grã-Bretanha do padrão-ouro, ocorrida em setembro de 1931. Quando esta última ocorreu, continuava havendo uma redução aguda dos depósitos bancários, refletindo a erosão da confiança no sistema bancário. O FED, de acordo com FS, limitou-se a reduzir a taxa de desconto e a realizar tímidas compras de títulos.

A saída da GB do padrão-ouro reverteu o sinal dos fluxos originando saídas de ouro dos EUA, e acelerando a redução da liquidez. Diante das pressões que os bancos exerceram demandando crédito do FED, este aumentou a taxa de desconto em outubro de 1931. A base monetária cresceu agora por conta dos créditos aumentados do FED: um aumento líquido de \$ 300 milhões apesar de uma saída de \$ 580 milhões em ouro no período agosto de 1931 a janeiro de 1932.

Em abril de 1932, como mencionado na tabela 1, o FED inicia uma grande compra de títulos federais. As falências bancárias já haviam reduzido, mas o efeito sobre a liquidez geral não foi suficiente para aumentar a oferta de moeda. Esta continuou a declinar devido às reduções nos depósitos e à saída de ouro. As saídas de ouro só foram revertidas por entradas a partir do mês de junho. As compras de títulos cessaram em agosto mas, a partir daí, e até janeiro de 1933, a base monetária voltou a crescer. Em julho de 1932, a razão depósitos-moeda atingiu o seu vale, voltando a crescer e impulsionando uma retomada da liquidez. Este movimento foi acompanhado por uma breve retomada dos índices de atividade industrial no segundo semestre de 1932.

O breve *interregno* de aparente recuperação da saúde dos bancos e da economia neste período foi interpretado erroneamente, segundo FS, como sinal de uma liquidez exagerada, o que levou o FED a paralisar as suas compras de título. Um destes sinais era o fato de que os bancos passaram a reter reservas em níveis superiores aos requeridos pelo sistema da reserva federal. Tais “reservas em excesso” eram, para FS, apenas uma adaptação dos bancos à percepção de que tanto a existência de um “emprestador de última instância” como de uma reserva requerida pelo banco central não eram suficientes para impedir as falências generalizadas que haviam ocorrido nos anos anteriores. Tal comportamento repetia o ocorrido em crises anteriores, apenas em maior escala devido à maior severidade da crise.

A crise bancária final – ocorrida de janeiro a março de 1933 – foi a mais profunda de todas, embora a sua morfologia tenha sido a mesma das anteriores. A única diferença reside no fato de que nesta última pela primeira vez o público interno passou a drenar o ouro dos bancos, já que surgiram rumores de uma desvalorização do dólar. Ela só foi interrompida com um feriado bancário.

De 1929 a 1933, a queda no estoque total de moeda nos EUA foi estimada em 33%. Sob o ponto de vista dos fatores explícitos na equação 3.6,² esta queda, ao longo da Grande Depressão, foi provocada pelas reduções das razões depósitos-moeda – D/A na equação³ 3.6, de 11,5 em outubro de 1930 para 4,4 em março de 1933 – e depósitos-reserva – D/R na equação 3.6,⁴ de 12,9 em outubro de 1930 para 8,4 em março de 1933.

As falências bancárias tiveram um papel decisivo na contração monetária ocorrida durante a Grande Depressão. FS apontam dois mecanismos pelos quais estas falências contribuíram para a contaminação do setor real da economia. Em primeiro lugar, a perda de capital incorrida pelos proprietários e pelos clien-

2 Refere-se à equação 3.6 $\{ M = A \cdot \{ D/R [1 + (D/A)] \} / \{ (D/R) + (D/A) \}$ da Parte 1.

3 Idem.

4 Idem.

tes dos bancos certamente impactou sobre a corrente de gastos da economia. Em segundo lugar, dada a reação do FED às falências bancárias, a oferta de moeda sofreu uma queda cuja magnitude já foi indicada acima. A tese central de FS é de que este segundo aspecto foi totalmente dominante na causação da propagação da crise monetária para a trajetória do produto e do emprego. Para avaliarem estes impactos eles escrevem (FS, pp. 351-352):

Sob o ponto de vista apenas do primeiro aspecto, as falências impuseram perdas que totalizaram \$2,5 bilhões aos acionistas, aos depositantes e a outros credores dos mais de 9 000 bancos que suspenderam as operações durante os quatro anos de 1930 a 1933. Um pouco mais da metade destas perdas caiu sobre os depositantes, sendo o resto incorrido pelos credores e acionistas... Em comparação, no mesmo período de quatro anos, estima-se que o valor de todas as ações preferenciais e ordinárias em todas as empresas dos EUA tenha declinado em \$85 bilhões. Ou, para fazer uma comparação diferente, o declínio no valor total de todas as ações listadas na bolsa de valores de New York em outubro de 1929 foi estimado em \$15,5 bilhões. Como uma fração da riqueza total, as perdas produzidas pelas falências bancárias foram menores e não mereceriam maior atenção do que as perdas de magnitude semelhante no setor imobiliário, por exemplo.

Sob o segundo aspecto, a situação é totalmente diferente. O estoque total de moeda caiu por mais do que um terço de 1929 a 1933; os depósitos nos bancos comerciais caíram mais de 42%; em magnitude absoluta, eles caíram \$18 bilhões. Os depósitos totais apenas nos bancos suspensos eram muito maiores do que as perdas, aproximadamente \$7 bilhões durante os quatro anos. Se as falências bancárias merecem uma atenção especial, isto se deve claramente ao fato de que elas formaram o mecanismo pelo qual o declínio drástico no estoque de moeda foi produzido, e porque este estoque joga um importante papel nos acontecimentos econômicos. As falências bancárias foram importantes principalmente não por si mesmas, mas por seus efeitos indiretos. Se elas tivessem ocorrido precisamente na mesma magnitude sem produzir um declínio drástico no estoque de moeda, elas teriam sido notáveis, porém não cruciais. Se elas não tivessem ocorrido, e um declínio igualmente drástico tivesse acontecido no estoque de moeda devido a outros fatores, a contração teria sido pelo menos igualmente severa e provavelmente pior ainda.

Para fundamentar esta última especulação – de que, na ausência das falências bancárias, mas com a mesma queda na oferta de moeda, a depressão poderia ter sido pior nos EUA –, FS comparam o caso canadense com o americano. No mesmo pe-

ríodo (1929-33), o Canadá sofreu uma queda comparável no PIB – 49% contra 53% nos EUA – e a sua oferta de moeda caiu apenas 13% – contra os 33% dos EUA – e não sofreu falências bancárias como o EUA.⁵ FS argumentam que as falências bancárias americanas mudaram a composição da demanda por moeda nos EUA pela substituição de depósitos por base monetária, enquanto que no Canadá isto não ocorreu. O resultado líquido no caso americano foi uma redução na demanda total de moeda, que compensou em parte a queda da oferta. Por isto, a queda na velocidade da moeda foi muito mais pronunciada no Canadá (41%) do que nos EUA (29%). Então, se não tivesse havido a queda na demanda por moeda nos EUA devido às falências bancárias, a queda na oferta que ocorreu teria tido um efeito mais catastrófico ainda.

Quanto à origem das falências bancárias FS formulam as seguintes questões: “Elas surgiram principalmente das práticas financeiras dos anos precedentes? Ou foram elas produzidas pelos acontecimentos do início dos anos 30?” (FS, p. 353). No primeiro caso, as corridas bancárias dos anos 1930 teriam sido provocadas por maus empréstimos concedidos e investimentos realizados na década de 1920. No segundo caso, as causas originais estariam mais associadas à interação do setor bancário com as autoridades monetárias.

Para responder a estas questões, FS reconhecem que ocorreu alguma deterioração na qualidade dos empréstimos durante o final dos anos 1920. Segundo eles, existe comprovação satisfatória disto apenas para os empréstimos externos. Eles descartam alguns trabalhos que apontam deterioração nos créditos internos pela “sua concentração na experiência *ex post*, os autores da maioria destes estudos exageram inquestionavelmente qualquer diferença na qualidade *ex ante* que existia. Na verdade, muitos dos resultados são consistentes com nenhuma deterioração na qualidade *ex ante*” (FS, p. 354).

Após desenvolverem uma argumentação adicional no sentido de refutar os referidos estudos, FS escrevem:

Quaisquer que sejam os verdadeiros fatores das falências bancárias iniciais na primeira crise bancária, uma deterioração ex ante na qualidade dos empréstimos e dos investimentos no final dos anos vinte ou simplesmente a aquisição de empréstimos de baixa qualidade naquele período, mesmo que não houvesse diferença na qualidade em relação aos períodos anteriores, eles tiveram uma importância menor nas falências bancárias subseqüentes. Como vimos, o sistema bancário como um todo estava em uma posição tal

5 Nenhum dos 10 bancos existentes no Canadá – com mais ou menos 3000 agências – sofreu qualquer corrida. O único evento digno de nota foi uma fusão que criou um 11º banco juntando algumas agências em maio de 1931.

que, para satisfazer as demandas dos depositantes por papel-moeda, os bancos precisariam uma contração múltipla nos depósitos e, portanto, nos ativos. Sob tais circunstâncias, qualquer corrida aos bancos devida a qualquer razão tornava-se em certa medida, auto-justificada, independentemente da qualidade dos ativos bancários. Os bancos tinham que liquidar os seus ativos no mercado, o que inevitavelmente forçava uma queda no seu valor de mercado e, portanto, nos seus ativos remanescentes. A fragilização do valor de mercado dos ativos bancários, particularmente os seus portfólios de títulos, foi a fonte mais importante da deterioração de seu capital e que levou à suspensão dos bancos, e não a falta de pagamentos de empréstimos específicos ou emissões específicas de títulos (FS, p. 355).

A evidência em favor desta interpretação é apresentada na forma de várias citações de autores e autoridades conhecidos da área. A questão crucial que FS apontam é a de que faltou liquidez no momento em que os bancos foram obrigados a se desfazerem de seus ativos para responderem a demanda por papel-moeda dos depositantes. Tivesse havido um suprimento adequado de papel-moeda aos bancos, eles não teriam provocado a deterioração de seu capital que aquelas ações produziram. Examinando as atas das reuniões do *Federal Reserve*, especialmente aquelas que se seguiram à traumática falência do *Bank of the United States* – em dezembro de 1930 – e que se intensificaram até abril de 1931, FS chegam à conclusão de que as autoridades do banco central americano tinham um “limitado entendimento” das conexões entre as “falências bancárias, as corridas aos bancos, as reduções dos depósitos e a fragilidade dos mercados de títulos” (FS, p. 358). Estas conexões eram bem conhecidas pelo pessoal técnico da agência do FED de New York, assim como por muitos outros técnicos do sistema da reserva federal, mas não pelos governadores dos bancos regionais que eram membros do Birô do FED. Estes últimos tendiam a encarar as falências bancárias como “conseqüências lamentáveis da má gerência e de más práticas bancárias, ou como reações inevitáveis a excessos especulativos anteriores ou como conseqüências, mas não causas, do colapso financeiro e econômico em processo” (FS, p. 358).

FS listam quatro circunstâncias adicionais que ajudam a explicar o comportamento passivo e lento do FED na ocasião: (1) As autoridades do FED não se sentiam responsáveis pelos bancos que não faziam parte do sistema. Deve ser mencionado aqui que não havia obrigatoriedade dos bancos privados pertencerem ao sistema e se submeterem às suas normas. A maior parte dos bancos que faliram no período de 1921 a 1929 e durante os dez primeiros meses de 1930 não pertencia ao sistema e os bancos que não eram membros detinham um alto percentual dos

depósitos totais; 2) Havia uma atitude de complacência das autoridades do FED, compostas geralmente de figuras influentes do sistema recrutadas em grandes centros financeiros, para com os bancos que quebravam, compostos principalmente de pequenos bancos; 3) Durante a primeira crise bancária, 80% dos bancos que faliram não pertenciam ao sistema; 4) Finalmente, os “relativamente poucos grandes bancos membros que faliram no final de 1930 eram vistos por muitos diretores do FED como casos infelizes de má gerência e, portanto, não sujeitos à assistência pelo banco central” (FS, p. 359).

2.2 A propagação internacional da contração

FS dedicam uma seção relativamente pequena do capítulo 7 para contextualizar a Grande Depressão no plano internacional. Eles fazem a distinção entre o sistema do padrão-ouro fraco (*gold-exchange standard*) vigente naquela época, no qual os países mantinham taxas de câmbio fixas em relação ao dólar americano e à libra esterlina, sendo estas moedas conversíveis a uma taxa fixa em ouro. No sistema do padrão-ouro (*gold standard*), que vigorou até 1914, as moedas eram totalmente lastreadas em ouro.

Ambos os sistemas partilhavam a propriedade de ligar as economias participantes através do câmbio fixo. Assim, os desequilíbrios nos balanços dos pagamentos eram resolvidos teoricamente através de transferências de moeda – dos países deficitários para os países superavitários – que, ao influenciarem em sentidos opostos os preços domésticos, via a equação quantitativa de Fisher $MV = PT$, alteravam as taxas reais de câmbio promovendo um ajustamento automático nos balanços de pagamentos – inflacionando os superavitários e deflacionando os deficitários.⁶ Para que tal sistema funcionasse, eram necessários, além do câmbio fixo e da mobilidade internacional de ativos no pagamento das transações, flexibilidade de preços e salários e ausência de esterilização dos impactos monetários das reservas cambiais. FS fazem um paralelo entre estes dois arranjos internacionais com a evolução do sistema monetário americano:

“O uso do gold-exchange standard implicava, no entanto, que existia menos automatismo nos ajustamentos entre os países – o equilíbrio duro não poderia ser tão duro como no gold standard completo. O gold-exchange standard tornava o sistema financeiro internacional mais vulnerável aos choques pela mesma razão que o aumento na razão depósitos-reservas tornou o sistema monetário doméstico mais

6 Este mecanismo foi descrito por David Hume (1752), sendo conhecido como *price-specie flow mechanism*. A frequência de seu uso e a efetividade do mesmo durante o período em que o padrão-ouro vigorou em escala universal (1870-1914) é discutida, entre outros, por Triffin (1964, 1997) e Eichengreen (1996).

vulnerável: porque ele aumentou a razão do exigível em relação à base monetária relevante – neste caso, em última instância, o ouro” (FS, p. 359).

Em um sistema de câmbio fixo global, há uma convergência das taxas nacionais de inflação para uma taxa internacional única, dada aproximadamente pela taxa de expansão da moeda, a qual também converge para a taxa de crescimento da oferta mundial de ouro, no caso do padrão-ouro.⁷ Quando a oferta mundial de moeda cai torna-se inevitável, em tal sistema, há uma deflação e/ou contração da produção mundial. No caso de 1929, a origem do choque monetário foi, nos EUA, devido aos acontecimentos até aqui revistos. Desde o fim da Primeira Guerra Mundial, os EUA já movimentavam o maior valor de comércio externo no mundo, apesar de sua economia relativamente fechada. Além disto, o país era o principal credor mundial. O FED participava de muitos empréstimos concedidos a países como a Áustria, a Hungria, a Alemanha, a Romênia e outros, como consequências do final da Primeira Guerra Mundial.

O que aconteceu em 1929? A redução da oferta monetária nos EUA, a qual originou uma deflação juntamente com a queda na produção, foi seguida por uma entrada de ouro – que, como vimos, durou até setembro de 1931. Esta última deveria ter, de acordo com as regras do sistema, reaquecido a economia americana e, com isto, gerado um déficit no seu balanço de pagamentos, e assim exportado a sua inflação, iniciando um novo ciclo de ajustamento automático. No entanto, isso não aconteceu.

Nós não permitimos que as entradas de ouro expandissem a oferta monetária nos EUA. Nós não apenas os esterilizamos, mas fomos muito além disto. O nosso estoque de moeda moveu-se perversamente, caindo na medida em que o estoque de ouro aumentava. Em agosto de 1929, o nosso estoque de moeda era 10,6 vezes o estoque de ouro; em agosto de 1931, ele equivalia a 8,3 vezes o estoque de ouro. O resultado foi que outros países não apenas tiveram que assumir todo o ônus do ajustamento mas também tiveram que encarar choques contínuos adicionais na mesma direção a qual eles tiveram que se ajustar (FS, p. 361).

Como já vimos, a Grã-Bretanha abandonou o padrão-ouro em setembro de 1931,⁸ desvalorizando a libra esterlina em 40%, assim como vários outros países vieram a fazê-lo logo depois. Quanto menos integrados ao *gold-exchange standard* estavam

7 Estas implicações são verdadeiras na ausência de bens não-negociáveis.

8 A GB liderou o retorno ao padrão-ouro quando, em 1925, restaurou a conversibilidade da libra esterlina ao ouro à taxa que vigorava antes da Primeira Guerra. Esta volta a um preço irreal redundou em uma sobrevalorização da libra que foi estimada em 10%. Tal sobrevalorização cambial jogou a GB em uma *great slump* até 1931. Esta decisão do ministro da Fazenda inglês, Winston Churchill, foi criticada por Keynes (1972).

os países nesta época, menos eles sofreram com a importação forçada da recessão. A China, por exemplo, que estava em um padrão-prata, beneficiou-se pela desvalorização da prata em relação ao ouro, o que a isolou do efeito contracionista da Grande Depressão. No extremo oposto, esteve a França, que havia retornado ao padrão-ouro em 1928, mas a uma taxa de paridade que subvalorizava o franco. Esta subvalorização beneficiou a França, que passou a atrair ouro mesmo após setembro de 1931, ultrapassando o valor das reservas americanas. Graças a esta aderência bem-sucedida ao padrão-ouro, a França, ao permanecer com o câmbio fixo, sofreu um impacto depressivo muito mais prolongado, atingindo o fundo de sua depressão apenas em abril de 1935. Já o fundo da depressão americana aconteceu em março de 1933, a data a partir da qual os EUA suspenderam a conversibilidade do dólar em ouro.

2.3 A política monetária durante a Grande Depressão

Na seção 5 do capítulo 7, a política monetária é narrada em detalhe em 5 períodos diferentes: 1) durante a queda da bolsa em outubro de 1929; 2) da queda da bolsa ao abandono do padrão-ouro pela Grã-Bretanha, em setembro de 1931; 3) durante a saída da GB do padrão-ouro; 4) durante as grandes aquisições de títulos do governo de abril de 1932 e, finalmente, 5) durante a crise bancária final de 1933.

Quando o *great crash* ocorreu, a autoridade monetária era o Comitê de Investimento no Mercado Aberto (*Open Market Investment Committee*), o qual era constituído por cinco governadores dos bancos regionais da reserva, chefiados pelo governador do banco de Nova Iorque (*Federal Reserve Bank of New York*), então George L. Harrison, que havia sucedido ao legendário Benjamin Strong.⁹ Este órgão havia sido constituído por um acordo em 1923. As suas recomendações eram examinadas e aprovadas pelo *Federal Reserve Board*, em Washington, DC.

Seguindo a tradição de independência e liderança do banco de Nova Iorque, este último, imediatamente após a queda da bolsa, executou compras de títulos no mercado aberto que excediam ao recomendado pelo comitê. Harrison comunicou a Roy A. Young, então o chefe do *Federal Board*, que os seus diretores haviam autorizado essas compras sem limite. Segundo FS, havia base legal para tal autonomia, pois o acordo de 1923 autorizava a cada banco regional manter em sua carteira o valor de títulos federais julgado conveniente para as condições de crédito da região. Mas a desobediência aos limites originou uma discus-

9 Benjamin Strong Jr., que morreu em outubro de 1928, é apontado por Friedman no cap. 7 de (FS), em várias ocasiões, como uma das lideranças que faltaram ao *Federal Reserve System*. Ele foi Governador do *Federal Reserve Bank* de Nova Iorque por 14 anos, até a sua morte.

são no *Board* que concluiu com uma advertência para que isto não se repetisse.

Este incidente eclodiu um conflito que iria se prolongar. O *staff* do banco de Nova Iorque estava convencido de que a situação exigia uma drástica intervenção provendo liquidez sem limites, enquanto que o *Board*, zeloso de suas prerrogativas jurisdicionais, não admitia que os seus limites fossem excedidos. Harrison tentou convencer Young, o que levou o *Board* a fazer relutantemente repetidas concessões quanto aos limites. O secretário do Tesouro envolveu-se nas conversações que geraram um debate sobre a política apropriada e sobre o conflito de competências. Vários governadores expressaram discordância com a opinião de Nova Iorque sobre a necessidade de liquidez.

A situação de conflito perdurou com o banco de Nova Iorque, solicitando permissões para reduções na taxa de desconto e novas aquisições de títulos. Em março de 1930, uma reunião do *Open Market Investment Committee* rejeitou uma aquisição de títulos que já havia sido aprovada pelo *Board* e realizada pelo banco de Nova Iorque. Esta foi a última reunião daquele comitê. Ele foi substituído pelo *Open Market Policy Conference*, agora constituído pelos governadores de todos os doze bancos regionais, e um comitê executivo, formado pelos cinco que anteriormente constituíam o órgão dissolvido – os governadores dos bancos de Nova Iorque, Boston, Chicago, Cleveland e Filadélfia.

Na nova forma institucional, o comitê executivo tinha menos poderes do que o antigo, limitando-se a executar as decisões do comitê mais amplo, a “conferência”. Os bancos regionais, apesar de participarem e decidirem na conferência, não eram obrigados a seguirem as suas recomendações quanto às operações de mercado aberto. Eram, sim, obrigados a justificar as razões pelas quais dissentiam. Além disto, os bancos regionais mantinham a liberdade de abandonarem a conferência.

No novo modelo, ficou claro que o banco de Nova Iorque perdeu grande parte do poder e influência que havia detido antes. O governador Harrison, que mantinha a chefia do comitê executivo, foi derrotado em uma votação por 4 a 1, na sua primeira reunião.¹⁰ FS expõem o debate sobre a política monetária no interior da nova “conferência”, que se desenvolveu através de uma carta de Harrison para os demais governadores e das suas respostas. Apenas dois dos governadores (os de Atlanta e de Richmond) concordavam com a obstinada – e correta, segundo FS – posição de Harrison, que sempre advogou uma intervenção massiva através da compra de títulos federais. O governador do banco de Chicago – o segundo centro financeiro mais importante depois de Nova Iorque – achava que havia liquidez demais no

10 A nova “conferência” delegou poderes para o comitê executivo nesta primeira reunião, realizada já em março de 1930.

mercado. A sua opinião tinha muito peso, pois, além de representar Chicago, ele havia sido diretor do banco desde a fundação do *Federal Reserve* em 1914, juntamente com Benjamin Strong, este último em Nova Iorque.

FS reproduzem as opiniões escritas dos vários governadores sobre a situação naquele momento. A maioria julgava que as taxas de juros estavam excessivamente baixas e que uma redução adicional iria estimular mais empréstimos ainda, prolongando e dando uma sobrevida a posições que deveriam já ter sido liquidadas. Ao contrário, eles advogavam um aperto monetário e consideravam as compras de títulos federais como impedimento do fluxo natural do crédito. Havia, claramente, uma incompreensão sobre o que estava ocorrendo nos grandes mercados. FS consideram que:

Não se pode ler esta correspondência de Harrison, as atas das reuniões do comitê de mercado aberto e os documentos relacionados do Sistema da Reserva sem se impressionar com as diferenças extraordinárias entre Nova Iorque e a maioria dos outros bancos no nível de sofisticação e compreensão nas questões monetárias. Anos de responsabilidade direta pela conduta da política monetária no mercado monetário central do país e de cooperação com pessoas situadas em posições equivalentes em outros mercados monetários importantes do mundo tinham implantado no pessoal técnico e administrativo do banco de Nova Iorque uma consciência profunda das relações monetárias e uma sensibilidade aguda sobre os efeitos das ações de política monetária (FS, p. 374).

Contrastando com esta compreensão, havia uma concepção muito conservadora disseminada entre o pessoal técnico e administrativo dos bancos dos centros menores que encarava qualquer problema de crédito como originário de más escolhas microeconômicas, as quais deveriam ser devidamente punidas pelo mercado. Era uma visão “paroquial”, que desconhecia as grandes interrelações entre os segmentos do mercado financeiro e os demais mercados. Os bancos centrais de outros países partilhavam das percepções do banco de Nova Iorque e alertaram, em vários documentos, para a necessidade de uma política mais agressiva do *Federal Reserve* americano.

A substituição de Roy Young por Eugene Meyer na chefia do *Federal Reserve Board*, em 16 de setembro de 1930, trouxe um pouco mais de apoio às teses de Harrison. Durante o ano de 1931, em várias instâncias reportadas por FS, e diante das grandes entradas de ouro nos EUA, esterilizadas pelo FED, eles tentaram, persuadir os demais membros sobre a necessidade de maiores compras de títulos federais, mas sem sucesso.

A partir setembro de 1931, com a saída da GB do padrão-ouro, houve, como já referido, uma reversão dos fluxos de

ouro. Tanto os bancos centrais estrangeiros como o banco de Nova Iorque, e agora com o apoio dos demais bancos da reserva, apoiaram aumentos sequenciais na taxa de desconto como o remédio clássico para combater uma drenagem de reservas. Houve notas discordantes, mas elas foram ignoradas. A defesa das reservas de ouro americanas era vista como elemento essencial para a preservação do sistema internacional vigente. As notas discordantes – expressas por Charles Mitchell e W.R. Burgess – eram baseadas nos impactos internos sobre o crédito. FS comentam:

A drenagem de ouro era um evento dramático para o qual existiam muitos precedentes. Então, tanto o problema como a sua solução pareciam claros e diretos. Na verdade, tem-se a impressão de que, depois de tanto lidar com problemas novos, enganosos e sutis, o Sistema respirou com alívio diante da emergência de um problema que poderia ser expresso em termos de preto e branco (FS, p. 382).

As conseqüências imediatas sobre a redução dos depósitos domésticos foram tão fortes que, duas semanas depois, em uma reunião da “conferência”, esta reconheceu que nunca na história do sistema tinha havido uma redução tão drástica nestes depósitos. Apesar disto, a oposição de McDougal conseguiu impedir compras de títulos federais. As saídas de ouro criaram uma nova linha de argumentação – referida como o problema do “ouro livre” –, que seria, posteriormente aos acontecimentos, muito usada para justificar a passividade das autoridades monetárias. FS dedicam uma seção do capítulo 7 para provar como este era uma pseudo-problema.

Nas reuniões de janeiro e fevereiro de 1932, Harrison, “parcialmente pressionado por seu *staff* e pelos diretores, reassumiu a defesa de compras substanciais adicionais (de títulos federais) como parte de um amplo programa nacional” (FS, p. 383). Mas, a esta altura dos acontecimentos, diante da crise geral da economia, o Congresso já estava aprovando projetos como a criação da *Reconstruction Finance Corporation* e em vias de aprovar o *Glass-Steagall Act*.¹¹ Ao final da reunião de fevereiro, ainda com os votos contrários de McDougal e Young (que havia assumido o cargo de governador do banco de Boston em 30 de setembro de

11 A RFC foi criada justamente para organizar o esforço de prover liquidez aos bancos e restaurar a confiança no sistema bancário. Eugene Meyer foi nomeado como diretor, acumulando o cargo no *Federal Reserve*. A lei de Glass-Steagall, em sua primeira versão, aprovada em 27 de fevereiro de 1932, permitia que os bancos da Reserva Federal usassem títulos do governo como garantias para a emissão de cédulas de papel-moeda, relaxava as exigências de garantias para os bancos sacarem recursos na janela de redesconto e permitia ao governo que emprestasse com base nas reservas nacionais de ouro. Estas medidas ampliavam a capacidade do sistema de aumentar a oferta de moeda e resolviam qualquer problema de “ouro livre”.

1930 ao sair da direção do FED), foi aprovada uma compra de títulos de \$25 milhões por semana, com um teto de \$ 250 milhões no total, bem abaixo do pedido.

Em 4 de abril de 1932, pressionado pelo Congresso, Harrison transmitiu aos diretores do comitê executivo que a aceleração e o fortalecimento do programa de compras de títulos federais era a única maneira de evitar mudanças radicais na legislação financeira no Congresso. Depois de consultas a políticos do Congresso e duas reuniões, Harrison e Eugene Meyer persuadiram os seus membros, em uma reunião conjunta da conferência e do Reserve Board, em 12 de abril, a aprovarem uma compra de \$500 milhões em títulos do governo. Foram adquiridos, em consequência, \$100 milhões em títulos por semana nas cinco semanas subsequentes. Na reunião de 17 de maio, foram aprovadas compras de mais \$ 500 milhões, embora a velocidade de aquisição tenha sido reduzida.

Ao avaliar posteriormente os resultados obtidos por estas operações, verificou-se que a injeção de \$1 bilhão tinha apenas compensado as saídas de ouro e outras reduções, deixando um resultado líquido positivo de apenas \$100 milhões. Diante destes efeitos pífios, a conferência dividiu-se fortemente: de um lado, Harrison, Owen D. Young e W.R. Burgess eram a favor do prosseguimento mais agressivo das compras de títulos federais; de outro, Roy Young e McDougal interpretaram os resultados como prova da ineficácia daquela política. Na reunião conjunta de 14 de julho da conferência e do Reserve Board, Eugene Meyer pressionou pela continuidade da política, conseguindo uma compra semanal autorizada de apenas \$ 15 milhões. Com o advento das férias do congresso – a partir de 16 de julho –, as pressões políticas sobre as autoridades monetárias arrefeceram e a execução da política perdeu força. Depois de quatro semanas, apenas \$30 milhões haviam sido comprados, e a posição do *Federal Reserve* em títulos do governo permaneceu praticamente a mesma até o fim do ano.

Na primeira reunião de 1933, em 14 de janeiro, a “conferência” discutiu os argumentos a favor e contra a manutenção da posição prevalente em títulos do FED a partir da exposição de Harrison. A visão dominante era de que havia uma recuperação em andamento, embora perdendo força, e que as reservas bancárias existentes eram mais do que suficientes. A resolução final foi na direção de vender títulos no valor máximo de \$125 milhões no primeiro mês do ano, mas impedindo que as reservas livres caíssem abaixo de \$500 milhões. Para tanto, o comitê executivo foi autorizado a comprar títulos, se necessário.

Em consequência das medidas, os títulos federais em poder do FED caíram \$90 milhões em janeiro, e as reservas livres bancárias caíram abaixo dos \$500 milhões. Reagindo a esta últi-

ma queda, o comitê adquiriu \$45 milhões e aumentou o crédito total permitido, o que não impediu que, em três semanas, os bancos membros do sistema perdessem \$280 milhões.

Quando a crise bancária final emergiu – em fevereiro de 1933 –, Harrison recusou-se a reunir a “conferência”, alegando que seria “difícil, se não impossível, realizar uma reunião do sistema... neste momento”.¹² Restou ao FED de Nova Iorque uma atuação reativa e desesperada pela aquisição de dívidas dos bancos (\$350 milhões em duas semanas) e de títulos federais (\$25 milhões na primeira e \$ 2 milhões na segunda semana). FS concluem a quinta seção do capítulo 7 com o seguinte parágrafo:

Nas duas semanas finais que precederam ao feriado bancário, não existia nada que pudesse ser chamado de uma política do Sistema. O Sistema estava desmoralizado. Cada banco (da reserva) operava por sua conta própria. Todos partilhavam a mesma atmosfera de pânico que se espalhou pela comunidade financeira e pela sociedade. A liderança que um banco central independente deveria exercer sobre o mercado e a sua capacidade de resistir às pressões da política e do lucro e de agir contra o mercado como um todo, estas – a grande justificativa para a existência de uma instituição quase-governamental com poderes amplos – foram conspíquas pela sua ausência (FS, p. 391).

2.4 O que a política monetária poderia ter feito e por que não fez

Para responder detalhadamente à primeira questão do subtítulo acima, FS dividem o período da Grande Depressão em três subperíodos cruciais: (1) os primeiros dez meses de 1930; (2) os primeiros oito meses de 1931; e (3) os quatro meses que se seguiram à saída da GB do padrão-ouro (em setembro de 1931).

“Por que a primeira metade do ano de 1932 não merece um subperíodo na divisão acima?”, o leitor poderia perguntar. Pelo simples fato de que, para FS, as políticas então adotadas – as grandes aquisições de títulos federais pelo FED – teriam sido mais do que adequadas em magnitude e direção nos subperíodos anteriores, embora não o tenham sido no momento em que foram implementadas. O exercício proposto por FS nesta seção (*Alternative Policies*) é justamente o de examinar estes efeitos hipotéticos.

Quanto ao período de 1930, FS argumentam que, como não havia ainda a falta de confiança nos bancos que surgiria com a primeira e com as demais crises bancárias, e como também os bancos não se sentiam vulneráveis como viriam a se considerar posteriormente, uma injeção de liquidez da ordem de magnitude da implementada no primeiro semestre de 1932 produziria muito

¹² Citado por FS (p. 390).

provavelmente uma expansão acentuada do crédito. Esta expansão reduziria as entradas de ouro, o que seria um sinal do sucesso da operação. Os efeitos de tal política “teriam reduzido de duas maneiras a probabilidade de uma crise bancária no outono de 1930: indiretamente, através de seu efeito sobre a severidade da contração; e, diretamente, através do seu efeito sobre a posição patrimonial dos bancos” (FS, p. 393). Além disto, o impacto externo seria positivo pela redução da drenagem do ouro no resto do mundo.

Durante os primeiros oito meses de 1931, segundo FS,

a moeda em poder do público cresceu por \$370 milhões como resultado da drenagem interna do sistema bancário; as reservas bancárias caíram \$120 milhões. A diferença entre o crescimento do aumento da moeda e a queda nas reservas é a quantia pela qual a base monetária aumentou. A compra de \$920 milhões adicionais em títulos do governo, [...] (tudo o demais constante), teria aumentado a base monetária em \$1170 milhões, o suficiente para compensar a drenagem da moeda que realmente ocorreu e ao mesmo tempo aumentar as reservas bancárias em \$800 milhões. Com um aumento destes nas suas reservas, em vez de uma queda de \$120 milhões, os bancos teriam se livrado da necessidade de liquidação de títulos e poderiam ter reduzido os seus empréstimos contraídos junto ao banco central, em vez de aumentá-los em \$40 milhões. Em consequência, o mercado de títulos teria permanecido muito mais forte, as falências bancárias teriam sido muito menores, e, então as corridas aos bancos teriam sido muito mais moderadas, se tivessem ocorrido (FS, pp. 393-394).

Assim, FS concluem que a expansão de liquidez teria sido mais do que suficiente para “mudar drasticamente a situação monetária. Mas mesmo que a segunda crise bancária tivesse ocorrido, e mesmo que ela tivesse sido tão severa quanto foi a hipotética operação de mercado aberto, teria eliminado completamente o seu efeito sobre o estoque de moeda” (FS, p. 394).

Para fundamentar os aumentos acima referidos das taxas de desconto que se seguiram à saída da GB do padrão-ouro, um memorando do FED citava Bagehot (1920), “o *locus classicus* de política do banco central” (FS, p. 395). No entanto, FS apontam para o fato de que as prescrições de Bagehot quanto ao aumento das taxas se aplicavam a uma drenagem interna também. No caso de uma drenagem interna, Bagehot, apoiado na experiência do Banco da Inglaterra na crise de 1825, sugeria uma política agressiva de empréstimos a custo zero. Como as saídas de ouro cessaram logo após o aumento das taxas e a drenagem interna permaneceu, FS afirmam que o FED simplesmente ignorou esta parte importante das propostas de Bagehot.

FS sugerem que as saídas anteriores de ouro deveriam ter sido esterilizadas – isto é, compensadas por aumentos de base monetária via compra de títulos –, tais como tinham sido nos anos 20 pelo próprio FED. A posição de reservas de ouro nos EUA era bastante segura e havia espaço para estas operações.

A resposta à questão de por que a política monetária foi tão errada (*Why was monetary policy so inept?*) encerra o capítulo 7. FS reconhecem que a literatura acadêmica sobre as questões monetárias da época “é quase tão depressiva quanto aquela sobre a contração” (FS, p. 410). Nesta última, o tom predominante era o de que a “depressão era um acontecimento econômico desejável e necessário para eliminar os ineficientes e fracos” e que a cura apropriada era “apertar os cintos tanto para o setor privado como para o governo, interpretando as variações monetárias mais como um resultado acidental do que como uma causa contributiva.” (FS, p. 409). FS sugerem que uma razão para a aparente indiferença que alguns dos economistas que haviam sido tão atuantes na constituição da lei da Reserva Federal em relação aos fatos emergentes era a sua crença e compromisso intelectual, “com a visão de que o Sistema da Reserva Federal tinha resolvido de uma vez por todas os problemas de liquidez” (FS, p. 411).

No entanto, FS não concordam com a idéia de que inexistia à época uma tecnologia de banco central para lidar com a situação. Muito pelo contrário, se o FED tivesse adotado a política que havia sido adotada por ele próprio nos anos 1920, ou “mesmo por Bagehot em 1873” (FS, p. 407) a depressão não teria acontecido. Além disto, muita gente – desde políticos importantes (Senador Sabath de Illinois) a professores conhecidos (Harold Reed, Irving Fisher, J.W. Angell e Karl Bopp) – havia afirmado que uma expansão monetária era crucial.

FS chegam à conclusão que a principal responsável pela inépcia da política monetária no início dos anos 1930, em contraste com a qualidade da mesma antes de 1929, foi “a mudança de poder dentro do sistema e a falta de conhecimento e experiência dos indivíduos para os quais o poder se deslocou” (FS, p. 411).

3 A teoria monetária de Milton Friedman no artigo de 1968

Embora Milton Friedman tenha começado cedo a publicar trabalhos abordando questões estritamente monetárias, as suas primeiras publicações sobre o assunto foram comentários técnicos (Friedman, 1936) ou resenhas críticas (Friedman, 1942, 1946, 1947) sobre trabalhos alheios. A sua primeira obra ambiciosa na área monetária foi Friedman (1948). Seguiu-se a ela o artigo sobre regimes cambiais (*The case for flexible exchange ra-*

tes). No entanto, somente depois de resolver as suas inquietações intelectuais quanto aos aspectos metodológicos da Economia – em Friedman (1953) – que ele passou a focar mais nas questões monetárias.

O seu próximo trabalho ambicioso foi a reformulação da teoria quantitativa da moeda (Friedman, 1956a). Daí em diante, o fluxo anual de publicações na área monetária tornou-se mais denso. As suas principais e mais conhecidas obras da área são, além da *História monetária* de 1963: os trabalhos de 1959 (sobre a demanda por moeda, Friedman, 1959a, e o “programa para a estabilidade monetária”, Friedman, 1959b), o artigo de 1961 (sobre as defasagens dos efeitos da política monetária), o de 1963 (também com Anna Schwartz sobre a moeda e os ciclos, Friedman & Schwartz, 1963b), o de 1966 (sobre a taxa de juros e a demanda por moeda), o de 1968 (sobre o papel da política monetária), o de 1969 (o livro sob o título de *The optimum quantity of money*, que traz uma coletânea de seus trabalhos monetários anteriores mais importantes e adiciona o trabalho com o título do livro), os de 1970 (um com Anna Schwartz, que é um apêndice atualizado da *História monetária*, e a síntese da sua teoria monetária, publicado em número especial do JPE, editado por Robert Gordon), os de 1971 (sobre a relação entre as flutuações da renda nominal e a oferta monetária e sobre o imposto inflacionário) e, finalmente, a sua conferência de 1976 como ganhador do Prêmio Nobel (sobre inflação e desemprego) e a obra conjunta com Anna Schwartz de 1982 (ainda sobre as relações empíricas entre a moeda e o produto, agora incluindo dados da GB).

Dentre as obras monetárias acima citadas, destacam-se duas como absolutamente clássicas na literatura econômica do século XX: (1) a *História monetária*, especialmente o capítulo 7, e (2) *O papel da política monetária*. A seção 1 deste trabalho apresentou a explicação da Grande Depressão. Nesta seção 2, apresenta-se um resumo do artigo de 1968.

3.1 Introdução ao “O papel da política monetária”

O artigo de 1968 foi escrito dez anos após a publicação de Phillips (1958), que originou a curva com o seu nome. Durante essa década, quase todos os países com economias de mercado – e em que existia alguma atividade de pesquisa econômica – haviam estimado as suas respectivas curvas de Phillips. Samuelson & Solow (1960) haviam-na considerado “fundamental” e declarado que “é de estranhar que não se haja realizado nenhum estudo comparável para o caso dos EUA” (Samuelson & Solow, 1960). A crença generalizada sobre a existência de um *trade-off* permanente entre inflação e desemprego era muito forte, e os

primeiros anos da década¹³ – com a política econômica bem sucedida do governo Kennedy, que diminuiu a taxa de desemprego com um diminuto aumento da inflação – ajudaram a reforçar esta crença.

Friedman (1968) divide o seu artigo em quatro partes: (1) uma introdução, onde ele faz uma brilhante síntese retrospectiva da evolução das concepções sobre a política monetária no século XX nos EUA; (2) uma seção onde ele enumera e fundamenta as coisas que a “política monetária não pode fazer”; (3) uma outra onde ele enumera e fundamenta as coisas que “a política monetária pode fazer” e, finalmente, (4) uma em que ele prescreve “como a política deveria ser conduzida”. A seguir, fazemos um resumo delas.

3.2 *A evolução das concepções da política monetária na primeira metade do século XX*

Na introdução, Friedman compara as crenças dominantes entre os anos 1920 e o Pós-Guerra. Na década de 1920, havia uma convicção “ingênua” de que, com a fundação do FED em 1914 e o bom desempenho da economia americana na década, uma política monetária bem conduzida era suficiente para garantir a estabilidade e a prosperidade. Com a Grande Depressão, as “opiniões foram para o outro extremo”. A política monetária podia conter a inflação, mas não conter uma recessão. “Você poderia levar o cavalo até a água mas não poderia obrigá-lo a bebê-la.”

Keynes (1936), segundo Friedman, forneceu razões que justificavam a impotência da política monetária para retirar a economia da recessão: (1) existia um piso para a taxa de juros – a “armadilha da liquidez” – nas recessões e/ou (2) o consumo e o investimento eram pouco impactados pelas taxas de juros – a “juro-inelasticidade” do investimento. Mesmo que se pudesse, via política monetária, reduzir mais ainda a taxa de juros, esta redução não produziria a retomada necessária dos gastos para reativar a “demanda efetiva”. No fundo, a explicação não-monetária de Keynes para a depressão era dada “por um colapso do investimento ou por uma escassez de oportunidades de investimento ou por uma parcimônia obstinada”.

Além de explicar as razões da falência da política monetária, Keynes (1936) mostrou que havia uma outra alternativa: o aumento dos gastos do governo e/ou a redução dos tributos. A efi-

13 A política econômica de Kennedy foi dominada por Walter W. Heller, um keynesiano fiscalista ortodoxo de Minnesota, que foi chefe do *Council of Economic Advisers* durante o seu governo e desenhou o famoso corte de impostos de 1964, o qual expandiu a economia, conforme as previsões dos modelos econômicos de inspiração keynesiana. O Federal Reserve esteve durante todo este tempo sob a direção de William McChesney Martin, Jr., um dos campeões de longevidade no cargo, onde permaneceu de 1951 a 1970.

cácia comparativa da política fiscal para retirar a economia da recessão foi aceita pela maioria dos economistas profissionais, fazendo com que “[...] por duas décadas a política monetária fosse considerada por todos, excetuando-se uma minoria de almas reacionárias, algo obsoleto devido ao novo conhecimento econômico”. A moeda era quase irrelevante – “*money does not matter*” –, “o seu único papel era secundário, o de manter uma taxa de juros baixa para que os pagamentos dos encargos financeiros do tesouro fossem mínimos, e contribuísse para a ‘eutanasia do *rentier*’, e, talvez, estimulasse um pouco o investimento complementando as despesas do governo na manutenção de um alto nível da demanda agregada”.

A adoção de políticas keynesianas voltadas para a meta de manter o “pleno emprego” através de dinheiro barato e altos níveis de gastos e déficits no Pós-Guerra, levou, segundo Friedman, a uma pressão inflacionária crescente. Em consequência, os bancos centrais começaram a enfrentar dificuldades também crescentes em manter uma taxa de juros baixa. Esta crescente incapacidade dos bancos centrais em implementar políticas que fixavam as taxas de juros em níveis baixos e fixos foi o que, segundo Friedman, levou a um “*revival*” na crença da importância da política monetária.

Dois desenvolvimentos teóricos são destacados por Friedman (1968) na emergente crítica à ortodoxia keynesiana do Pós-Guerra: (1) Os trabalhos de Haberler (1941) e Pigou (1943, 1947),¹⁴ que, embora não tenham recuperado a potência da política monetária, enfraqueceram, segundo Friedman, “a proposição teórica chave de Keynes, a saber, de que mesmo em um mundo de preços flexíveis, uma posição de equilíbrio com pleno emprego poderia não existir”; (2) A evidência quanto ao comportamento da moeda durante a Grande Depressão. Segundo a visão keynesiana, a política monetária teria sido ineficazmente expansionista. Porém,

estudos recentes demonstraram que os fatos são precisamente o inverso: as autoridades monetárias americanas seguiram políticas altamente deflacionárias. A quantidade de moeda nos EUA caiu por um terço no curso da contração. E caiu não porque não houvesse tomadores de empréstimos dispostos – não porque o cavalo não beberia a água. Ela caiu porque o Sistema da Reserva Federal forçou ou permitiu uma redução aguda na base monetária, fracassando no exercício das suas responsabilidades atribuídas pela Lei da

14 A “controvérsia” sobre o papel do efeito-Pigou é descrita em Patinkin (1948) e o efeito-riqueza, dele derivado, foi incorporado como elemento central de integração teórica da teoria keynesiana com a teoria clássica no monumental livro de Patinkin (1955, 1965).

Reserva Federal de prover liquidez ao sistema bancário (Friedman, 1968, p. 97¹⁵).

Naturalmente, os “estudos recentes” referem-se à *História monetária* e seus derivados. Friedman comenta a seguir os percalços institucionais encontrados na execução da política fiscal em 1967, ironizando o uso da expressão em moda à época “sintonia fina” (*fine tuning*). Ele caracteriza aquele período (1967-68) como de desencanto com a visão keynesiana e o contrasta com um painel de declarações de importantes personalidades de vinte anos antes, em que o cerne das mesmas é o desprezo total pelo uso da política monetária e pela taxa de juros como variável econômica. Ele também sugere ironicamente aos leitores que consultem as seções sobre a moeda nos manuais de economia de 1968 com os de 1948, e, às vezes, as diferentes edições dos mesmos manuais.

Ao final da introdução, Friedman aponta o rodeio que a concepção dominante da política monetária realizou entre a década de 1920 e a década de 1960: de um extremo a outro, e uma volta a uma posição de “*money does matter*”. Mas ele também mostra as diferenças de objetivos para os quais a política monetária era direcionada entre as duas épocas. E faz um alerta:

Eu ressalto, apesar disso, a semelhança entre as visões que prevaleciam no fim dos anos 20 e aquelas que vigoram hoje porque eu temo que, agora como então, o pêndulo tenha oscilado demais, que, hoje como então, defrontamos o perigo de atribuirmos à política monetária um papel maior do que ela pode preencher, o perigo de exigirmos a realização de tarefas que ela não pode realizar e, como resultado, impedi-la de realizar a contribuição que ela é capaz (Friedman, 1968, p. 99).

3.3. O que a política monetária não pode fazer

Friedman explicita diretamente duas coisas que em 1968 a política monetária do *Federal Reserve* estava buscando: (1) A fixação da taxa de juros e (2) a obtenção de uma taxa de desemprego de “pleno emprego”. Ele explica que escolheu no campo “infinito” das negações estas duas impossibilidades, pelo relevante motivo de que elas estavam sendo perseguidas e porque a fundamentação de uma das impossibilidades serviria para a outra.

3.3.1 A fixação da taxa de juros

Existe, segundo Friedman, uma confusão muito difundida sobre a relação entre a quantidade de moeda e a taxa de juros. Ao tentar reduzir a taxa de juros, o banco central adquire obriga-

15 A numeração das páginas nas citações de Friedman (1968) segue a da publicação deste artigo em Friedman (1969).

ções do governo, expandindo a base monetária e tornando mais fácil para os bancos comerciais emprestarem ao público.

Por isto é que os banqueiros centrais em particular, e a comunidade financeira mais ampla, acreditam em geral que um aumento na quantidade de moeda tende a reduzir a taxa de juros. Os economistas acadêmicos aceitam a mesma conclusão, mas por diferentes razões. Eles vêem, no seu cérebro, uma curva de preferência pela liquidez negativamente inclinada. Como o público pode ser induzido a manter uma quantidade maior de moeda? Somente através de uma taxa mais baixa de juros. Ambos estão corretos até certo ponto. O impacto inicial do aumento na taxa de crescimento da moeda em relação à que vinha crescendo é reduzir a taxa de juros por um tempo em relação à que ela teria sido. Mas isto é apenas o início do processo, não o seu fim. O crescimento mais rápido da expansão monetária estimulará os gastos, tanto através do impacto sobre o investimento da taxa de juros mais baixa no mercado como através do impacto sobre outros gastos, e, através disto, de preços relativos mais altos. Mas o gasto de uma pessoa é a renda de outra pessoa. O crescimento da renda aumentará a demanda por liquidez e a demanda por empréstimos; ela também poderá aumentar os preços, o que iria reduzir a quantidade real de moeda. Estes três efeitos irão reverter a pressão inicial de baixa dos juros em um período de tempo razoavelmente curto, entre um e dois anos (Friedman, 1968, p. 100).

Friedman sugere que o referido processo de reversão, dada a hipersensibilidade da economia e dos mercados financeiros, possa dar origem a uma super-reação, iniciando um período de ajustamento cíclico durante o qual a taxa de juros experimenta níveis mais altos do que o equilíbrio anterior. Além disto, deve ocorrer um quarto efeito que manterá uma taxa de juros mais alta do que a anterior, se a taxa de expansão monetária se mantiver no nível mais alto. Se o impulso monetário tiver aumentado a velocidade de crescimento dos preços e o público “esperar que os preços continuarão a crescer”, então “os tomadores de empréstimos estarão dispostos a pagar e os emprestadores a exigir taxas de juros mais altas – como Irving Fisher indicou décadas atrás” (Friedman, 1968, p. 100).

Relembrando a esquecida “relação de Fisher”,¹⁶ Friedman prossegue relatando como em inúmeros episódios, ainda recentes naquela época, as tentativas dos bancos centrais de manterem uma taxa de juros baixa visando o pleno emprego, repetida-

16 Esquecida naqueles anos de “ilusão monetária” em que os livros-texto de macroeconomia consideravam os preços como fixos e não traziam nenhuma “restrição orçamentária do governo”. A relação e/ou efeito de Fisher (Fisher, 1930) afirma que a taxa de juros nominal é igual à taxa de juros real mais a taxa esperada de inflação. Hoje, ela aparece ou está implícita em todo o livro-texto, assim como a restrição orçamentária do governo.

mente levou-os a aumentarem cada vez mais a oferta de moeda. Estes efeitos sobre as expectativas e das expectativas sobre a taxa de juros

explicam por que, historicamente, taxas de juros nominais altas e crescentes tem estado associadas com rápido crescimento na quantidade de moeda, como no Brasil ou no Chile ou nos EUA nos anos recentes, e por que taxas de juros baixas e decrescentes têm estado associadas com baixo crescimento da quantidade de moeda, como na Suíça ou nos EUA de 1929 a 1933. Do ponto de vista empírico, as taxas baixas de juros são um sinal de que a política monetária tem sido apertada – no sentido de que a quantidade de moeda tem crescido devagar; e altas taxas de juros são um sinal de que a política monetária tem sido folgada – no sentido de que a quantidade de moeda tem crescido rapidamente. As observações mais amplas da experiência vão precisamente na direção oposta daquela em que a comunidade financeira e os economistas acadêmicos têm considerado como normais (Friedman, 1968, pp. 100-101).

Portanto, os próprios critérios convencionais de avaliação da restritividade da política monetária – através do nível da taxa nominal de juros – são criticados por Friedman. Para restabelecer um critério mais apropriado, ele recorre a Wicksell (1898, 1907, 1915), resgatando o seu conceito de taxa “natural” de juros¹⁷ e a possibilidade de divergência desta última em relação à taxa de juros de “mercado”. Segundo Friedman, “a autoridade monetária pode tornar a taxa de juros de mercado menor do que a taxa ‘natural’ apenas através de inflação. Ela pode tornar a taxa de juros de mercado maior do que a taxa natural apenas através de deflação. O único detalhe que adicionamos à Wicksell é a distinção feita por Irving Fisher entre a taxa nominal e a taxa real de juros” (Friedman, 1968, p. 101).

3.3.2 A fixação da taxa de desemprego

A continuidade do processo “cumulativo” de Wicksell requereria não apenas uma inflação permanente, mas uma aceleração permanente da inflação. Passando para o mercado de trabalho, embora várias críticas e qualificações já tivessem sido feitas à formulação original de Phillips durante a década de 1960, nenhuma delas ficou mais conhecida e citada do que a feita por

17 Wicksell considera a taxa “natural” de juros como a taxa de equilíbrio de longo prazo: aquela que equilibra, nos termos da teoria clássica dos fundos de empréstimo, a oferta de poupança ao volume de investimento. O seu significado seria próximo ao da produtividade marginal do capital. Já a taxa de juros de mercado – a taxa de curto prazo praticada pelos bancos – é controlada pelo banco central. Quando esta última está abaixo da taxa natural, inicia-se um processo “cumulativo” de expansão que desemboca em inflação e vice-versa.

Friedman e a qual resumimos a seguir. No trecho abaixo, ele define a taxa “natural” de desemprego.

Esta análise tem a sua contrapartida próxima no mercado de trabalho. Em qualquer momento do tempo, existe um certo nível de desemprego que possui a propriedade de ser compatível com o equilíbrio na estrutura dos salários reais. A esse nível de desemprego, os níveis de salários reais tendem, na média, a crescer a uma taxa secular “normal”, isto é, a uma taxa que pode ser sustentada indefinidamente enquanto a formação de capital, o progresso técnico etc. permanecem nas suas tendências de longo prazo. Um nível menor de desemprego é uma indicação de que existe um excesso de demanda por trabalho que produzirá uma pressão alta nos salários reais. Um nível mais alto de desemprego é uma indicação de que existe um excesso de oferta de trabalho que produzirá uma pressão para a redução do salário real. A “taxa natural de desemprego”, em outras palavras, é o nível que seria atingido por um sistema walrasiano de equilíbrio geral, desde que ele reflita as características reais estruturais dos mercados de trabalho e de bens, incluindo as suas imperfeições, a variabilidade estocástica das ofertas e demandas, os custos de obter informações sobre vagas e disponibilidades de trabalho, os custos da mobilidade, e assim por diante (Friedman, 1968, p. 102).

Em uma nota de rodapé, Friedman chama a atenção para o fato de que a taxa “natural” não está associada à igualdade entre o número existente de vagas e o número de desempregados. Prosseguindo em sua análise, Friedman refere-se novamente ao Brasil:

A análise de Phillips da relação entre desemprego e variação salarial é justificadamente comemorada como uma contribuição original e importante. Mas, infelizmente, ela contém um defeito básico – a falha em distinguir entre os salários “nominais” e os reais – da mesma forma que a análise de Wicksell falhou em distinguir entre taxas “nominais” e “reais”. Implicitamente, Phillips escreveu o seu artigo para um mundo no qual todos esperam que os preços nominais seriam estáveis e no qual esta previsão permanece inabalada e imutável independentemente do que ocorra aos preços e salários reais. Suponha, em contraste, que todos esperem que os preços subirão a uma taxa superior a 75 por cento ao ano – como, por exemplo, os brasileiros o fizeram alguns anos atrás. Então os salários devem crescer a esta taxa simplesmente para manter os seus níveis reais. Um excesso de oferta de trabalho será refletido em um crescimento menos rápido dos salários nominais do que o previsto para os preços, e não em uma redução dos salários nominais. Quando o Brasil embarcou em uma política antiinflacionária, e foi bem-sucedido trazendo a taxa de inflação para 45 por cento ao ano, ocorreu um agudo aumento inicial

no desemprego porque, pela influência das expectativas anteriores, os salários mantiveram-se crescendo a uma taxa mais alta do que a nova taxa de crescimento dos preços, embora tivessem experimentado uma queda em relação à anterior. Este é o resultado ocorrido, e que deve ser esperado, de todas as tentativas para reduzir a taxa de inflação abaixo daquele valor que é amplamente previsto (Friedman, 1968, p. 102).

Friedman, a seguir, sublinha o fato de que a sua “taxa natural de desemprego” não é uma constante imutável. Muitas forças podem aumentá-la ou diminuí-la: a legislação sobre o salário mínimo, a força dos sindicatos, o sistema de informação no mercado de trabalho etc. Ele analisa os efeitos que uma tentativa, via política monetária, de manter a taxa de desemprego abaixo da taxa “natural” produzirá:

Ao fazerem os saldos monetários nominais maiores do que o público deseja reter, isto tenderá inicialmente a reduzir a taxa de juros e, através deste meio e de outros, a estimular o gasto. A renda e o dispêndio começarão a crescer. No começo, muito ou a maior parte do crescimento na renda assumirá a forma de um aumento no produto e no emprego e não nos preços. As pessoas estavam esperando que os preços permanecessem estáveis, e os preços e salários que foram determinados para vigorarem até um certo ponto no futuro foram baseados nestas expectativas. Leva tempo para que as pessoas se ajustem a um novo estado da demanda. Os produtores tenderão a responder à expansão inicial na demanda agregada pelo aumento de produção, os empregados pelo aumento nas horas trabalhadas, e os desempregados pela admissão em vagas agora oferecidas ao salário nominal vigente anteriormente. Até aqui estamos na doutrina convencional.

Mas ela descreve apenas os efeitos iniciais. Como os preços de venda dos produtos tipicamente respondem mais rapidamente a um crescimento não previsto na demanda nominal do que os preços dos fatores de produção, os salários reais recebidos terão caído – embora os salários reais previstos pelos empregados tenham subido, uma vez que estes avaliaram implicitamente os salários oferecidos ao nível anterior de preços. Na verdade, a queda simultânea ex post nos salários reais para os empregadores e o aumento ex ante nos salários reais para os empregados é o que viabilizou o crescimento no emprego. Mas o declínio ex post nos salários reais logo afetará as expectativas. Os empregados começarão a perceber o aumento nos preços dos produtos que eles compram e a demandar salários nominais mais altos para o futuro. O desemprego de “mercado” está abaixo do desemprego “natural”. Existe um excesso de demanda por trabalho e, então, os salários reais tenderão a crescer em direção ao seu nível inicial (Friedman, 1968, p. 103-104).

A seguir, Friedman argumenta que esse crescimento do salário real fará com que o emprego volte ao seu nível anterior. Ele supõe que as autoridades monetárias mantenham a mesma taxa de expansão da moeda durante todo o processo, maior do que a inicial. Se, diante da queda no emprego que acompanha a recuperação do salário real, as autoridades tentarem uma taxa maior ainda de expansão monetária, isso acelerará a inflação de modo que “Como no caso da taxa de juros, a taxa de ‘mercado’ pode ser mantida abaixo da taxa ‘natural’ somente pela inflação. E, também, como no caso da taxa de juros, somente pela aceleração inflacionária” (Friedman, 1968, p. 104).

Friedman admite que exista um *trade-off* entre inflação e desemprego, só que este é apenas temporário, como a análise acima reproduzida indica. Quando as expectativas estão finalmente ajustadas aos fatos, isto é, no equilíbrio, a taxa “natural” de desemprego prevalece, e qualquer taxa de inflação será compatível com ela. Esta última será determinada pela taxa de expansão monetária. Dessa forma, a curva de Phillips, para Friedman, degenera em uma reta vertical sobre a taxa “natural” de desemprego. Ele se pergunta quanto tempo leva para o ajustamento das expectativas completar-se, sugerindo, pela evidência americana sobre a inflação, que o processo todo pode levar duas décadas. Já para os países sul-americanos, com taxas muito mais altas de inflação, ele sugere que o processo de ajustamento é muito mais rápido.¹⁸

A análise de Friedman acima reproduzida traz à tona a diferença entre as hipóteses de Keynes e as dos seus antecessores “clássicos”, como Marshall e Pigou, quanto ao mercado de trabalho e ao processo de determinação dos salários. Enquanto para estes últimos, o mercado de trabalho, na ausência de interferências externas, determina o salário real através da interação de uma demanda por trabalho (baseada na produtividade do trabalho e no equilíbrio das firmas) e de uma oferta de trabalho (baseada no tamanho da força de trabalho e nas suas preferências entre renda real e lazer), para Keynes, o mercado de trabalho somente determina o salário nominal. Para ele, os trabalhadores

18 Posteriormente, Friedman (1977), no seu discurso por ocasião do recebimento do Prêmio Nobel de Economia, viria a sugerir que a curva de Phillips estaria em um terceiro estágio, no qual a relação entre inflação e desemprego passaria a ser positiva. Esse estágio seria decorrente da aplicação frustrada de políticas do tipo “*stop-and-go*”, que tentam conter a demanda em face da inflação alta e, ao verificarem os primeiros sinais de recessão e desemprego, reverterem a direção. A aplicação continuada dessas políticas (esse seria o caso da Grã-Bretanha antes de Margareth Thatcher) redundaria em um congestionamento nos “sinais” que o governo remete aos agentes econômicos, confundindo-os em seu processo de ajustamento das expectativas, e, conseqüentemente, tornando mais lento e ineficaz esse processo. Assim, não só a taxa de inflação tenderia a aumentar como também a taxa “natural” de desemprego devido à crescente ineficiência do sistema de mercado em face dessas circunstâncias.

não estão na sua curva de oferta de trabalho, seja porque o mercado de trabalho não está em “equilíbrio verdadeiro”, seja porque eles não se guiam estritamente pelo salário real como variável relevante.¹⁹ Por outro lado, as firmas estão nas suas curvas de demanda. Tal concepção, quando vista sob um ângulo estático, só se justificaria atribuindo-se uma “irracionalidade” à oferta de trabalho, seja na forma de “ilusão monetária”, seja na forma de “salários relativos”.²⁰

Essas críticas conduziram à formulação da curva de Phillips “aumentada pelas expectativas”, ou como também passou a ser conhecida a “versão aceleracionista” da curva de Phillips. Por esta versão, sempre que (1) houvesse uma desigualdade entre a taxa de desemprego vigente e a taxa “natural” e/ou (2) as expectativas não estivessem “ajustadas” (no sentido de que a taxa esperada de inflação fosse diferente da taxa efetiva), a velocidade de crescimento dos salários estaria se alterando. A condição de equilíbrio no mercado de trabalho passou a incorporar um componente expectacional.

No longo prazo, com ambas as condições satisfeitas, não restaria nenhum *trade-off* entre inflação e desemprego, sendo a curva de Philips de longo prazo uma vertical sobre a taxa “natural” de desemprego. Esta última posteriormente recebeu o apelido mais aceitável pelos keynesianos de NAIRU (*non-accelerating-of-inflation-rate-of-unemployment*).

3.4 O que a política monetária pode fazer

Nesta seção, Friedman volta a referir-se à passagem de Mill (1848), em que ele faz uma analogia da moeda com uma máquina facilitadora, cujo valor só se conhece quando a mesma emperra. As três coisas que a política monetária pode fazer são, em certo sentido, negativas, mas não menos importantes.

A primeira e mais importante lição que a história nos ensina sobre o que a política monetária pode fazer – e é uma lição da maior importância – é que ela pode impedir a si mesma de ser uma fonte de grandes distúrbios econômicos. [...] Uma segunda coisa que a política monetária pode fazer é prover uma estrutura estável para a economia – manter a

19 Sobre a interpretação do que Keynes sugeriu a respeito do mercado de trabalho, existe uma vasta literatura com muitas hipóteses teóricas alternativas. Para uma apresentação de algumas delas, consultar Romer (2006, capítulos 5 e 9).

20 Keynes sugeriu ambas como elementos-chave na oferta de trabalho. No primeiro caso, os assalariados exibiriam, em termos de comportamento, diferentes reações a variações no salário real, dependendo de se essas variações viessem do numerador ou do denominador de W/P . Eles responderiam prontamente a W , mas muito lentamente a P . No segundo caso, eles estariam mais preocupados com a estrutura dos salários relativos do que com o nível absoluto do salário real.

máquina bem lubrificada, para continuar com a analogia de Mill (Friedman, 1968, p. 106).

A existência de rigidez nos preços e salários na economia moderna – em contraste com a maior flexibilidade que existia na época do padrão-ouro – impõe que, para atingir a estabilidade de preços, necessária para um bom funcionamento dos mercados, a política monetária seja desenhada para esta finalidade. A receita de Friedman será exposta logo após a enumeração da terceira coisa que a política monetária pode fazer.

Finalmente, a política monetária pode contribuir para amortecer os principais choques que o sistema econômico sofre provenientes de outras fontes [...]. Se, como agora, um orçamento federal explosivo ameaça déficits sem precedentes, a política monetária pode impedir as pressões inflacionárias através de uma expansão mais moderada de crescimento monetário do que seria desejável sem elas. Isto implicará taxas de juros temporariamente mais altas do que o teriam sido – que permitem ao governo tomar emprestadas as somas de dinheiro necessárias para financiar o seu déficit – mas que, ao impedirem a aceleração inflacionária, implicarão tanto preços como taxas nominais mais baixas para o longo prazo (Friedman, 1968, p. 107).

Friedman enfatiza que os choques que a política monetária pode ajudar a amortecer devem ser aqueles cuja magnitude e importância oferecem um “perigo claro e iminente”. Quanto aos choques menores, ele alega que não temos o conhecimento suficiente para que possamos prevê-los ou desenhar uma engenharia de política sofisticada que seja eficiente.

3.5 Como a política monetária deveria ser conduzida

Segundo Friedman, existem dois requisitos básicos que ficam claros a partir da análise anterior. O primeiro consiste em que a autoridade monetária deve guiar-se pelas variáveis que ela pode controlar. O segundo é que a autoridade monetária deve evitar mudanças abruptas e acentuadas de política.

3.5.1 A escolha de instrumentos e metas

Como anteriormente demonstrado, nem a taxa de juros e nem a taxa de desemprego devem ser escolhidas como alvos de política. Entre as variáveis que mais diretamente a política monetária pode controlar, estão a (a) a taxa de câmbio, (b) um índice de preços e (c) a quantidade de moeda (estrita ou ampla).

Especificamente para os EUA – que naquela época exportavam em torno de 5% do PIB –, a taxa de câmbio não seria um guia desejável. “Muito melhor é deixar o mercado, através do câmbio flutuante, ajustar os 5% da economia às condições mundiais, [...], reservando a política monetária para promover o uso eficaz do 95% restante” (Friedman, 1968, p. 108). Aliás, quanto a esta

questão – regime cambial mais apropriado –, Friedman nunca se afastou da preferência pelo câmbio flutuante, tendo sido um dos maiores críticos do regime de Bretton-Woods, então em seus estertores finais.

Quanto ao índice de preços, se tudo o demais fosse igual entre as três variáveis citadas, ele seria o guia mais indicado, segundo Friedman. O problema é que tudo o demais não é igual. Nas palavras dele:

A ligação entre as ações de política da autoridade monetária e o nível de preços, embora inquestionavelmente presente, é mais indireta do que a ligação entre as ações de política da autoridade e qualquer um dos vários agregados monetários. Além disso, a ação monetária leva um tempo mais longo para afetar o nível de preço do que para afetar os agregados monetários, e tanto a defasagem como a magnitude do efeito variam com as circunstâncias. Como resultado, nós não podemos prever acuradamente que efeito uma ação monetária particular terá sobre o nível de preço, e, com a mesma importância, quando ela terá esse efeito. A tentativa de controlar diretamente o nível de preço pela política monetária transformará esta última mais provavelmente em uma fonte de distúrbios econômicos, devido aos seus erros e as tentativas de corrigi-los. Talvez, com o avanço do nosso conhecimento dos fenômenos monetários, a situação mude (Friedman, 1968, pp. 108-109).

Então, por ausência de uma melhor alternativa, dado o estado das artes à época, Friedman escolhe a quantidade de moeda como guia e critério de política monetária. E ele ressalta que o agregado monetário particular a ser escolhido é uma questão secundária. O importante é fixar metas monetárias para algum deles.

3.5.2 A regra do X%

Antes de formular a sua regra de política, Friedman cita uma série de eventos em que, na sua visão, a política monetária foi mais desestabilizadora do que estabilizadora. A característica destes eventos é a presença de súbitas reviravoltas de política. Ele as explica pelo fato de que as medidas são tomadas levando em consideração as condições contemporâneas das ações e que os seus efeitos só serão produzidos de seis a quinze meses depois delas.

Conseqüentemente, e de acordo com o segundo requisito básico, Friedman sugere que a política monetária deve ser pautada pela adoção de um compromisso público de manter uma taxa constante e especificada de crescimento de um agregado monetário também especificado. Que taxa e que agregado são questões secundárias. Ele se refere a escritos anteriores nos quais ele havia sugerido valores particulares como o de 3 a 5% –

no caso de M2 e uma taxa mais baixa para o M1 – como sendo estimativas para manter a estabilidade de preços.

O mais importante na sua recomendação é a estabilidade e a previsibilidade no comportamento da autoridade monetária. “Seria melhor manter uma taxa fixa (de expansão monetária) que produziria na média uma inflação ou deflação moderada, desde que fosse estável, do que sofrer as perturbações amplas e erráticas que nós temos experimentado”. Tal situação produziria um ambiente monetário favorável para a

operação efetiva daquelas forças básicas do empreendedorismo, engenhosidade, invenção, trabalho duro e parcimônia que são as molas mestras do crescimento econômico. Isto é o máximo que podemos exigir da política monetária no atual estágio de conhecimento. Mas isto – e não é pouca coisa – é claramente atingível (Friedman, 1968, p. 110).

4 Considerações finais

Entre as idéias dominantes no *mainstream* da macroeconomia atual, aquelas em que Milton Friedman teve um papel decisivo para a sua aceitação estão as seguintes: (1) Os limites da política monetária no que se refere ao emprego e à taxa de juros; (2) A necessidade de regras que constriam as autoridades monetárias; (3) A importância da estabilidade, da previsibilidade e da transparência das regras na política econômica; (4) A demonstração dos custos reais da inflação, tanto da imprevista como da prevista; (5) O reconhecimento das falhas de governo nas áreas de gerência da demanda agregada, assistência social, regulação dos mercados e eficiência administrativa; (6) Os efeitos danosos de longo prazo de uma interferência excessiva do estado na economia, devido às distorções introduzidas no mercado, especialmente no *crowding out* do investimento privado; (7) A importância econômica de se manter um orçamento equilibrado.

Como ideólogo do liberalismo, o papel de Friedman foi enorme. Tanto Margaret Thatcher como Ronald Reagan realmente conheciam e apoiavam as idéias econômicas de Friedman, embora as suas políticas efetivas possam ser discutíveis do ponto de vista do próprio Friedman. O mesmo não pode ser dito quanto a Franklin Delano Roosevelt (FDR) em relação a John Maynard Keynes (JMK). Talvez o contrário tenha sido mais verdadeiro, isto é, JMK conhecia FDR e suas políticas antes de escrever a Teoria Geral. Independentemente destas questões, estes dois economistas foram os mais influentes do século XX na maneira como o sistema capitalista foi avaliado funcional e moralmente no imaginário das elites globais. Keynes associou o capitalismo à Grande Depressão, atribuindo a última ao primeiro. Friedman desassociou-os e atribuiu à última a falhas humanas e institucionais, enquanto que mostrou logicamente as virtudes potenciais

dos mercados livres como mecanismos de solução de problemas sociais.

Neste trabalho, além do resumo biográfico de Milton Friedman, apresentamos resumos de duas obras clássicas de sua autoria que, no julgamento deste autor, foram as suas duas maiores contribuições à teoria macroeconômica. Muita coisa importante foi deixada de lado, tanto na área monetária como em várias outras. Julgo conveniente, nestas considerações finais, situar o “monetarismo”²¹ de Friedman em relação a sua obra.

Existem pelo menos duas definições de “monetarismo” em uso na literatura econômica. A primeira e mais conhecida nos círculos acadêmicos restringe o seu significado a aderência às chamadas “metas monetárias” como instrumento ideal de política monetária, das quais a regra $x\%$ de Friedman é emblemática. A segunda, usada predominantemente pelos economistas heterodoxos, especialmente os chamados pós-keynesianos, é mais abrangente. Ela considera que “monetarismo” inclui a postura de política econômica que exclui o uso da política fiscal como instrumento de controle da demanda agregada.

Pela primeira definição, o monetarismo está morto desde 1982, quando o *Federal Reserve*, então sob a direção de Paul Volcker, abandonou o que ficou conhecido como “o grande experimento monetarista”, uma tentativa de implementar uma política de metas monetárias que foi iniciada em 1979. Pela segunda definição, o monetarismo está muito vivo e triunfante. Isto porque o ativismo fiscal propugnado por Keynes foi abandonado em nome da responsabilidade fiscal, pelo menos no plano intelectual da teoria de política econômica.

Friedman contribuiu para ambas as definições de monetarismo. A parte das metas monetárias foi tornada obsoleta pelas inovações financeiras dos últimos trinta anos, que destruíram as regularidades empíricas antes prevalentes. A outra parte, que demarca os limites da política monetária e a sua importância, assim como descarta o ativismo fiscal e enuncia os princípios referidos por Friedman acima, fundamenta a teoria contemporânea da política monetária. O regime de “metas de inflação” é uma implementação da idéia de controle direto do índice de preços, a partir da presunção de que a qualidade da modelagem econômica atual viabiliza a sua adoção, uma presunção com a qual provavelmente Friedman não compartilhava.

Referências bibliográficas

Abreviações. **AER:** American Economic Review. American Economic Association (**AEA**). Nashville, TN. **ETR:** Econometrica. The Econometric

21 O termo “monetarismo” foi introduzido por Brunner (1968), de acordo com Bordo & Schwartz (2003).

Society, Evanston-Chicago, IL. **JPE**: Journal of Political Economy. The University of Chicago Press. Chicago, IL. **JLE**: Journal of Law and Economics. University of Chicago Law School. Chicago, IL. **NBER**: National Bureau of Economic Research. Boston, New York, Princeton. **EJ**: Economic Journal. Journal of Royal Economic Society. Oxford, UK. **OEP**: Oxford Economic Papers. Oxford, UK. **REStA**: Review of Economics and Statistics. Department of Economics. Harvard University, Cambridge, MA. BAGEHOT, Walter. *Lombard Street, a description of the money market*. London: John Murray, 1920.

BORDO, Michael D. e SCHWARTZ, Anna J. *IS-LM and Monetarism*. (May 2003). *NBER Working Paper* n. W9713. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=408209>.

BRUNNER, Karl. *The role of money and monetary policy*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, no 50. St. Louis, MO: 1968.

EICHENGREEN, Barry. *Globalizing capital*. A history of the international monetary system. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1996.

_____. *The theory of interest*. New York: Macmillan, 1930.

FRIEDMAN, Milton. Marginal utility of money and elasticities of demand. *QJE*, vol. 50, may 1936.

_____. Discussion on the inflationary gap. *AER*, vol. 32, june 1942.

_____. Lange on price flexibility and employment. A methodological criticism. *AER*, vol. 36, september 1946.

_____. Lerner on the economics of control. *JPE*, vol. 55, october 1947.

_____. A monetary and fiscal framework for economic stability. *AER*, vol. 38, june 1948.

_____. *The case for flexible exchange rates*. In: Milton Friedman (Ed.). *Essays in positive economics*. Chicago: The University of Chicago Press, 1953.

_____. *The methodology of positive economics*. In: Milton Friedman (ed.). *Essays in positive economics*. Chicago: The University of Chicago Press, 1953.

_____. The demand for money: some theoretical and empirical results. *JPE*, vol. 67, august 1959.

_____. The quantity theory of money: a restatement. In: Milton Friedman (Ed.). *Studies in the quantity theory of money*. Chicago: The University of Chicago Press, 1956.

_____. *A program for monetary stability*. New York: Fordham University Press. 1959.

_____. The lag in effect of monetary policy. *JPE*, vol. 69, october 1961.

_____. *Price theory: a provisional text*. Chicago: Aldine Publishing Co., 1962.

_____. Interest Rates and the Demand for Money. *JLE*, vol. 9, october 1966.

_____. Money: quantity theory. In: *International Encyclopedia of the Social Sciences*. New York: Macmillan and Free Press, 1968.

_____. The role of monetary policy. *AER. Papers and Proceedings*, march 1968.

_____. *The optimum quantity of money and other essays*. Chicago, IL: Aldine Publishing Co. 1969.

_____. A theoretical framework for monetary analysis. In: Robert J. Gordon (Ed.). *Milton Friedman's monetary framework. A debate with his critics*. Chicago: The University of Chicago Press. 1970.

_____. A monetary theory of nominal income. *JPE*, vol. 7, march/april 1971.

_____. Nobel lecture: inflation and unemployment. *JPE*, vol. 85, n. 3, 1977.

FRIEDMAN, Milton e Anna J. SCHARWITZ. A monetary history of the United States, 1867-1960. *NBER*. Princeton: Princeton University Press, 1963a.

_____. Money and business cycles. *REStA*. 45, n. 1, Supplement, february 1963b.

_____. *Monetary statistics of the United States*. New York: Columbia University Press, 1970.

_____. *Monetary trends in the United States and the United Kingdom: Their relation to income, prices, and interest rates, 1867-1975*. Chicago: University of Chicago Press, 1982.

GORDON, Robert J. (Ed.). *Milton Friedman's monetary framework. A debate with his critics*. Chicago: The University of Chicago Press, 1970.

GURLEY, John. Excess-liquidity and European monetary reforms, 1944-1952. *AER*, march 1953.

HABERLER, Gottfried. *Prosperity and depression*. Genebra: League of Nations. 1941.

HANSEN, Alvin H. *A guide to Keynes*. New York: McGraw-Hill, 1953.

HICKS, John R. Mr. Keynes and the "classics": a suggested interpretation. *ETR*, April 1937.

KEYNES, John Maynard. *The general theory of employment, interest, and money*. New York: Harcourt, Brace, & World, 1964.

KEYNES, John M. *Essays in persuasion*. London: Royal Economic Society, 1972.

LINDBECK, Assar (Ed.). *Nobel Lectures, Economics, 1969-80*. Cingapura: World Scientific Publishing, 1992.

PATINKIN, Don. *Price flexibility and full employment*. *ERA*, vol. 38, september 1948.

PATINKIN, Don. *Money, interest, and prices. An integration of monetary and value theory*. New York: Harper & Row, 1955.

PHILLIPS, A. W. The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861-1957. *Economica*, New Series, vol. 25. London: Blackwell Pub. For The London School of Economics and Political Science, november 1958.

PHELPS, Edmund S. Money-wage dynamics and labor market equilibrium. *JPE*, vol. 76, july/august 1968.

PHELPS, Edmund S. et al. *Microeconomic foundations of employment and inflation theory*. New York: Norton, 1970.

PIGOU, A. C. The classical stationary state. *EJ*, vol. LIII, 1943.

PIGOU, A. C. Economic Progress in a Stable Environment. *Economica*, vol. XIV, 1947.

ROMER, David. *Advanced macroeconomics*. 3. ed. New York: McGraw-Hill, 2006.

SAMUELSON, Paul A.; SOLOW, Robert M. Analytical aspects of anti-inflationary policy. *AER*, may 1960.

TRIFFIN, Robert. The evolution of the international monetary system: historical reappraisal and future perspectives. *Princeton Studies in International Finance*, n. 12: Princeton: International Finance Section, Princeton University, 1964.

TRIFFIN, Robert. The myth and realities of the so-called gold standard. In: Barry Eichengreen and Marc Flandreau (Eds.). *The gold standard in theory and history*. 2. ed. Routledge: London, 1997.

WICKSELL, Knut. *Interest and prices*. Tradução inglesa de R.F. Kahn. Macmillan, London: Royal Economic Society, 1936.

_____. The influence of the rate of interest on prices. *EJ*. Vol. 17, 1907.

_____. *Lecciones de Economía Política*. Tradução da versão inglesa publicada pela Editora George Routledge, de Londres, para o espanhol de Francisco Sánchez Ramos. M. Aguilar. Madrid. 1947.

TEMAS DOS CADERNOS IHU IDÉIAS

- N. 01 *A teoria da justiça de John Rawls* – Dr. José Nedel
- N. 02 *O feminismo ou os feminismos: Uma leitura das produções teóricas* – Dra. Edla Eggert
O Serviço Social junto ao Fórum de Mulheres em São Leopoldo – MS Clair Ribeiro Ziebell e Acadêmicas Anemarie Kirsch Deutrich e Magali Beatriz Strauss
- N. 03 *O programa Linha Direta: a sociedade segundo a TV Globo* – Jornalista Sonia Montañó
- N. 04 *Ermani M. Fiori – Uma Filosofia da Educação Popular* – Prof. Dr. Luiz Gilberto Kronbauer
- N. 05 *O ruído de guerra e o silêncio de Deus* – Dr. Manfred Zeuch
- N. 06 *BRASIL: Entre a Identidade Vazia e a Construção do Novo* – Prof. Dr. Renato Janine Ribeiro.
- N. 07 *Mundos televisivos e sentidos identitários na TV* – Profa. Dra. Suzana Kilpp
- N. 08 *Simões Lopes Neto e a Invenção do Gaúcho* – Profa. Dra. Márcia Lopes Duarte
- N. 09 *Oligopólios midiáticos: a televisão contemporânea e as barreiras à entrada* – Prof. Dr. Valério Cruz Brittos
- N. 10 *Futebol, mídia e sociedade no Brasil: reflexões a partir de um jogo* – Prof. Dr. Édison Luis Gastaldo
- N. 11 *Os 100 anos de Theodor Adorno e a Filosofia depois de Auschwitz* – Profa. Dra. Márcia Tiburi
- N. 12 *A domesticação do exótico* – Profa. Dra. Paula Caleffi
- N. 13 *Pomeranas parceiras no caminho da roça: um jeito de fazer Igreja, Teologia e Educação Popular* – Profa. Dra. Edla Eggert
- N. 14 *Júlio de Castilhos e Borges de Medeiros: a prática política no RS* – Prof. Dr. Gunter Axt
- N. 15 *Medicina social: um instrumento para denúncia* – Profa. Dra. Stela Nazareth Meneghel
- N. 16 *Mudanças de significado da tatuagem contemporânea* – Profa. Dra. Débora Krischke Leitão
- N. 17 *As sete mulheres e as negras sem rosto: ficção, história e trivialidade* – Prof. Dr. Mário Maestri
- N. 18 *Um itinerário do pensamento de Edgar Morin* – Profa. Dra. Maria da Conceição de Almeida
- N. 19 *Os donos do Poder, de Raymundo Faoro* – Profa. Dra. Helga Iracema Ladgraf Piccolo
- N. 20 *Sobre técnica e humanismo* – Prof. Dr. Oswaldo Giacóia Junior
- N. 21 *Construindo novos caminhos para a intervenção societária* – Profa. Dra. Lucilda Selli
- N. 22 *Física Quântica: da sua pré-história à discussão sobre o seu conteúdo essencial* – Prof. Dr. Paulo Henrique Dionísio
- N. 23 *Atualidade da filosofia moral de Kant, desde a perspectiva de sua crítica a um solipsismo prático* – Prof. Dr. Valério Rohden
- N. 24 *Imagens da exclusão no cinema nacional* – Profa. Dra. Miriam Rossini
- N. 25 *A estética discursiva da tevê e a (des)configuração da informação* – Profa. Dra. Nísia Martins do Rosário
- N. 26 *O discurso sobre o voluntariado na Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS* – MS Rosa Maria Serra Bavaresco
- N. 27 *O modo de objetivação jornalística* – Profa. Dra. Beatriz Alcaraz Marocco
- N. 28 *A cidade afetada pela cultura digital* – Prof. Dr. Paulo Edison Belo Reyes
- N. 29 *Prevalência de violência de gênero perpetrada por companheiro: Estudo em um serviço de atenção primária à saúde – Porto Alegre, RS* – Prof. MS José Fernando Dresch Kronbauer
- N. 30 *Getúlio, romance ou biografia?* – Prof. Dr. Juremir Machado da Silva
- N. 31 *A crise e o êxodo da sociedade salarial* – Prof. Dr. André Gorz
- N. 32 *À meia luz: a emergência de uma Teologia Gay - Seus dilemas e possibilidades* – Prof. Dr. André Sidnei Musskopf
- N. 33 *O vampirismo no mundo contemporâneo: algumas considerações* – Prof. MS Marcelo Pizarro Noronha
- N. 34 *O mundo do trabalho em mutação: As reconfigurações e seus impactos* – Prof. Dr. Marco Aurélio Santana
- N. 35 *Adam Smith: filósofo e economista* – Profa. Dra. Ana Maria Bianchi e Antonio Tiago Loureiro Araújo dos Santos
- N. 36 *Igreja Universal do Reino de Deus no contexto do emergente mercado religioso brasileiro: uma análise antropológica* – Prof. Dr. Airton Luiz Jungblut
- N. 37 *As concepções teórico-analíticas e as proposições de política econômica de Keynes* – Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho.
- N. 38 *Rosa Egipcíaca: Uma Santa Africana no Brasil Colonial* – Prof. Dr. Luiz Mott.
- N. 39 *Malthus e Ricardo: duas visões de economia política e de capitalismo* – Prof. Dr. Gentil Cozza
- N. 40 *Corpo e Agenda na Revista Feminina* – MS Adriana Braga
- N. 41 *A (anti)filosofia de Karl Marx* – Profa. Dra. Leda Maria Paulani
- N. 42 *Veblen e o Comportamento Humano: uma avaliação após um século de “A Teoria da Classe Ociosa”* – Prof. Dr. Leonardo Monteiro Monasterio
- N. 43 *Futebol, Mídia e Sociabilidade. Uma experiência etnográfica* – Édison Luis Gastaldo, Rodrigo Marques Leistner, Ronei Teodoro da Silva & Samuel McGinity

- N. 44 *Genealogia da religião. Ensaio de leitura sistêmica de Marcel Gauchet. Aplicação à situação atual do mundo* – Prof. Dr. Gérard Donnadiou
- N. 45 *A realidade quântica como base da visão de Teilhard de Chardin e uma nova concepção da evolução biológica* – Prof. Dr. Lothar Schäfer
- N. 46 *"Esta terra tem dono". Disputas de representação sobre o passado missionário no Rio Grande do Sul: a figura de Sepé Tiaraju* – Profa. Dra. Ceres Karam Brum
- N. 47 *O desenvolvimento econômico na visão de Joseph Schumpeter* – Prof. Dr. Achyles Barcelos da Costa
- N. 48 *Religião e elo social. O caso do cristianismo* – Prof. Dr. Gérard Donnadiou.
- N. 49 *Copérnico e Kepler: como a terra saiu do centro do universo* – Prof. Dr. Geraldo Monteiro Sigaud
- N. 50 *Modernidade e pós-modernidade – luzes e sombras* – Prof. Dr. Evilázio Teixeira
- N. 51 *Violências: O olhar da saúde coletiva* – Élica Azevedo Hennington & Stela Nazareth Meneghel
- N. 52 *Ética e emoções morais* – Prof. Dr. Thomas Kesselring
- N. 53 *Juízos ou emoções: de quem é a primazia na moral?* – Prof. Dr. Adriano Naves de Brito
- N. 54 *Computação Quântica. Desafios para o Século XXI* – Prof. Dr. Fernando Haas
- N. 54 *Atividade da sociedade civil relativa ao desarmamento na Europa e no Brasil* – Profa. Dra. An Vranckx
- N. 55 *Terra habitável: o grande desafio para a humanidade* – Prof. Dr. Gilberto Dupas
- N. 56 *O decrescimento como condição de uma sociedade convivial* – Prof. Dr. Serge Latouche
- N. 57 *A natureza da natureza: auto-organização e caos* – Prof. Dr. Günter Küppers
- N. 58 *Sociedade sustentável e desenvolvimento sustentável: limites e possibilidades* – Dra. Hazel Henderson
- N. 59 *Globalização – mas como?* – Profa. Dra. Karen Gloy
- N. 60 *A emergência da nova subjetividade operária: a sociabilidade invertida* – MS Cesar Sanson
- N. 61 *Incidente em Antares e a Trajetória de Ficção de Erico Veríssimo* – Profa. Dra. Regina Zilberman
- N. 62 *Três episódios de descoberta científica: da caricatura empirista a uma outra história* – Prof. Dr. Fernando Lang da Silveira e Prof. Dr. Luiz O. Q. Peduzzi
- N. 63 *Negações e Silenciamentos no discurso acerca da Juventude* – Cátia Andressa da Silva
- N. 64 *Getúlio e a Gira: a Umbanda em tempos de Estado Novo* – Prof. Dr. Artur Cesar Isaia
- N. 65 *Darcy Ribeiro e o O povo brasileiro: uma alegoria humanista tropical* – Profa. Dra. Léa Freitas Perez
- N. 66 *Adoecer: Morrer ou Viver? Reflexões sobre a cura e a não cura nas reduções jesuítico-guaranis (1609-1675)* – Profa. Dra. Eliane Cristina Deckmann Fleck
- N. 67 *Em busca da terceira margem: O olhar de Nelson Pereira dos Santos na obra de Guimarães Rosa* – Prof. Dr. João Guilherme Barone
- N. 68 *Contingência nas ciências físicas* – Prof. Dr. Fernando Haas
- N. 69 *A cosmologia de Newton* – Prof. Dr. Ney Lemke
- N. 70 *Física Moderna e o paradoxo de Zenon* – Prof. Dr. Fernando Haas
- N. 71 *O passado e o presente em Os Inconfidentes, de Joaquim Pedro de Andrade* – Profa. Dra. Miriam de Souza Rossini
- N. 72 *Da religião e de juventude: modulações e articulações* – Profa. Dra. Léa Freitas Perez
- N. 73 *Tradição e ruptura na obra de Guimarães Rosa* – Prof. Dr. Eduardo F. Coutinho
- N. 74 *Raça, nação e classe na historiografia de Moysés Vellinho* – Prof. Dr. Mário Maestri
- N. 75 *A Geologia Arqueológica na Unisinos* – Prof. MS Carlos Henrique Nowatzki
- N. 76 *Campesinato negro no período pós-abolição: repensando Coronelismo, enxada e voto* – Profa. Dra. Ana Maria Lugão Rios
- N. 77 *Progresso: como mito ou ideologia* – Prof. Dr. Gilberto Dupas
- N. 78 *Michael Aglietta: da Teoria da Regulação à Violência da Moeda* – Prof. Dr. Octavio A. C. Conceição
- N. 79 *Dante de Laytano e o negro no Rio Grande Do Sul* – Prof. Dr. Moacyr Flores
- N. 80 *Do pré-urbano ao urbano: A cidade missionária colonial e seu território* – Prof. Dr. Arno Alvarez Kern
- N. 81 *Entre Canções e versos: alguns caminhos para a leitura e a produção de poemas na sala de aula* – Profa. Dra. Gláucia de Souza
- N. 82 *Trabalhadores e política nos anos 1950: a idéia de "sindicalismo populista" em questão* – Prof. Dr. Marco Aurélio Santana
- N. 83 *Dimensões normativas da Bioética* – Prof. Dr. Alfredo Culleton & Prof. Dr. Vicente de Paulo Barretto
- N. 84 *A Ciência como instrumento de leitura para explicar as transformações da natureza* – Prof. Dr. Attico Chassot
- N. 85 *Demanda por empresas responsáveis e Ética Concorrencial: desafios e uma proposta para a gestão da ação organizada do varejo* – Profa. Dra. Patrícia Almeida Ashley
- N. 86 *Autonomia na pós-modernidade: um delírio?* – Prof. Dr. Mario Fleig
- N. 87 *Gauchismo, tradição e Tradicionalismo* – Profa. Dra. Maria Eunice Maciel
- N. 88 *A ética e a crise da modernidade: uma leitura a partir da obra de Henrique C. de Lima Vaz* – Prof. Dr. Marcelo Perine
- N. 89 *Limites, possibilidades e contradições da formação humana na Universidade* – Prof. Dr. Laurício Neumann



Roberto Camps Moraes (1948) é natural de Recife/PE. É formado em Ciências Econômicas e em Ciências Sociais, pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Nos anos de 1972 e 1973, ele cursou e concluiu o mestrado em Economia na Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Posteriormente, obteve o doutorado em Economia, pela Vanderbilt University, nos EUA. Foi professor da UFRGS de 1972 a 2005. Atualmente, é professor no curso de Economia da Uni-

versidade do Vale do Rio dos Sinos (Unisinos). Tem experiência na área de Economia, com ênfase em Economia, atuando principalmente nos seguintes temas: conjuntura econômica, teoria macroeconômica, política monetária, inflação e política de estabilização.

Algumas publicações do autor

MORAES, R. C. O Brasil e a ALCA. *Indicadores Econômicos/FEE*, Porto Alegre, v. 29, n. 3, p. 51-69, 2001.

_____. Os efeitos redistributivos da inflação e os reajustes salariais. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 12, n. 3, p. 671-706, 1982.

_____. Por que o Brasil não volta crescer como antes? Uma questão de política econômica?. *Indicadores econômicos FEE*, Porto Alegre, RS, v. 33, n. 1, p. 269-292, 2005.

_____. Teoria da Inflação: do princípio da demanda efetiva à curva de phillips com expectativas adaptadas. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, RS, v. 12, n. 1, p. 3-40, 1991.

_____. Teorias estruturalistas da inflação. *Análise Econômica*, Porto Alegre, RS, v. 8, n. 14, p. 11-38, 1990.

-
- N. 90 *Os índios e a História Colonial: lendo Cristina Pompa e Regina Almeida* – Profa. Dra. Maria Cristina Bohn Martins
- N. 91 *Subjetividade moderna: possibilidades e limites para o cristianismo* – Prof. Dr. Franklin Leopoldo e Silva
- N. 92 *Saberes populares produzidos numa escola de comunidade de catadores: um estudo na perspectiva da Etnomatemática* – Daiane Martins Bocasanta
- N. 93 *A religião na sociedade dos indivíduos: transformações no campo religioso brasileiro* – Prof. Dr. Carlos Alberto Steil
- N. 94 *Movimento sindical: desafios e perspectivas para os próximos anos* – MS Cesar Sanson
- N. 95 *De volta para o futuro: os precursores da nanotecnologia* – Prof. Dr. Peter A. Schulz
- N. 96 *Vianna Moog como intérprete do Brasil* – MS Enildo de Moura Carvalho
- N. 97 *A paixão de Jacobina: uma leitura cinematográfica* – Profa. Dra. Marinês Andrea Kunz
- N. 98 *Resiliência: um novo paradigma que desafia as religiões* – MS Susana Maria Rocca Larrosa
- N. 99 *Sociabilidades contemporâneas: os jovens na lan house* – Dra. Vanessa Andrade Pereira
- N. 100 *Autonomia do sujeito moral em Kant* – Prof. Dr. Valerio Rohden
- N. 101 *As principais contribuições de Milton Friedman à Teoria Monetária: parte 1* – Prof. Dr. Roberto Camps Moraes
- N. 102 *Uma leitura das inovações bio(nano)tecnológicas a partir da sociologia da ciência* – MS Adriano Premebida
- N. 103 *ECODI – A criação de espaços de convivência digital virtual no contexto dos processos de ensino e aprendizagem em metaverso* – Profa. Dra. Eliane Schlemmer