

Logo em 1956, Milton Friedman parece querer afirmar, deste modo, a sua separação da “new economics” keynesiana,

Chicago sem sequer mencionar Keynes ou a teoria da preferência pela liquidez, enquanto em trabalhos de 1968 e de 1970 ([19] e [25]) não faz qualquer referência à tradição de Chicago ou aos seus professores, afirmando uma aproximação a certas concepções de Fisher e de Keynes (que ficará mais clara nos artigos de 1970 e 1971 no *Journal of Political Economy* — cfr., v. g., [26], 326), e admitindo que a sua reformulação da teoria quantitativa “foi fortemente afectada pela análise keynesiana da preferência pela liquidez” (cfr. M. FRIEDMAN, [19], 439).

Nos estudos acima referidos — e sobretudo no livro que publicou com ensaios “on and in the Chicago tradition”, [10] — Patinkin (ele próprio estudante em Chicago entre 1943 e 1945) nega, com base no seu testemunho pessoal e no de outros antigos professores e estudantes de Chicago com os quais trocou correspondência, que o ensino ministrado nas aulas pelos professores de Chicago nos anos 30 e 40 tenha algo que ver com a “tradição oral” invocada por Friedman. E chega à mesma conclusão a partir da análise que faz dos trabalhos escritos pelos professores de Chicago no período em referência e das dissertações de doutoramento discutidas em Chicago entre 1930 e 1950. H. Simons e outros — sustenta Patinkin — advogam em Chicago, antes da *General Theory*, políticas de combate ao desemprego através da realização de despesas em obras públicas e do recurso ao *deficit financing*, rejeitando a ortodoxia defensora do equilíbrio orçamental perante situações de desemprego em massa.

Harry Johnson defende igualmente que Milton Friedman utiliza na sua reformulação da teoria quantitativa ideias e instrumentos analíticos próximos dos utilizados por I. Fisher e Keynes (cfr. H. JOHNSON [2] e [4] e também NOBAY/JOHNSON, 478). A contra-revolução monetarista — pensa H. G. Johnson — absorveu “o melhor das ideias keynesianas na causa quantitativista, sem qualquer necessidade de reconhecimento da sua origem”. Para tanto, havia que “estabelecer uma ligação plausível com a ortodoxia pré-keynesiana”. Aqui é que entra “a invenção [por M. Friedman] de uma tradição oral da Universidade de Chicago que alegadamente preservou a compreensão da verdade (do evangelho) entre um pequeno núcleo de iniciados ao longo dos anos negros do despotismo keynesiano”. Johnson fala da *invenção* desta *Chicago tradition* porque entende que os professores de Chicago não se distinguem dos outros teóricos quantitativistas e neoclássicos daquele período. Em Chicago não houve, portanto, segundo H. Johnson, “nenhuma vela solitária ardendo num altar secreto do Midway, encorajando os fiéis a reunirem-se à espera do dia em que a verdade pudesse ser livremente revelada às massas” (cfr. H. JOHNSON, [4], 10/11).



propondo-se “estabelecer um ‘modelo’ particular da teoria quantitativa, numa tentativa de veicular a essência da tradição

Este tom acrimonioso — e a insinuação da incompreensão por parte de um (uns) do que o(s) outro(s) escreve(m) — é uma constante na polémica sobre este ponto entre Milton Friedman e os que o criticam. Num artigo de 1972 em que responde aos seus críticos ([27], 932 ss), Friedman reafirma que os seus quadros teóricos são uma reformulação da teoria quantitativa, não sendo keynesianos em nenhuma acepção significativa da expressão (cfr. M. FRIEDMAN, [27], 932/933, 944/945). Alguns pontos de contacto com a teoria keynesiana explica-os Friedman invocando que nem todas as ideias expressas na *General Theory* podem considerar-se ‘keynesianas’, constituindo antes pontos correntes na teoria monetária quantitativa pré-keynesiana (inclusive em trabalhos de Keynes anteriores a 1936). Milton Friedman esclarece, por outro lado, que, ao invocar a tradição oral de Chicago, não pretende que “os pormenores da [sua] estrutura formal tenham correspondência nos ensinamentos de Simons e Mints”. Mas afirma que aquela tradição influenciou a sua obra “principalmente no que se refere à interpretação dos movimentos de curto prazo, às causas da Grande Depressão e ao papel das políticas monetária e financeira” (cfr. M. FRIEDMAN, [27], 933 e 941). Na verdade, é Mints quem refere pela primeira vez a redução da quantidade de moeda em circulação (a par da diminuição da velocidade de circulação da moeda) como a causa da depressão; do mesmo modo, Mints afasta a possibilidade do recurso a políticas discricionárias para combater a depressão, preferindo a adopção de uma taxa de aumento da quantidade de moeda idêntica à taxa de desenvolvimento da produção; finalmente, Mints — como mais tarde Milton Friedman — considera reduzidas as possibilidades da política monetária, que se limitariam a assegurar a estabilidade monetária, condição fundamental para se conseguir um elevado nível de emprego e de produção (cfr. S. BARONTINI, 36/37).

Respondendo quase frase a frase às críticas de Patinkin, Milton Friedman justifica mesmo a não referência à tradição de Chicago nos seus trabalhos de 1968 ([19]) e de 1970 ([25]), ao contrário do que acontece no ensaio de 1956 ([7]). Isto explica-se — diz M. FRIEDMAN, [27], 947 — porque “o ensaio de 1956 era a introdução a uma série de estudos elaborados como dissertações de doutoramento em Chicago. O *background* de Chicago era relevante. Ele não era relevante para (aqueles) últimos artigos”. Explicação algo frouxa, se tivermos em conta que em 1956 Friedman expunha a sua reformulação da teoria quantitativa (o que de algum modo voltou a fazer em 1968, enquadrando a sua proposta na história da teoria quantitativa da moeda) e que em 1970 se propôs definir um “quadro teórico para a análise monetária” que organizasse os resultados dos estudos empíricos sobre a matéria. E logo no início deste ensaio Friedman esclarece: “Esse quadro



oral de Chicago". Dir-se-ia que com esta "reformulação condensada e bastante enigmática da teoria quantitativa" (como

teórico é a teoria quantitativa da moeda", não se esquecendo de invocar uma certa 'linhagem' para a sua dama, uma teoria que "remonta ao início do pensamento sistemático sobre questões económicas".

Este 'mistério' da tradição oral da Escola de Chicago é abordado com algum vagar por S. BARONTINI, 29-37. E as suas conclusões vão no sentido de realçar uma certa continuidade entre os principais professores de Chicago nas décadas de 30 e 40 e Milton Friedman. Esta continuidade reflectir-se-ia, na opinião da autora, na estreita afinidade relativamente a alguns aspectos significativos: a) aceitação do princípio de que "money matters" (mesmo nos tempos de 'desgraça'); b) desconfiança relativamente às medidas tradicionais da política monetária (operações de mercado aberto e manobra da taxa de desconto); c) explicação monetarista da Grande Depressão, com base na diminuição da quantidade de moeda em circulação. Afinidade que permitiria igualmente associar a defesa feita por Friedman de uma regra monetária fixa (contraposta às decisões discricionárias das autoridades monetárias) a idêntico ponto de vista defendido por Henry Simons em 1936 (veremos à frente que esta leitura tem que se lhe diga) e ligar a noção de riqueza de Milton Friedman a pontos de vista defendidos em 1941 por Frank Knight (que nela englobava já o *capital humano*).

Um estudo muito interessante sobre a "Chicago Economics" é o de Melvin REDER, ele próprio professor de Chicago. M. Reder admite que, retrospectivamente, a "Chicago economics" dos anos 30 pode aparecer como precursora daquilo que ela veio a ser nos anos 60 e 70. Embora entenda que "Frank Knight, Jacob Viner, Henry Simons e Lloyd Mints podem ser considerados precursores de Friedman, George Stigler, Gary Becker e Robert Lucas", Reder refere outros dois 'grupos', um representando a tradição institucionalista (J.U. Nef, Chester Wright, S. Leland, H. A. Midis) e outro constituído por pioneiros da econometria (Paul Douglas, Henry Schultz e Oscar Lange).

E se estes dois últimos grupos pouco terão a ver com a "tradição" de que fala Milton Friedman, é curioso o testemunho de Jacob Viner (citado por M. REDER, 7): "Só depois de ter deixado Chicago em 1946 é que comecei a ouvir rumores acerca de uma 'Escola de Chicago' que estava empenhada numa cruzada organizada em defesa do *laissez-faire* e da 'teoria quantitativa da moeda' e contra a 'concorrência imperfeita' e o 'keynesianismo'".

Melvin Reder procura, porém, justificar a existência do que chama "Chicago View", no sentido de que a *Chicago economics* constitui uma "abordagem da investigação económica", uma "sub-cultura científica", um "Chicago Paradigm" ou um "Chicago Scientific Research Program"



lhe chama Harry Johnson<sup>(234)</sup>), inicia Milton Friedman a sua tarefa de “desenvolver a teoria quantitativa como uma alternativa à relação keynesiana da preferência pela liquidez”<sup>(235)</sup>.

(p.19). Esta abordagem reflecte-se em vários aspectos da investigação no domínio da ciência económica. E Reder põe em relevo, a este propósito, a tensão paradigmática entre Chicago e os defensores da *General Theory*, essencialmente a partir do conceito keynesiano de “unemployment equilibrium” (o equilíbrio pode alcançar-se a um nível abaixo da plena utilização dos recursos disponíveis, em especial a mão-de-obra, não conseguindo os trabalhadores desempregados obter um emprego, apesar de não serem menos produtivos do que os trabalhadores empregados e de estarem dispostos a trabalhar pelo mesmo salário que estes ou até por um salário mais baixo), inovação teórica que J. Viner (1936) e F. Knight (1937), nas recensões que fizeram da *General Theory*, logo consideraram inaceitável. Esta tensão — escreve M. REDER, 18 — “é uma longa e contínua história. (...) Decorre quase meio século desde Viner vs. Keynes até Lucas vs. Tobin; ambos os lados tornaram-se muito mais sofisticados na discussão de questões relativas ao desemprego, mas as questões subjacentes permanecem as mesmas”.

Outra constante da ‘sub-cultura de Chicago’ desde os anos 30 até hoje é, segundo Reder, a aversão a qualquer tipo de intervenção do estado na economia, não só em termos de produção mas também como simples *regulação*. No país pioneiro da legislação anti-monopolista, os nomes mais sonantes da ‘escola de Chicago’ (v. g., M. Friedman, G. Stigler, Gary Becker) defendem que os perigos (reduzidos) dos monopólios privados não regulamentados são inferiores e preferíveis aos da regulamentação pelo estado dos monopólios empresariais privados. M. Reder salienta, no entanto (p. 29), que a animosidade de Henry Simons contra o ‘monopólio sindical’ permanece viva até hoje.

Se Jacob Viner insinua que, a existir uma ‘Escola de Chicago’, ela “tem uma carga ideológica”, é “ideologically loaded”, Melvin Reder conclui (p.35) que o êxito da Escola de Chicago no terceiro quartel deste século se explica pela sua capacidade para “ocupar um papel de destaque quer na investigação científica quer no fornecimento de uma fundamentação racional ao conservadorismo político”.

<sup>(234)</sup> Cfr. H. JOHNSON, [2], 35. Há quem defenda, no entanto — NOBAY/JOHNSON, 477 —, que a *contra-revolução monetarista* se iniciou verdadeiramente com um estudo de Milton Friedman incluído num livro editado em 1952 por Arthur Burns (“Wesley Claire Mitchell: The Economic Scientist”).

<sup>(235)</sup> Cfr. M. DESAI, [2], 60.



Há quem pretenda, porém, com boas razões, que este ensaio de Friedman é “a mais elegante e sofisticada afirmação da moderna teoria monetária keynesiana” centrada na análise da preferência pela liquidez <sup>(236)</sup>. O próprio Milton Friedman reconhece que a sua reformulação da teoria quantitativa da moeda foi fortemente influenciada pela análise keynesiana da preferência pela liquidez, nomeadamente ao sublinhar o papel da moeda como activo e ao integrar a procura de moeda no quadro da *portfolio approach* <sup>(237)</sup>.

No entanto, mantém sempre a defesa do ponto de vista enunciado desde 1956: a base da sua construção teórica é a reformulação da teoria quantitativa da moeda. Em 1970, num dos seus artigos mais importantes, Milton Friedman propõe-se estruturar um quadro teórico que dê sentido às suas análises empíricas. É peremptório ao afirmar que “esse quadro teórico é a teoria quantitativa da moeda” <sup>(238)</sup>. Em 1982, como já vimos, declara não gostar da designação *monetarismo* para caracterizar o seu corpo de ideias fundamentais, preferindo antes falar de *teoria quantitativa da moeda*. E este mesmo apego à “tradição oral de Chicago” e ao pensamento quantitativista, negando as teses centrais da mensagem keynesiana, é reafirmado na polémica que sustentou com Don Patinkin <sup>(239)</sup>.

Milton Friedman reduz a umas quantas questões que reputa fundamentais os desafios levantados pela análise keyne-

---

<sup>(236)</sup> Cfr. D. PATINKIN, [5], 255/256 (também D. PATINKIN, [8]). Esta interpretação da reformulação da teoria quantitativa por Milton Friedman como sendo “essencialmente uma generalização da teoria da preferência pela liquidez com base em uma análise mais sofisticada da natureza da riqueza e da relação da riqueza com o rendimento” é também a defendida por H. JOHNSON, [4], 9 (cfr. também H. JOHNSON, [2], 35 e G. SHAW, [2], 53).

<sup>(237)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [15], 73 e [19], 439/440.

<sup>(238)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [17], 193.

<sup>(239)</sup> Cfr., nomeadamente, D. PATINKIN, [8] e M. FRIEDMAN, [27].



siana ao pensamento quantitativista dominante praticamente até à publicação da *General Theory*. Tentaremos sintetizá-las: 1) rejeição da existência de uma posição de equilíbrio de longo prazo caracterizada pelo pleno emprego dos recursos produtivos; 2) admissão da rigidez dos preços (considerados um dado institucional) nas flutuações económicas de curto prazo; 3) negação da importância da distinção entre grandezas reais e grandezas nominais, distinção que é da essência da teoria quantitativa da moeda; 4) afirmação da grande instabilidade da função da procura de moeda (e, portanto, da velocidade de circulação da moeda), a qual corresponderá, com frequência, à situação de preferência absoluta pela liquidez (*liquidity trap*); 5) ênfase dada à relação entre rendimento monetário e investimento ou despesas autónomas, em vez da relação entre rendimento monetário e quantidade de moeda; 6) afirmação do carácter endógeno da oferta de moeda <sup>(240)</sup>.

As questões postas à teoria quantitativa pela *General Theory* são, porém, na óptica de Friedman, questões empíricas e não teóricas. Ao fim e ao cabo, tudo se reduziria à questão de saber “se é [ou não] um facto que a velocidade é uma grandeza altamente instável e imprevisível que varia geralmente em direcção oposta à das variações da quantidade de moeda” <sup>(241)</sup>.

<sup>(240)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [7], 62-64; [19], 438/439; [25], 206 e 215; [26], 329; [27], 908. Neste último artigo, respondendo aos seus críticos, Friedman faz esta síntese do que considera ser “o coração da *General Theory*”: “uma hipótese extremamente simples, segundo a qual a chave dos movimentos económicos de curto prazo são um padrão de eficiência marginal do investimento altamente instável e uma função de preferência pela liquidez muito elástica quando são baixas as taxas de juro e instável quando as taxas de juro são mais elevadas. É isto que atribui ao investimento o seu papel central e que faz da função-consumo e do multiplicador conceitos fundamentais”. Enquanto para Keynes a função estável é a função-consumo, Milton Friedman reconhece como função empiricamente estável a função da procura de moeda.

<sup>(241)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [19], 439.



Sintetizando a sua atitude perante a teoria de Keynes, Friedman afirma que a rejeita porque “acredita que ela foi contraditada pelos dados empíricos apurados”, porque “os seus prognósticos não têm sido confirmados pela experiência”, porque ela “não isolou aqueles que são, *realmente*, os factores-chave na mudança económica de curto prazo”<sup>(242)</sup>. Compreende-se, deste modo, a importância atribuída por Milton Friedman aos estudos empíricos, cujos resultados seriam formalizados nos seus conceitos e no seu sistema teórico.

13.1. — Vejamos então como Milton Friedman construiu a sua teoria quantitativa reformulada, cujas novidades relativamente à teoria quantitativa tradicional (na sua versão fisheriana) reconhece terem sofrido forte influência da análise keynesiana da preferência pela liquidez e que sintetiza em duas notas fundamentais indissociáveis uma da outra: a) o entendimento da moeda como um activo que pode ser comparado com outros activos, no quadro da *portfolio analysis*; b) o entendimento da procura de moeda e da teoria monetária como parte da teoria do capital ou da teoria da riqueza<sup>(243)</sup>.

São estes os pontos que Milton Friedman começa por sublinhar ao apresentar o seu modelo da teoria quantitativa na tradição de Chicago<sup>(244)</sup>:

1) a teoria quantitativa da moeda é basicamente uma *teoria da procura de moeda*, e não uma teoria da produção, do rendimento monetário ou do nível dos preços;

2) a moeda é, para as pessoas em geral (“the ultimate wealth-owning units in the economy”, as *unidades de consumo* que actuam no “household sector”), uma espécie de activo,

<sup>(242)</sup> Cf. M. FRIEDMAN, [27], 908.

<sup>(243)</sup> Cf. M. FRIEDMAN, [15], 73 e [19], 439/440.

<sup>(244)</sup> Cf. M. FRIEDMAN, [7].



um meio de detenção de riqueza; e é, para as empresas produtivas (que operam no “market sector”), um bem de capital, um “recurso produtivo”, “uma fonte de serviços produtivos”, que, combinados com outros, tornam possível a produção dos bens que as empresas vendem <sup>(245)</sup>;

3) a teoria da procura de moeda é um tópico especial da teoria do capital;

4) a procura de moeda (ou de qualquer outro activo) por parte das pessoas em geral pode analisar-se no quadro da teoria da escolha do consumidor, como a de qualquer outro bem de consumo, dependendo de três factores principais <sup>(246)</sup>:  
a) total de riqueza que cada um detém, considerando como riqueza “o conjunto de todas as fontes de ‘rendimento’ ou de serviços consumíveis” (moeda, obrigações, acções — para as quais Friedman admite uma cláusula de escala móvel que garanta um fluxo permanente de rendimento real constante —, bens físicos — “physical non-human goods”, especialmente bens de consumo duradouros — e *capital humano*, i. é, a

<sup>(245)</sup> Milton Friedman considera que as sociedades modernas funcionam em quatro sectores distintos: o sector governamental, as famílias (*household sector*), o sector das organizações não lucrativas e o sector de mercado (*market sector*). E considera *capital* qualquer fonte de “serviços lucrativos”: o capital material (as máquinas, os edificios); um estoque de moeda; os seres humanos (*human capital*, em confronto com as formas de *non-human capital*). Cfr. S. BARONTINI, 50.

<sup>(246)</sup> M. FRIEDMAN, [19], 440, refere dois outros factores: as expectativas acerca do grau de estabilidade económica; as variáveis que podem influenciar o valor atribuído à liquidez (determinando assim a utilidade dos serviços prestados pela moeda relativamente aos prestados por outros activos). Uma destas variáveis é precisamente a riqueza real ou rendimento. Porque as pessoas podem considerar os serviços prestados pela moeda como um *bem de primeira necessidade* (e então o seu consumo — a procura de moeda — aumenta menos que proporcionalmente perante um aumento do rendimento) ou como um *bem de luxo* (e então a procura de moeda aumentará mais que proporcionalmente perante um aumento do rendimento, diminuindo a velocidade de circulação da moeda mais que proporcionalmente).

capacidade produtiva dos seres humanos); *b*) o preço de mercado e o montante do fluxo de rendimento que a moeda e cada uma das formas alternativas de riqueza podem proporcionar a quem as detém; *c*) os gostos e preferências de cada titular de riqueza (gostos que determinam a utilidade dos 'serviços' prestados pela moeda em confronto com os 'serviços' prestados pelos outros activos);

5) as pessoas, podendo deter a riqueza sob várias formas, irão dividir a riqueza entre elas de modo a maximizar a utilidade que delas podem extrair, o que se verifica quando a taxa de substituição efectiva entre dois activos se parifica com a taxa de substituição desejada por cada detentor de riqueza<sup>(247)</sup>.

No ensaio de 1956, Milton Friedman joga depois com as várias possibilidades de repartição da riqueza entre as suas diferentes formas, chegando a uma função da procura de moeda que depende do nível geral dos preços, do rendimento das obrigações, do rendimento das acções, do rendimento nominal esperado dos activos reais, do ritmo de variação do nível dos preços, da relação entre riqueza não-humana e riqueza humana, de uma variável que representa os gostos<sup>(248)</sup>.

<sup>(247)</sup> Dadas as características das modernas sociedades não escravagistas, Friedman reconhece a particular dificuldade em definir, sob a forma de preços de mercado, os termos de substituição, por parte de cada indivíduo, do (seu) capital humano por outras formas de capital. Já para as empresas a divisão do capital entre capital humano e não-humano não levanta qualquer problema, uma vez que elas compram os serviços de ambos no mercado. Cfr. M. FRIEDMAN, [7], 56 e [19], 441.

<sup>(248)</sup> O próprio Friedman diz que nesta equação a procura de moeda não é entendida no sentido da *transactions approach* de Fisher, mas no sentido que ela tem na *cash-balances approach* de Cambridge. Deixando de lado o capital humano, esta é uma função da procura de moeda que depende sensivelmente das mesmas variáveis tidas em conta na teoria keynesiana da preferência pela liquidez. Isto é válido para a procura de moeda por parte dos indivíduos. No que se refere às empresas, Milton Friedman defende que a quantidade de moeda que às empresas convém deter depende, tal como



Finalmente, Friedman destaca três elementos fundamentais para caracterizar a perspectiva quantitativista em que se insere <sup>(249)</sup>:

1) a função da procura de moeda é empiricamente estável, mais estável do que, por exemplo, a função-consumo que a teoria keynesiana propõe em alternativa.

A estabilidade de que fala Friedman não significa que a procura de moeda ou a velocidade de circulação da moeda apresentem sempre os mesmos valores: se, v. g., aumenta a taxa de inflação esperada, aumentará também a taxa de rendimento dos activos e baixará a procura de moeda; do mesmo modo, o aumento da taxa de juro dos activos financeiros provocará, em princípio, a diminuição da procura de moeda. A quantidade real de moeda procurada por unidade de produto ou a velocidade de circulação da moeda não têm, pois, que apresentar ao longo do tempo um *valor numérico constante*, significando tão só que é estável a relação funcional entre a quantidade de moeda procurada e as variáveis que a determinam, como se diz atrás. O que acontece é que, segundo Milton Friedman, essas variáveis só variam muito ligeiramente ao longo do tempo: a teoria quantitativa da moeda é, por isso, segundo Friedman <sup>(250)</sup>, “a generalização empírica de que as variações do montante desejado de encaixes reais (as variações da procura de moeda) tendem a verificar-se gradualmente ou a ser o resultado de eventos desencadeados por variações anteriores da oferta”.

2) A oferta de moeda é considerada uma variável exógena, dependente das decisões das autoridades monetárias e da

---

para qualquer outro recurso produtivo, do custo do respectivo serviço produtivo, do custo dos serviços produtivos substitutos e do valor proporcionado pelo serviço produtivo da moeda por unidade de produção, o qual depende, por sua vez, das condições de produção, i.é, da função de produção. Cfr. M. FRIEDMAN, [7], 58/59 e [19], 440.

<sup>(249)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [7], 62-64.

<sup>(250)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [19], 434.

política desenvolvida pelo sistema bancário, i. é, dependente de modo decisivo de factores de carácter político ou psicológico. Isto significa que a quantidade de moeda em circulação não é determinada pela procura mas pela oferta, podendo variar da noite para o dia, por influência de factores que não afectam a procura de moeda nem põem em causa a sua estabilidade, e não são de modo nenhum determinados pela procura de moeda <sup>(251)</sup>. “Variações substanciais da oferta nominal de moeda podem ocorrer – e ocorrem com frequência – independentemente de quaisquer variações da procura de moeda. A conclusão – escreve Milton Friedman <sup>(252)</sup> – é que variações substanciais dos preços ou do rendimento nominal são quase invariavelmente o resultado de variações da oferta nominal de moeda” <sup>(253)</sup>.

3) Ao contrário do que defendem os keynesianos, a procura de moeda não é, segundo Milton Friedman, infinitamente elástica em situações de taxa de juro positiva muito baixa. Quer dizer: não admite situações do tipo *liquidity trap*, em que o aumento da oferta real de moeda (resultante da baixa do nível geral dos preços ou do aumento da quantidade nominal de moeda) não exerce quaisquer efeitos sobre a produção ou sobre o nível dos preços, limitando-se a provocar um aumento correspondente da procura de moeda.

13.2. – Dito isto, impõe-se que se esclareça o sentido de alguns conceitos utilizados por Friedman, por forma a tornar mais claras as posições do autor.

<sup>(251)</sup> Recorde-se que a versão fisheriana da teoria quantitativa implicava algo de semelhante. Cfr. *supra*, n.º 11.2.1..

<sup>(252)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [19], 434.

<sup>(253)</sup> Compreende-se, assim, que as propostas de política económica de Milton Friedman se baseiem no controlo da oferta de moeda (a essência da política monetária friedmaniana).



Desde logo, Milton Friedman não dá uma definição circunstanciada de moeda. Mas dos seus escritos resulta que ele considera como tal todos os instrumentos liberatórios de dívidas a um valor nominal fixo geralmente aceites como tal, quer se trate de créditos quer se trate de unidades de mercadoria. Para simplificar, Friedman deixa de lado a possibilidade de os depósitos bancários (incluídos na noção de moeda) darem um certo rendimento nominal sob a forma de juro (este rendimento poderá ser negativo, se se admitir que os bancos cobram uma certa taxa para guardarem o dinheiro dos seus clientes sob a forma de depósitos). Nestes termos, o rendimento da moeda é apenas um rendimento em espécie, traduzido na *comodidade* e *segurança* de que beneficiam os detentores de saldos líquidos. Este rendimento, medido em termos reais por unidade nominal de moeda, depende da quantidade de bens a que esta unidade corresponde, i. é, depende do poder de compra de cada unidade monetária, ou seja, do nível geral dos preços (variável que, segundo Milton Friedman, afecta o rendimento real de todas as formas de riqueza) <sup>(254)</sup>.

Importa esclarecer também que, na óptica de Friedman <sup>(255)</sup>, os bens físicos (a riqueza não-humana) detidos pelas pessoas se assemelham aos títulos de rendimento variável, com a diferença de o fluxo anual de rendimento por eles proporcionado ser em espécie e não em moeda. Em termos de unidades nominais, este rendimento depende, como o dos títulos de rendimento variável, do comportamento dos preços; do mesmo modo, pode entender-se que os bens físicos proporcionam um

<sup>(254)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [7], 53/54. Aqui se reflecte a herança da teoria quantitativa na formulação de Fisher, segundo o qual o que distingue a moeda é "o facto de ela não ter qualquer poder para satisfazer as necessidades humanas, a não ser o poder de comprar coisas que têm aquele poder". Cfr. S. BARONTINI, 17 e 50.

<sup>(255)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [7], 55.

ganho nominal sob a forma da apreciação ou depreciação do seu valor nominal.

A riqueza equivale ao "budget constraint" na teoria da escolha do consumidor. E deve salientar-se que Friedman considera como riqueza o "rendimento capitalizado" (H. Johnson), i. é, o valor presente do fluxo de rendimento que cada pessoa espera vir a receber. O conceito de riqueza surge, assim, como um conceito alargado de capital. O *rendimento esperado* de que fala Milton Friedman não é o "rendimento medido", i. é, o rendimento tal como aparece nas estatísticas da contabilidade nacional (sujeito a flutuações regulares de ano para ano), mas o rendimento líquido esperado de um certo estoque de riqueza (capital, incluindo o capital humano, ou "human wealth"), o "rendimento permanente" que à frente caracterizaremos melhor <sup>(256)</sup>. Este rendimento pode consistir no rendimento nominal derivado da detenção de moeda <sup>(257)</sup>, no fluxo de 'serviços' prestados pela moeda (inversamente proporcional ao nível dos preços), no fluxo de rendimento esperado das obrigações e das acções, no rendimento dos bens

---

<sup>(256)</sup> Deste modo, o conceito de riqueza (tal como Friedman o entende) é integrado na análise como factor susceptível de influenciar o comportamento das pessoas, enquanto que em Keynes a influência da riqueza é ignorada quase por completo (o que se compreende, tratando-se de uma análise de curto prazo). Por isso, alguns autores sustentam que "a aplicação que Friedman faz à teoria monetária do princípio básico da teoria do capital — o rendimento é o ganho do capital e o capital é o valor presente do rendimento — é provavelmente o avanço mais importante na teoria monetária desde a publicação da *General Theory* de Keynes" (cfr. H. JOHNSON, [2], 36/37).

<sup>(257)</sup> Este rendimento é normalmente igual a zero; mas pode ser positivo, se o dinheiro se conserva numa conta bancária que rende juros; ou pode ser negativo, se os bancos cobrarem uma taxa de juro por aceitarem guardar o dinheiro das pessoas sob a forma de depósitos à ordem.



físicos (“non-human wealth”), no rendimento das capacidades produtivas de cada pessoa (“human wealth”) <sup>(258)</sup>.

Milton Friedman elaborou uma função que exprime a procura de moeda nominal. Mas logo no ensaio de 1956 defendeu que o que é relevante — como em todas as análises da procura no quadro da maximização da utilidade — é a *procura de moeda em termos reais*, apresentando a respectiva função da “procura de encaixes reais enquanto função de variáveis ‘reais’, independente dos valores monetários nominais” <sup>(259)</sup>.

No artigo que escreveu em 1968 para a *International Encyclopedia of the Social Sciences* sobre “Money — Quantity Theory” <sup>(260)</sup>, Friedman retoma a questão, para sublinhar que todas as versões da teoria quantitativa assentam na distinção entre quantidade *nominal* de moeda (a quantidade de moeda expressa nas várias unidades monetárias utilizadas: escudos, marcos, francos, etc.) e quantidade *real* de moeda (a quantidade de moeda expressa em termos do volume de bens e serviços que a moeda permite comprar). E conclui que todo o pensamento quantitativista parte do princípio segundo o qual o que verdadeiramente interessa aos detentores de moeda não é a quantidade nominal mas a quantidade real de moeda que detêm.

A *quantidade real de moeda* pode expressar-se de várias formas. Uma delas pode consistir na sua expressão através de um cabaz-tipo de bens e serviços: é o que se faz implicitamente

---

<sup>(258)</sup> Friedman reconhece que raramente se encontram disponíveis dados sobre a riqueza. Propõe, por isso, a utilização dos dados sobre o rendimento (o rendimento permanente) como índice da riqueza. E considera que “a ênfase no rendimento como substituto da riqueza e não como a medida do ‘trabalho’ a ser feito pela moeda é, no plano dos conceitos, talvez a diferença básica entre a reformulação da teoria quantitativa e as versões anteriores dela” (cfr. M. FRIEDMAN, [19], 440).

<sup>(259)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [7], 58.

<sup>(260)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [19].

quando se calcula a quantidade real de moeda dividindo a quantidade nominal por um índice de preços elaborado com base na ponderação dos bens que constituem um certo cabaz de compras. Outra forma pode consistir na expressão da quantidade real de moeda em termos de tempo de duração dos fluxos de bens e serviços que a moeda permite adquirir.

Nesta última hipótese, há que distinguir: a) se se trata de uma família, a quantidade real de moeda pode traduzir-se em termos do número de semanas do seu nível médio de consumo que ela pode comprar com os saldos líquidos de que dispõe, ou, em alternativa, em termos do número de semanas do seu rendimento médio que são cobertas pelos respectivos saldos líquidos; b) para uma empresa, a quantidade real de moeda que ela detém pode expressar-se em termos do número de semanas das suas compras médias ou das suas vendas médias em serviços produtivos finais (valor líquido acrescentado) a que correspondem os seus saldos líquidos; c) para a comunidade como um todo, a quantidade real de moeda exprime-se em termos do número de semanas das transacções globais da comunidade ou do rendimento líquido global da comunidade, aos quais corresponde aquela quantidade real de moeda <sup>(261)</sup>.

Friedman revela ainda outro aspecto: o de variar muito pouco a quantidade real de moeda que as pessoas desejam deter, em vários pontos e lugares, salvo as situações (raras) em

---

<sup>(261)</sup> No que se refere à comunidade como um todo, normalmente, em vez da quantidade real de moeda, utiliza-se a velocidade-rendimento de circulação da moeda (que é o inverso da quantidade de moeda detida). De todo o modo, o cálculo da quantidade real de moeda ou da velocidade faz-se sempre tendo em conta o conjunto dos preços praticados no período de referência, funcionando os preços como a ponte entre a quantidade nominal e a quantidade real de moeda. Cfr. M. FRIEDMAN, [19], 433/434 e [25], 194.



que se verifique um incentivo real susceptível de alterar as disposições das pessoas <sup>(262)</sup>.

Assim sendo, vamos supor que, por qualquer razão, a quantidade nominal de moeda de que as pessoas dispõem corresponde, ao nível de preços corrente, a uma quantidade real de moeda superior à que elas desejam deter. Em vez do dinheiro correspondente a sete semanas de rendimento, v. g., as pessoas detêm o correspondente a oito semanas de rendimento. A reacção de cada pessoa, individualmente, é a de tentar desfazer-se do que consideram um excesso de saldos líquidos, aumentando as suas despesas (v. g., na compra de títulos, de bens e serviços, ou no pagamento de dívidas).

Só que este comportamento não faz sentido para a comunidade como um todo, pela simples razão de que as despesas de uns são as receitas de outros. Se abstrairmos das relações com o estrangeiro, as despesas de uma comunidade são também receitas suas (ela não pode fazer mais despesas do que receitas), pelo que, na perspectiva da comunidade como um todo, o montante dos saldos líquidos nominais em seu poder depende da quantidade de moeda em circulação.

Acontece, porém — argumenta Milton Friedman —, que o comportamento atrás referido de cada um dos membros da comunidade vai provocar, se os preços e os rendimentos puderem variar livremente, de acordo com as leis do mercado, um aumento do nível geral dos preços e talvez também um aumento da produção. Se, ao invés, os preços forem fixados à

<sup>(262)</sup> A quantidade de moeda que as pessoas desejam deter, medida em semanas do seu rendimento, apresenta diferenças muito pequenas, mesmo considerando países tão diferentes como a Índia, Israel, EUA, Turquia e Jugoslávia: as pessoas detêm em média moeda correspondente a sete semanas de rendimento na Índia; a 6,25 semanas na Jugoslávia; a cinco semanas na Turquia; a 4,25 semanas nos EUA e em Israel (cfr. M. FRIEDMAN, [14], 32).

margem do mercado, o aumento da despesa ou será compensado pelo aumento do volume de bens e serviços disponíveis ou provocará situações de penúria e 'bichas'. Nesta última hipótese, os preços efectivos subirão, provocando quase de certeza, mais cedo ou mais tarde, a subida dos preços oficiais.

Deste modo, o excesso inicial de saldos líquidos acabará por ser eliminado sem ter de se alterar a quantidade nominal de moeda: ou porque a subida do nível geral dos preços provoca a diminuição da quantidade real de moeda na medida em que reduz o poder de compra da moeda de que cada pessoa (e a comunidade) dispõe; ou porque o aumento da quantidade dos bens e serviços produzidos provoca o aumento da quantidade real de moeda que as pessoas desejam deter <sup>(263)</sup>.

Daqui poderá concluir-se que as variações do nível geral dos preços ou do rendimento nominal podem ocorrer, quer em resultado de alterações do nível de encaixes reais que as pessoas desejam deter, quer em resultado de variações da quantidade de moeda disponível. Mas Milton Friedman rejeita a identificação da teoria quantitativa da moeda com esta tautologia: "no plano analítico — escreve Friedman —, ela é uma análise dos factores que determinam a quantidade de moeda que a comunidade deseja deter; no plano empírico, ela é a generalização de que variações dos saldos líquidos reais desejados (da procura de moeda) tendem a verificar-se lenta e gradualmente ou a ser o resultado de eventos desencadeados por variações anteriores da oferta, enquanto que variações substanciais da oferta nominal de moeda podem verificar-se — e verificam-se com frequência — independentemente e quaisquer variações da procura". Em síntese: "variações substanciais dos preços ou

---

<sup>(263)</sup> O raciocínio inverso é válido para o caso de ser menor do que aquela que as pessoas desejam deter, ao nível de preços corrente, a quantidade nominal de moeda à sua disposição.



do rendimento nominal são quase invariavelmente o resultado de variações da oferta nominal de moeda” (264).

13.3. — A teoria quantitativa reformulada permite a Milton Friedman realçar a importância da moeda como elemento activo na determinação do rendimento nominal, por oposição ao papel passivo que ela desempenha na teoria keynesiana.

Admitida, nos termos vistos, a estabilidade da procura de moeda, por um lado, e admitida, por outro lado, a exogeneidade da oferta de moeda, a equação que expressa a teoria quantitativa friedmaniana facilmente se converte numa teoria da determinação do rendimento nominal que pode contrapor-se à teoria keynesiana.

O primeiro passo neste sentido foi dado exactamente com o ensaio de 1956. Nas condições que acabamos de enunciar, as variações da quantidade de moeda oferecida por acção das autoridades monetárias vão traduzir-se em variações do rendimento nominal, ficando por esclarecer como se distribuem os efeitos sobre o rendimento entre variações do nível da produção em termos reais e variações do nível dos preços.

Esta é uma questão não resolvida no referido ensaio de Milton Friedman. Adianta apenas que se trata de matéria que só pode ser equacionada e respondida conhecendo-se o nível de utilização dos recursos produtivos a que laboram as economias: se, v. g., a produção em termos reais não pode aumentar, o aumento da quantidade de moeda só pode produzir um aumento proporcional ou mais que proporcional do nível geral dos preços (265).

(264) Cfr. M. FRIEDMAN, [19], 434 e [25], 195.

(265) Cfr. M. FRIEDMAN, [7], 61/62. O aumento mais que proporcional dos preços verifica-se nas situações de hiperinflação: a expectativa de que os preços vão continuar a subir provoca fenómenos de ‘fuga à moeda’ que se traduzem em acentuado aumento da velocidade de circulação da

Ao abordar o problema num relatório apresentado ao Congresso dos EUA em 1958, Friedman introduz uma distinção temporal. A curto prazo (i. é, no quadro do ciclo económico), variações significativas da oferta de moeda são susceptíveis de provocar variações no mesmo sentido quer do nível geral dos preços quer do nível da produção em termos reais. Isto porque, no âmbito do ciclo, preços e produto tendem a aumentar nas fases de expansão e a diminuir nas fases de contracção. Mas, na óptica do longo prazo, Milton Friedman entende que “o produto de uma nação depende, em primeira instância, de factores básicos como os recursos disponíveis, a organização industrial da sociedade, o desenvolvimento dos conhecimentos e da capacidade técnica, o crescimento da população, a acumulação do capital, etc.”<sup>(266)</sup>. Quer dizer: a longo prazo, o rendimento real depende apenas de factores reais (a moeda é *neutra* relativamente à economia real); as variações da quantidade de moeda podem influenciar apenas o rendimento nominal, na medida em que afectam o nível geral dos preços.

Foi só com a *Presidential Address* de 1967 que Friedman conseguiu elaborar uma teoria da separação, na óptica do longo prazo, entre inflação e crescimento do produto real<sup>(267)</sup>. Como vimos atrás (n.º 6, *supra*), a introdução da *expectations approach* e a inerente eliminação da ilusão monetária vieram permitir a Friedman definir como meramente temporário o *trade-off* inscrito na Curva de Phillips. Os efeitos positivos da política económica (política monetária e/ou política financeira) sobre o nível da produção e do emprego só se verificam no curto prazo, moeda. Mas isto não é contraditório com a normal estabilidade da procura de moeda e da respectiva velocidade de circulação, como resulta do que se diz no texto.

<sup>(266)</sup> Cf. M. FRIEDMAN, [9], 181/182.

<sup>(267)</sup> Cf. M. FRIEDMAN, [18].



desaparecendo logo que os empresários, os trabalhadores assalariados e as pessoas em geral ajustarem as variações esperadas dos preços e salários às variações efectivas.

A longo prazo, a manipulação dos factores monetários não pode permitir uma taxa efectiva de desemprego (e o correspondente nível de produto real) diferente da *taxa natural de desemprego*. Com efeito, logo que se verifique a adaptação das expectativas à realidade, a expansão monetária só pode provocar a subida do nível geral dos preços e das taxas dos salários nominais, mas não o aumento da produção e a redução da taxa de desemprego, que regressará espontaneamente ao nível correspondente à taxa natural. A moeda e os factores monetários são *neutros* relativamente à taxa natural de desemprego, a qual só pode variar em resultado da variação de *factores reais*, os únicos que, a longo prazo, afectam a economia real.

Com esta interpretação da Curva de Phillips, Friedman encontrou o elemento que faltava à sua teoria da relação entre moeda e rendimento, defendendo que o elo de ligação entre moeda e preços consiste no processo de negociação salarial, na ligação entre salários e preços e no aparecimento das expectativas inflacionistas. Meghnad Desai sustenta mesmo que foi esta reinterpretação da Curva de Phillips que permitiu a Milton Friedman “trazer de novo para a respeitabilidade académica a teoria que tinha dominado no período anterior à publicação da *General Theory*”<sup>(268)</sup>.

Milton Friedman retoma o problema no importante estudo de 1970 sobre o quadro teórico para a análise monetária, mantendo-se fiel à tese da *neutralidade da moeda* na óptica do longo prazo. Friedman acusa de confundirem grandezas reais com grandezas nominais os autores que lhe imputam a defesa

---

<sup>(268)</sup> Cfr. M. DESAI, [2], 74.

da teoria quantitativa como teoria da determinação do nível da actividade económica, e repete o que é uma constante nos seus trabalhos. Na perspectiva do longo prazo, “money does not matter” e “non monetary forces are all that matter”, no que toca às variações do rendimento real; “money is all that matter”, no que toca às variações do rendimento nominal<sup>(269)</sup>. Na perspectiva de prazos mais curtos, Friedman admite que as variações da quantidade de moeda possam afectar quer o nível dos preços, quer o nível da actividade económica, quer a velocidade de circulação da moeda (embora, quanto a estes últimos efeitos, recuse a hipótese — que considera um elemento central da análise keynesiana — de eles poderem absorver por completo o próprio aumento da quantidade de moeda). Quer dizer: as variações da quantidade de moeda são o *factor principal* (embora não o único) na determinação das variações, no curto prazo, quer do rendimento nominal quer do nível da actividade económica<sup>(270)</sup>.

Enquanto Keynes integrou a moeda no sector real da economia, Friedman permanece fiel, no fundamental, à dicotomia clássica. Reconhece que a teoria quantitativa tradicional entende que as variações do rendimento nominal se traduzem sempre, mesmo no curto prazo, em variações dos preços, mantendo-se constante o nível da produção (ou mantendo-se sempre ao seu nível permanente, crescendo à sua taxa de cresci-

<sup>(269)</sup> O nível dos preços surge, assim, segundo M. FRIEDMAN, [26], 217, como “o resultado do conjunto das forças monetárias que determinam o rendimento monetário e das forças reais que determinam o rendimento real”.

<sup>(270)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [25], 216/217. Neste contexto é que Friedman apresenta a famosa síntese: “considero a descrição da nossa posição como ‘a moeda é tudo o que conta nas variações do rendimento nominal e nas variações no curto prazo do rendimento real’ como um exagero, mas um exagero que dá o tom exacto das nossas conclusões. Considero a afirmação de que ‘a moeda é tudo o que importa’, sem mais, como uma interpretação basicamente errada das nossas conclusões”.



mento de longo prazo) <sup>(271)</sup>. E interpreta a teoria keynesiana no sentido de que, enquanto houver desemprego, são os preços que ficam inalterados, traduzindo-se os efeitos das variações da quantidade de moeda em variações do nível do rendimento real; atingido o pleno emprego, as variações da quantidade de moeda traduzem-se apenas em variações do nível dos preços. Conclui, deste modo, que nenhuma destas duas teorias encara o problema de saber quais os factores que determinam a proporção em que as variações do rendimento nominal se reparam, no curto prazo, entre variações dos preços e variações da produção. Mas não adianta nada mais sobre o assunto, para além da referência aos dois principais factores que, a seu ver, condicionam as variações do rendimento nominal entre variações do nível geral dos preços e variações do nível da produção: 1) as expectativas acerca do comportamento dos preços; 2) a relação entre o nível corrente de produção ou emprego e o nível de produção ou de emprego de pleno emprego (ou permanente) <sup>(272)</sup>.

13.4. — A análise desta questão é um dos pontos centrais do ensaio que Friedman publicou em 1971 sobre “uma teoria monetária do rendimento nominal”.

No ensaio de 1970 ([17]) Friedman elaborou um modelo que considera compatível quer com a teoria quantitativa tradicional quer com a teoria keynesiana. Neste ensaio de 1971 ([18]), propõe-se Milton Friedman apresentar uma “terceira via” que permita ultrapassar a decomposição do rendimento

<sup>(271)</sup> Este não é um entendimento pacífico. Pode dizer-se que a teoria quantitativa tradicional só assume que o rendimento real se mantém constante — variando o nível geral dos preços na proporção directa das variações da quantidade de moeda — na óptica de longo prazo, que é a perspectiva em que Milton Friedman desenvolve aqui a sua análise (cfr., v. g., D. PATINKIN, [8], 892).

<sup>(272)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [25], 22-25.

nominal em rendimento real e nível dos preços, questão que não poderia ser resolvida no âmbito daquelas duas outras teorias. O seu objectivo é o de utilizar o quadro da teoria quantitativa para apresentar uma *teoria monetária do rendimento nominal*, em vez de uma teoria dos preços (teoria quantitativa tradicional) ou de uma teoria do rendimento real (teoria keynesiana) <sup>(273)</sup>.

Milton Friedman começa por apresentar um modelo de curto prazo de seis equações e sete incógnitas, que considera compatível com a teoria quantitativa tradicional, com a teoria keynesiana e com a sua própria teoria monetária do rendimento nominal. Três das equações descrevem o sector real do sistema (as funções do consumo e do investimento em termos reais e o processo de ajustamento do mercado de bens e serviços), referindo-se as outras três ao sector monetário do sistema (funções da procura e da oferta de moeda — admitindo, ao arrepio do que em regra defende, uma ligação com a taxa de juro — e a definição da posição de equilíbrio do mercado monetário).

Para a teoria quantitativa tradicional, a equação que falta para que o sistema tenha uma solução (“the missing equation”) é encontrada admitindo como fixa (como um *dado*) uma das variáveis (fica, assim, um sistema de seis equações com seis incógnitas). Esta é o rendimento real (correspondente ao nível de pleno emprego) que se considera determinado fora do sistema, no quadro do sistema walrasiano do equilíbrio económico geral e dentro do espírito da dicotomia clássica. Para a teoria keynesiana (na interpretação de Friedman), *the missing equation* traduz-se na afirmação de que a variável que se toma como

---

<sup>(273)</sup> Friedman manifesta a sua convicção de que esta terceira via “é superior às outras duas como método para definir o sistema teórico orientado para a análise das flutuações de curto prazo” (cfr. M. FRIEDMAN, [26], 324).



um dado é o nível dos preços. Ao pressupor a rigidez de preços e salários, a teoria keynesiana considera o nível dos preços como uma variável independente do sistema (determinada fora do sistema) <sup>(274)</sup>.

Pois bem. Milton Friedman vai apoiar-se no modelo quantitativista para encontrar uma solução que analise o rendimento nominal numa óptica global e não sob duas ópticas

<sup>(274)</sup> Por entender que a solução da teoria quantitativa assenta no modelo teórico walrasiano e que a solução da teoria keynesiana é um simples pressuposto, é que M. FRIEDMAN, [25], 222, considera a solução de Keynes, “neste sentido, muito mais arbitrária, inteiramente um *deus ex machina* sem qualquer apoio na teoria económica”.

É conveniente recordar, no entanto, que a análise keynesiana só admite a invariabilidade dos preços a curto prazo em situações de desemprego dos recursos produtivos. Nestas condições, a proposta keynesiana visa estimular a procura, esperando que o aumento da procura efectiva provoque o aumento da produção e da oferta e não o aumento dos preços.

As propostas de Friedman podem ter a vantagem de sublinhar que, partindo de uma situação de pleno emprego, o governo só pode melhorar a situação económica actuando de modo a incentivar a produção e a proporcionar o aumento da oferta antes do aumento da procura. Se assim não for — como Keynes reconheceu —, o aumento da procura efectiva só poderá provocar o aumento do nível geral dos preços.

No artigo referido no início desta nota Friedman sintetiza os pontos em comum das duas perspectivas que ele pretende superar (a “simple quantity theory” e a “simple income-expenditure theory”): 1) ambas analisam os ajustamentos de curto prazo em termos de estática comparada; 2) ambas supõem que a posição de equilíbrio se caracteriza por um nível estável dos preços ou do produto real; 3) ambas postulam que as taxas de juro se adaptam instantaneamente às novas posições de equilíbrio (entre aforro e investimento, segundo a teoria quantitativa; entre a procura e a oferta de moeda, segundo a teoria keynesiana); 4) nenhuma delas atribui um papel explícito às expectativas acerca das grandezas económicas; 5) ambas completam o sistema recorrendo a uma variável independente dele (tida como um dado), que fica fora da análise; 6) nenhuma delas esclarece quais os factores que determinam a repartição dos efeitos das variações da quantidade de moeda entre a variação dos preços e a variação das quantidades produzidas (“esta é a deficiência central das duas perspectivas como teorias das flutuações de curto prazo”, diz Milton Friedman).

separadas (a análise do nível dos preços e a análise do rendimento real). Com este propósito, Friedman vai introduzir no seu modelo várias simplificações e alguns pressupostos baseados na análise empírica, simplificações e pressupostos pouco convincentes, por vezes confessadamente sem base teórica <sup>(275)</sup>.

Começa por admitir que a procura de moeda apresenta uma elasticidade igual a um relativamente ao rendimento real <sup>(276)</sup> e que a oferta de moeda é determinada exogenamente. No que toca às funções do consumo e do investimento, Friedman propõe “uma síntese de Keynes e Fisher” <sup>(277)</sup>. Recordando ainda a outros pressupostos simplificadores, Milton Friedman obtém um sistema de equações em que desaparece a desagregação do rendimento nominal em rendimento real e nível dos preços e, colocando-se no quadro da teoria quantitativa, pode finalmente equacionar a sua teoria monetária do rendimento nominal:  $Y(t) = V(r) \cdot M(t)$ , em que  $t$  se refere ao período de tempo considerado e  $r$  é a taxa de juro nominal.

<sup>275)</sup> Para uma síntese, cfr. P. DAVIDSON, 876; G. DELLACASA, 61/62; S. BARONTINI, 130-135. O sentido das críticas à metodologia adoptada por Friedman pode resumir-se neste comentário de M. DESAI, [2], 107: “A preferência de Friedman por formulações simples e decididas implica uma formulação altamente restritiva, deixando por testar as restrições que introduz”.

<sup>(276)</sup> Milton Friedman admite que este pressuposto não pode justificar-se numa base teórica. Mas defende que os dados empíricos dão consistência a tal hipótese, tanto mais que a sua teoria do rendimento nominal é uma teoria de curto prazo, durante o qual é insignificante a variação do rendimento *per capita* (cfr. M. FRIEDMAN, [26], 325.)

<sup>(277)</sup> A *ideia fundamental de Keynes* é, segundo Milton Friedman, a conformidade da taxa de juro corrente no mercado com a taxa de juro que se espera venha a prevalecer a longo prazo, uma vez que aquela é substancialmente determinada por esta, de acordo com as expectativas dos titulares de activos financeiros (esta a ideia — defende Friedman — que está por detrás da *liquidity trap*); a *ideia fundamental de Fisher* é a afirmação da necessidade de distinguir entre taxa de juro nominal e taxa de juro real. Cfr. M. FRIEDMAN, [25], 212-214 e [26], 326 e 329.



Como elementos definidores da sua teoria monetária do rendimento nominal, Friedman aponta quatro princípios, que, aliás, não considera novos, mas tomados em boa parte de Fisher e Keynes: *a)* elasticidade da procura de moeda igual a um relativamente ao rendimento real; *b)* uma taxa de juro nominal de mercado igual à taxa de juro real antecipada mais a taxa antecipada de variação dos preços, mantida a este nível pelos especuladores que confiam firmemente nas suas expectativas; *c)* a diferença entre a taxa de juro real antecipada e a taxa de crescimento real secular é determinada fora do sistema; *d)* ajustamento pleno e instantâneo da quantidade de moeda procurada à quantidade de moeda oferecida.

Caracterizando a sua teoria monetária do rendimento nominal, Milton Friedman entende que ela não é, tal como a teoria quantitativa tradicional e a teoria keynesiana, uma análise completa e plenamente elaborada das flutuações de curto prazo das grandezas económicas agregadas, mas tão só o quadro para tal análise, a definição das categorias gerais dentro das quais ela terá de se desenvolver.

Entende, no entanto, que a sua proposta, relacionando o fluxo do rendimento nominal em um dado momento e a história passada da quantidade de moeda, é mais satisfatória como teoria para explicar aquelas flutuações do que a teoria quantitativa tradicional — que considera o rendimento real como um dado (sempre correspondente ao nível de pleno emprego) e as flutuações económicas como um reflexo das variações da quantidade de moeda — e do que a teoria keynesiana, que pressupõe a rigidez de preços (e salários) e considera as flutuações económicas como um reflexo das variações das despesas autónomas.

Acompanhando os seis pontos — atrás referidos — que, segundo ele, têm em comum a teoria quantitativa tradicional

e a análise keynesiana, Friedman distingue a sua proposta relativamente a cinco dos pontos: 1) não analisa os ajustamentos de curto prazo em termos de estática comparada, mas através de um processo dinâmico de ajustamento; 2) não considera posições de equilíbrio caracterizadas por preços e rendimentos estáveis, admitindo o crescimento sustentado de três variáveis na perspectiva do equilíbrio de longo prazo; 3) não aceita que as taxas de juro se ajustem instantaneamente a uma posição de equilíbrio; 4) atribui um papel explícito às expectativas acerca das grandezas económicas, considerando as diferenças entre as grandezas antecipadas e as grandezas efectivas como a força motriz que desencadeia as flutuações de curto prazo; 5) tal como as outras duas, teve que encontrar a "missing equation" introduzindo um pressuposto exterior ao sistema, que está fora da análise, o pressuposto de que os especuladores determinam a taxa de juro de acordo com expectativas firmemente sustentadas e de que o crescimento secular do produto pode ser considerado constante para as flutuações de curto prazo <sup>(278)</sup>. Deste ponto de vista, Friedman considera que a sua proposta tem menos apoio teórico do que a teoria quantitativa (enquadrada no sistema de equilíbrio económico geral walrasiano), mas tem mais do que a teoria keynesiana. Como a teoria quantitativa, a proposta friedmaniana apresenta, a seu ver, uma ligação teórica entre o modelo de curto prazo e o modelo de longo prazo (ao contrário do que acontece com a teoria keynesiana).

Finalmente, quanto ao sexto ponto atrás referido, Friedman reconhece que, tal como as outras duas, a sua teoria não diz nada acerca da divisão das variações do rendimento nominal entre nível de preços e nível do produto real. Nenhum avanço, neste domínio, relativamente ao ensaio de 1956. Será fraca consolação, a este respeito, a invocação de que a vantagem da

---

<sup>(278)</sup> As razões invocadas por Milton Friedman podem ver-se em M. FRIEDMAN, [26], 327/328.



sua teoria reside em que, ao contrário das outras duas, ela não faz qualquer afirmação acerca deste ponto <sup>(279)</sup>.

13.5. — Milton Friedman insiste repetidas vezes na afirmação de que, em seu entender, as diferenças fundamentais entre as suas propostas teóricas e de política e as propostas keynesianas, nomeadamente no que toca ao papel da moeda na economia, reflectem diferentes respostas a questões empíricas. Ele próprio sublinha que, por isso mesmo, o objectivo principal dos seus trabalhos e dos seus colaboradores tem sido o de “destrinçar o que é sistemático do que é casual e irregular (...) e não a elaboração da teoria” <sup>(280)</sup>.

Já deixámos atrás um breve apontamento acerca da controvérsia suscitada por esta posição de Friedman no plano metodológico, acerca das críticas de que têm sido alvo os seus trabalhos e acerca da situação difícil em que ficam as suas concepções — quase sempre apresentadas como meras formalizações ou corolários lógicos dos resultados empíricos alcançados — quando a base empírica é posta em causa <sup>(281)</sup>. Referiremos a seguir alguns dos pontos em que mais fortemente incidiu o esforço de análise empírica de Milton Friedman.

13.5.1. — Um deles é sem dúvida o que se prende com a tentativa de demonstração da estabilidade da procura de

<sup>(279)</sup> Cf. M. FRIEDMAN, [26], 332-337.

<sup>(280)</sup> Cf. M. FRIEDMAN, [25], 234/235. Fica de pé a questão de saber se é possível ‘legitimar’ uma teoria a partir dos dados empíricos invocados a seu favor. Cremos que Patinkin põe o dedo na ferida quando afirma que “há uma elevada correlação positiva entre as concepções políticas de um investigador (ou, o que é pior, do seu orientador de tese) e os resultados a que chega no plano empírico. Começarei a acreditar na economia como ciência — comenta D. PATINKIN, [7], 6/7 — quando vier de Yale uma tese de doutoramento de análise empírica mostrando a supremacia da política monetária em qualquer episódio histórico, e quando sair de Chicago uma que mostre a supremacia da política financeira”.

<sup>(281)</sup> Cf. *supra*, notas 33 e 35.

moeda (ou da velocidade-rendimento da moeda). Já vimos que Milton Friedman não pretende que elas são numericamente constantes ao longo do tempo, mas apenas que elas são, empiricamente, uma função estável de um pequeno número de variáveis de que dependem <sup>(282)</sup>.

A demonstração da estabilidade da procura de moeda ao longo da história monetária dos E.U.A. foi a preocupação central de Milton Friedman e de A. Schwartz <sup>(283)</sup>, os quais concluem que a função da procura de moeda é uma função estável, dependente do rendimento permanente e muito pouco da taxa de juro e da taxa de variação dos preços (esta só se faria sentir em casos de variações de preços muito acentuadas e contínuas — inflações e deflações graves).

Encarada na óptica da velocidade-rendimento de circulação da moeda <sup>(284)</sup>, a hipótese da estabilidade tinha já sido avançada por Friedman em 1959. Tomando os E.U.A. como

<sup>(282)</sup> M. FRIEDMAN, [7], 62/63, sublinha, aliás, que “os quantitativistas devem limitar rigidamente, e estar preparados para especificar explicitamente, as variáveis que é empiricamente importante incluir na função. Porque ampliar o número de variáveis consideradas relevantes é o mesmo que esvaziar a hipótese do seu conteúdo empírico; na verdade, há uma pequena diferença, se é que há alguma, entre afirmar que a procura de moeda é altamente instável e afirmar que ela é uma função perfeitamente estável de um número infinitamente amplo de variáveis”.

Para Keynes, como se sabe, a função empiricamente estável é a função-consumo.

<sup>(283)</sup> Cfr. FRIEDMAN/SCHWARTZ, [1].

<sup>(284)</sup> SAMUELSON/NORDHAUS, 395/396, definem-na como a “taxa de rotatividade anual do estoque de moeda”. Partindo da equação das trocas

$$(MV = PQ), V = \frac{PQ}{M}, \text{ sendo } PQ \text{ o PNB em termos reais (Q) vezes o nível geral dos preços (P). Pode então escrever-se: } V = \frac{P_1q_1 + P_2q_2 + \dots}{M}$$

ou  $V = \frac{PNB}{M}$ . V corresponde à relação entre o montante do PNB nomi-

nal (PNB a preços de mercado) e o estoque de moeda (M). É esta também a noção dada por M. FRIEDMAN, [11], 111.



base de análise, Friedman sustenta que os dados empíricos revelam que as variações seculares da procura de saldos líquidos reais *per capita* são fortemente dependentes das variações seculares do rendimento real *per capita*: o aumento de 1% do rendimento real *per capita* anda associado, em média, a um aumento de 1,8 da procura de saldos líquidos reais *per capita* (o que equivale a 0,8% de diminuição da velocidade-rendimento da moeda). Isto indicaria, segundo Milton Friedman, que a moeda é um *bem de luxo*, na terminologia da teoria do consumo.

No quadro de cada flutuação cíclica, o comportamento empiricamente verificado seria diferente: a velocidade-rendimento da moeda tende a crescer nas fases de expansão, em que o rendimento real também cresce, e tende a diminuir nas fases de contracção, em que o rendimento real diminui igualmente. Ao contrário do que acontece na perspectiva do seu comportamento (em que a velocidade-rendimento da moeda tende a diminuir gradualmente, à medida que aumenta o nível do rendimento real), na perspectiva do comportamento cíclico a velocidade-rendimento da moeda varia no mesmo sentido do rendimento real, tendendo a atingir os pontos mais baixos ao mesmo tempo que a actividade económica<sup>(285)</sup>.

<sup>(285)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [11], 111-115. Às mesmas conclusões chegaram igualmente FRIEDMAN/SCHWARTZ, [1]. Reconhecendo que a velocidade aumentou a partir da 2.ª Guerra Mundial, os autores admitiam, no entanto, que, mais cedo ou mais tarde, ela regressaria ao seu declínio secular.

No artigo de 1971 sobre a teoria monetária do rendimento nominal ([27], 325) M. FRIEDMAN admite, porém, como ponto de partida para o seu raciocínio, que é igual a um a elasticidade da procura de moeda relativamente ao rendimento real. Reconhece que tal pressuposto não pode ser justificado em bases teóricas. Invoca, como sempre, os dados empíricos, os quais indicariam que a elasticidade-rendimento da procura de moeda não se afasta muito da unidade. Normalmente, esta elasticidade será algo superior a um (à roda de 1,5-2,0 em períodos de rápido crescimento económico; 1,0-1,5, em outras circunstâncias), embora alguns estudos apontem para valores mais baixos. De qualquer modo, quando nos colocamos no quadro

Esta contradição entre o comportamento cíclico e o comportamento secular é explicada a partir do modo de cálculo da velocidade, com base no “rendimento medido” (o rendimento corrente, fornecido pelas estatísticas). Ora, nas fases de expansão, dado o peso do “rendimento transitório”, o *rendimento medido* é superior ao *rendimento permanente*. Quer dizer: se a velocidade fosse calculada com base no rendimento permanente, provavelmente ela decairia mesmo nas fases de expansão, mantendo a estabilidade do seu comportamento e desaparecendo o contraste entre o comportamento secular e o comportamento cíclico.

Trata-se de conclusões que têm gerado forte controvérsia.

Creemos que a análise crítica mais importante do trabalho de Friedman/Schwartz continua a ser a recensão que dele fez James Tobin na *American Economic Review* <sup>(286)</sup>.

Tobin põe em relevo o facto (estranho) de Friedman/Schwartz não terem analisado o comportamento daqueles elementos que — na tradição de Fisher — se admite influenciarem a velocidade de circulação da moeda como *meio de pagamento* (frequência dos pagamentos de salários, hábitos de despesa das pessoas, rapidez e custo das comunicações, grau de integração da estrutura industrial, etc.). Tal pode explicar-se, em parte, porque Milton Friedman inclui na noção de moeda os depósitos a prazo (que não são meios de pagamento); mas explica-se, fundamentalmente, pelo facto de Milton Friedman

---

das flutuações de curto prazo, a variação do rendimento real *per capita* é bastante pequena. Dado que a elasticidade-rendimento da procura de moeda nunca irá além de 2,0, os efeitos da variação do rendimento serão tão pequenos que será desprezível o erro de se considerar igual à unidade a elasticidade-rendimento da procura da moeda.

<sup>(286)</sup> Cfr. J. TOBIN, [4].



não considerar as propriedades da moeda como elemento relevante para a explicação da procura de moeda (sobretudo se tivermos em conta economias monetárias caracterizadas pela *incerteza*, em sentido keynesiano).

Friedman e Schwartz consideram a moeda como um bem de *consumo* igual a qualquer outro, ou, melhor, como um *bem de consumo de luxo*, cuja procura apresenta uma elasticidade-rendimento maior do que um (à medida que aumenta o rendimento *per capita*, a comunidade dedica uma fracção crescente do seu rendimento à compra dos 'serviços' prestados pela moeda, o que explicaria a tendência secular no sentido da baixa da velocidade-rendimento da moeda). A única diferença — e é uma diferença decisiva <sup>(287)</sup> — reside em que, na óptica de Friedman, a oferta de moeda (ao contrário do que acontece com a procura) não responde às variações do rendimento em conformidade com a sua própria elasticidade-rendimento: admitida a exogeneidade da oferta de moeda, é o rendimento que varia em função das variações da oferta de moeda.

Este tratamento da moeda como *bem de luxo* parece, na verdade, uma analogia forçada. Esta analogia não vale, desde logo, para a procura de moeda por parte das empresas, que detêm a maior parte do estoque de moeda; por outro lado, não será fácil identificar os 'serviços' prestados pela detenção de

---

<sup>(287)</sup> Cremos que G. K. Shaw tem razão quando diz que a interpretação dos dados empíricos permanecerá um problema não resolvido enquanto não se resolver o problema — que vem desde os primórdios da teoria quantitativa, com David Hume e James Steuart — de saber se a oferta de moeda é um fenómeno endógeno ou um fenómeno exógeno relativamente à economia real (Cfr. G. SHAW, [2], 56). Na verdade, se se admitir que são as exigências da vida económica o factor decisivo na determinação da oferta de moeda e suas variações, fica muito pouco espaço para a defesa de uma política monetária baseada no controlo da oferta de moeda (e não no controlo da taxa de juro).

um estoque de moeda em termos que justifiquem a sua classificação como bem de luxo <sup>(288)</sup>.

Mas vários outros autores têm posto em causa a validade das 'provas empíricas' em que Friedman baseia a sua construção teórica. David Laidler — um autor que pode enquadrar-se na corrente monetarista — reconhecia em 1981 que os dados apurados para a década anterior sugerem que a função da procura de moeda deixou de ser estável numa série de países, comportando-se de modo imprevisível <sup>(289)</sup>. E Meghnad Desai, tendo em vista a *estabilidade* do comportamento da velo-

<sup>(288)</sup> Deixamos o comentário de J. TOBIN, [4], 482: "Não acredito que os autores estejam a pensar nos prazeres da numismática ou nas alegrias de um avarento. Os serviços de um estoque de moeda são indirectos. Podem medir-se apenas comparando as implicações de deter em média avultados estoques de moeda e pequenos estoques de outros activos com a política alternativa de deter estoques mais pequenos de moeda e maiores estoques de outros activos. As possíveis vantagens da primeira política sobre a segunda são os custos menores no esforço ou em despesas e riscos menores de perdas quando é necessário ou vantajoso fazer pagamentos. As desvantagens da primeira política são o sacrifício de rendimento quando activos alternativos rendem mais do que os activos monetários. Indivíduos e empresas presumivelmente ajustam os seus estoques de moeda até que estas vantagens e desvantagens se parifiquem na margem.

Não é obvio — continua James Tobin — por que é que este processo terá de conduzir a um declínio secular da velocidade. Se é este o modelo dos autores, então eles deveriam explicar quanto é que o tempo e o crescimento dos rendimentos alteram os custos, riscos e rendimentos relevantes. Mas então eles teriam que atribuir um papel muito mais importante aos diferenciais da taxa de juro como determinante da velocidade do que aquele que eles admitem". Tobin conclui que Friedman e Schwartz preferiram deixar de explicar a evolução tendencial da velocidade no sentido da baixa, uma vez que "dizer que a moeda é um bem de luxo é precisamente uma outra maneira de dizer que a sua velocidade declina com o rendimento".

<sup>(289)</sup> Cfr. D. LAIDLER, [1], 4. Ainda em 1975 defendia, contra o parecer do *Radcliffe Committee* (segundo o qual a função da procura de moeda será pouco estável nas economias onde funcionam sofisticados sistemas financeiros e em que existe um amplo espectro de activos com graus variáveis de liquidez), que a função da procura de moeda era estável em uma grande variedade de países e de sistemas financeiros. Cfr. LAIDLER/PARKIN, 571/572.



cidade-rendimento da moeda proclamada por Friedman, sustenta que os dados do período inter-guerras mostram o contrário e que os dados do período posterior à última guerra mundial também não dão apoio à tese friedmaniana. A estabilidade da velocidade-rendimento da moeda, mais do que um resultado a que se chegou pela análise empírica, poderá não passar de um simples *pressuposto* indispensável ao desenvolvimento das concepções teóricas de Milton Friedman e à justificação das suas propostas de política económica <sup>(290)</sup>.

13.5.2. — No estudo que efectuou juntamente com David Meiselman, Milton Friedman procura mostrar que — salvo nos primeiros anos da Grande Depressão iniciada em 1929 — a velocidade-rendimento da moeda é muito mais sistemática e decisivamente estável do que o multiplicador do investimento keynesiano. Isto significaria que as variações do rendimento podem ser mais rigorosamente preditas com base nas variações da oferta de moeda do que a partir das variações do investimento, fazendo da teoria quantitativa da moeda um quadro teórico mais adequado para analisar as variações do rendimento do que a teoria keynesiana.

E como as relações empíricas em que se apoia a teoria quantitativa da moeda são mais estáveis ao longo do ciclo eco-

---

<sup>(290)</sup> Cfr. M. DESAI, [2], 165-167. Este autor defende que estudos vários têm desautorizado a conclusão de Friedman de que a procura de moeda é inelástica relativamente à taxa de juro. Na opinião de F. MODIGLIANI, [4], 14, esta é a conclusão a que chega M. FRIEDMAN, [11], mas apenas graças à utilização de "unusual techniques".

Como acontece frequentemente no debate entre Friedman e os seus críticos, o Professor de Chicago vem também, a este respeito, negar que perfilha as teses que lhe são atribuídas: "não conheço nenhum estudioso das questões empíricas da procura de moeda — escreve M. FRIEDMAN, [16], 142 — que negue que as taxas de juro influenciam a quantidade real de moeda procurada — apesar de alguns me terem interpretado mal como afirmando isso mesmo".

nómico do que a relação entre o rendimento (e o consumo) e a despesa autónoma (relação que é definida pelo multiplicador e na qual se baseia a *income-expenditures approach* keynesiana), Milton Friedman conclui que o *multiplicador da moeda* (“money multiplier”), baseado numa função estável da procura de moeda, é mais estável do que o multiplicador do investimento <sup>(291)</sup>.

Os resultados da investigação empírica de Friedman e Meiselman têm sido contestados por vários autores, entre os quais se destacam F. Modigliani e Albert Ando <sup>(292)</sup>, que corrigem os resultados obtidos por Friedman/Meiselman e põem seriamente em dúvida a maior estabilidade do multiplicador monetário. Acusando Friedman/Meiselman de utilizarem processos tendentes a enviezar a análise em sentido favorável ao “money multiplier”, Modigliani e Ando sustentam que, “se utilizarmos uma perspectiva menos parcial (“a less partisan

<sup>(291)</sup> Milton Friedman e David Meiselman sintetizam assim os resultados a que chegaram: “salvo nos primeiros anos da Grande Depressão, a moeda (definida como as notas e moedas em circulação mais os depósitos nos bancos comerciais) está mais estreitamente relacionada com o consumo do que a despesa autónoma (definida como a soma do investimento privado mais o défice público). (...) Na medida em que estes dados estejam correctos, a convicção generalizada de que o multiplicador do investimento é mais estável do que a velocidade da moeda é uma generalização inválida da experiência de três ou quatro anos. Não serve nem para os anos anteriores nem para os posteriores”. As conclusões destes dois autores apontam para a existência de “uma relação estreita e consistente entre a quantidade de moeda e o consumo ou o rendimento e entre as variações de ano para ano na quantidade de moeda e no consumo ou no rendimento. Com a mesma excepção [daqueles primeiros anos da depressão iniciada em 1929], verifica-se uma relação muito mais fraca e menos consistente entre despesa autónoma e consumo e a ausência de qualquer relação consistente entre as variações de ano para ano das despesas autónomas e o consumo” (*apud* M. DESAI, [2], 104/105).

<sup>(292)</sup> Cf. MODIGLIANI/ANDO, [2] (no mesmo número de *The American Economic Review* de Setembro de 1965 — que dedica cerca de cem páginas a esta questão —, cfr. também PRANO/MAYER); D. HESTER e M. DESAI, [2], 103-105.



approach”), o modelo despesa-rendimento pode facilmente responder ao desafio no próprio terreno escolhido por Milton Friedman” (293).

Seja como for, é com base nos resultados obtidos no terreno da análise empírica que Milton Friedman defende que a *política monetária* (baseada no controlo da quantidade de moeda) é preferível à *política financeira* de inspiração keynesiana: o *money multiplier* é mais eficaz do que o *fiscal multiplier* quando se pretende influenciar o nível do rendimento (294).

13.5.3. — No ensaio já referido de 1956 Milton Friedman começa a desenhar a importância que atribui à problemática das relações entre as variações da quantidade de moeda e as variações do nível do rendimento, antecipando desde logo as ideias que desenvolveria em trabalhos posteriores e que conduziram à conclusão que apresentou como empiricamente fundada na sequência das investigações que desenvolveu com A. Schwartz e D. Meiselman.

Tal conclusão vai no sentido de que a quantidade de moeda e as variações da quantidade de moeda são os factores mais importantes na determinação do rendimento nacional (PNB a preços de mercado), dado que a verificação empírica

(293) Cfr. MODIGLIANI/ANDO, [2], 714.

(294) Assim o exprimem Friedman e Meiselman (*apud* S. BARONTINI, 64): “o controlo da quantidade de moeda é um instrumento de longe mais útil para agir sobre o nível da despesa monetária agregada do que o controlo da despesa autónoma. Variações na despesa autónoma podem ter efeitos importantes no rendimento, mas estes efeitos são de longe mais variáveis de ano para ano do que os efeitos das variações da quantidade de moeda. É por isso muito mais difícil saber quais as variações da despesa autónoma necessárias para se atingir um objectivo determinado do que saber quais as variações da quantidade de moeda necessárias para o mesmo efeito. Este resultado é feliz. Porque é de facto mais fácil controlar ou prever a quantidade de moeda (...) do que controlar ou prever o nível da despesa autónoma. Trata-se, pois, de uma combinação da grandeza mais potente com a grandeza mais facilmente controlável”.

de uma *relação estreita e consistente* entre as variações da quantidade de moeda e as variações do rendimento permitiriam considerar tal relação como uma *relação de causa a efeito*.

Num artigo de 1958 <sup>(295)</sup>, Friedman admite que, tal como as variações da quantidade de moeda influenciam as variações do rendimento real e dos preços, aquelas também podem ser influenciados por estas. Mas afirma que a análise empírica mostra que as variações da quantidade de moeda *precedem* sempre as variações do rendimento, o que o leva a valorizar a correlação entre variações *passadas* da quantidade de moeda e o nível *presente* do rendimento nacional, marcada pela existência de “long and variable lags” entre os pontos de viragem do “ciclo monetário” e do “ciclo económico”.

Estudando as oscilações do rendimento monetário no período compreendido entre 1870 e 1954, Milton Friedman concluía, em 1959, que, *as a matter of arithmetic*, estas oscilações do rendimento monetário podem ser atribuídas a movimentos da quantidade nominal de moeda e da velocidade. (...) As variações da quantidade de moeda verificam-se em sentido contrário ao da velocidade e são de muito maior amplitude, pelo que dominam os movimentos do rendimento monetário” <sup>(296)</sup>.

O problema da *relação de causalidade* entre as variações da oferta de moeda e as variações do nível do rendimento é analisado de novo por Friedman em 1964. Reiterando a possibilidade de influência recíproca oferta de moeda → nível do ren-

<sup>(295)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [9].

<sup>(296)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [11], 114-116, onde Friedman explica melhor o passo que se transcreve no texto: “Na óptica de períodos longos — escreve ele —, as variações da quantidade nominal dominam, pelo menos num sentido estatístico, as variações do *rendimento monetário*, sendo de menor importância os movimentos inversos da velocidade; no quadro do ciclo económico, as variações da velocidade são no mesmo sentido das variações da quantidade nominal de moeda e é semelhante a importância quantitativa da sua influência nas variações do rendimento monetário”.



dimento e nível do rendimento → oferta de moeda, Milton Friedman salienta, no entanto, que “o que está em causa é saber se a direcção mais forte da influência é da moeda para a actividade económica ou desta para a moeda”. Analisando o papel da moeda na explicação dos ciclos económicos — nomeadamente, em que a medida o comportamento cíclico da moeda deve ser considerado o factor mais importante na explicação dos ciclos económicos ou apenas um reflexo das flutuações cíclicas provocadas por outras forças —, Milton Friedman defende que “estas duas alternativas em conjunto não se excluem mutuamente” (...). As influências podem ocorrer nos dois sentidos: variações da quantidade de moeda que produzem variações na actividade económica, as quais produzem variações na quantidade de moeda que continuam o ciclo”.

A segunda razão que o leva a falar apenas de *factor mais importante*, de *direcção mais forte* é a de que “pode haver e quase certamente há outros factores que não a moeda que contribuem para o ciclo, qualquer que seja o papel da moeda. O que está em causa é, pois, a questão de saber se a moeda exerce uma influência independente e importante, e não a questão de saber se ela é a única causa das flutuações da actividade económica e se ela é completamente independente delas” (297).

E a conclusão de Friedman (expressa também no seu estudo sobre a história monetária dos E.U.A., em colaboração com A. Schwartz) é no sentido de atribuir à moeda um papel importante na configuração do comportamento do rendimento nominal e um papel importante na teoria dos ciclos económicos.

A comprovação empírica da *precedência*, segundo ele sempre observada, das variações da quantidade de moeda relativa-

(297) Cf. M. FRIEDMAN, [24], 265/266.

mente às variações do rendimento nominal são um factor decisivo no processo de formação da tese de Friedman de que as variações da oferta de moeda são a *causa principal* das variações do rendimento monetário.

Apesar de o próprio Friedman reconhecer que “estes *leads* regulares e razoavelmente grandes das séries monetárias são sugestivos de uma influência da moeda sobre a vida conómica, mas não são de modo nenhum decisivos”<sup>(298)</sup>, vários autores têm criticado o vício metodológico do raciocínio *post hoc ergo propter hoc*.

Logo em 1963, Kareken e Solow puseram em causa o raciocínio de Friedman, mostrando que uma *lead-lag relationship* entre a variação de uma variável e o nível de outra pode ser criada artificialmente, mesmo quando nos níveis ou nas variações não exista tal relação. E mostrando, por outro lado, que os dados empíricos disponíveis são compatíveis com várias hipóteses susceptíveis de explicar que os factos se passam assim. Só que aquela relação causal e a existência dos referidos “long and variable lags” eram elementos necessários a Milton Friedman para fundamentar a sua rejeição do uso da política monetária com objectivos anti-cíclicos...<sup>(299)</sup>.

Milton Friedman não respondeu a estas críticas, a não ser incidentalmente<sup>(300)</sup>. Foi com Tobin, uma vez mais, que ele discutiu estas questões.

James Tobin parte para a sua crítica<sup>(301)</sup> sintetizando o ponto de vista de Friedman em termos idênticos aos que referimos atrás (as variações da oferta de moeda — incluindo nesta os depósitos a prazo — são a causa principal das variações do

<sup>(298)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [34], 269 e [35], 322/323.

<sup>(299)</sup> *Apud* M. DESAI, [2], 101 e 171/172, onde se referem vários outros estudos, uns a favor outros contra as teses de Friedman.

<sup>(300)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [7], 253.

<sup>(301)</sup> Cfr. J. TOBIN, [7].



rendimento monetário) e afirmando que este ponto de vista é 'legitimado' por Milton Friedman a partir da existência empiricamente confirmada de *leads and lags* nos pontos de viragem dos ciclos evolutivos da oferta de moeda e dos ciclos económicos. Nos estudos de Friedman lê Tobin a defesa da ideia de que as séries monetárias se adaptam mais estreitamente à tese da *money leading* do que à tese da *money lagging*, em sentido desfavorável à admissão de uma *relação causal actividade económica-moeda* (i. é, de uma resposta da oferta de moeda às alterações da actividade económica). A sua crítica procura mostrar que pode acontecer precisamente o contrário, isto é, que os *leads* aparentes sejam, na realidade, *lagged responses* da oferta de moeda a alterações prévias da vida económica. Mas Tobin denuncia sobretudo os perigos do raciocínio *post hoc ergo propter hoc*, mostrando não ser lícito tomar a "timing evidence" como "prova empírica" de asserções sobre causalidade <sup>(302)</sup>.

Reagindo ao artigo de Tobin, Friedman considera-o "impreciso, descuidado e enganador". E acusa-o de o atacar a partir de caricaturas ("straw men") que faz das suas ideias. Uma destas caricaturas consistiria em lhe imputar a aceitação da *precedência temporal* como prova empírica da relação de causalidade moeda → rendimento. Friedman admite que tal tenha acontecido nos seus primeiros trabalhos sobre a moeda. "Mas há uma década pelo menos [Milton Friedman escrevia em 1970] que estou plenamente consciente dos limites da *timing*

<sup>(302)</sup> Na verdade, cremos que não pode deixar de se entender que uma correlação entre duas variáveis — ainda que se trate de uma correlação muito estreita e observada ao longo de um período de tempo razoavelmente dilatado — não pode ser lida como uma *relação causal* de certo sentido entre essas duas variáveis. Quando muito, os dados empíricos observados podem não infirmar uma hipótese teórica admitida *a priori*; mas não podem afastar a possibilidade de a relação causal ser de sentido inverso.

evidence como *prova empírica* da influência independente da moeda” (303).

No entanto, a defesa de Milton Friedman não parece contraditar as opiniões que Tobin lhe atribui. Friedman insiste em que há dados empíricos impressionantes e importantes que dão razão à tese de que, apesar de poder verificar-se uma influência recíproca, “a direcção mais importante da influência é da moeda para a vida económica”. Desde 1961 que vem defendendo que os dados das séries temporais (a *timing evidence*) são um elemento sugestivo mas não *decisivo* a favor dos seus pontos de vista, salientando, porém, que “há outros dados e muito mais fortes a favor do papel grandemente independente da moeda” (304).

Em nossa opinião, no entanto, a defesa de Milton Friedman não consegue mostrar que Tobin criticou “homens de palha”. O próprio Friedman concede que “Tobin tem razão quando diz que a *timing preference* não pode ser aceite como prova empírica de asserções sobre causalidade”. Quanto à questão central — a defesa, que Tobin lhe imputa, do ponto de vista segundo o qual as variações da quantidade de moeda são a causa principal das variações do rendimento monetário —, Milton Friedman escreve o seguinte: “Tanto quanto me posso lembrar, nunca fiz tal afirmação. Mas ela dá o tom correcto das minhas ideias” (305).

(303) Cfr. M. FRIEDMAN, [35], 320. Milton Friedman transcreve, em seu abono, passagens de M. FRIEDMAN, [12] e [34] e de FRIEDMAN/SCHWARTZ, [2].

(304) Cfr. M. FRIEDMAN, [35], 321. Esses outros dados — para além da observada precedência das variações da quantidade de moeda relativamente às variações da actividade económica — refere-os Friedman, v. g., em [12], 240-242. Mas não são muito convincentes.

(305) Cfr. M. FRIEDMAN, [35], 319 e 327. Não deixa de espantar que Friedman afirme que não se lembra de ter feito tal afirmação, quando, juntamente com Anna Schwartz, ele escreveu, exactamente, que tinha grande confiança na afirmação de que “monetary changes are the key to



13.5.4. — É igualmente como formalização e racionalização de resultados empíricos por ele obtidos que Milton Friedman apresenta o seu entendimento acerca do *mecanismo de transmissão*, i. é, do mecanismo que relaciona as variações da quantidade de moeda com as variações do rendimento.

Já dissemos atrás que, antes da Grande Depressão, o entendimento generalizado entre os economistas era o de considerar o ciclo económico como um fenómeno monetário, como “a dance of the dollar”, na expressão contida no título de um artigo de Irving Fisher (1923). À quantidade de moeda e às suas variações era atribuído o papel central na teoria dos ciclos económicos. E esta ideia ganhou maior credibilidade à luz da estabilidade que caracterizou grande parte da década de vinte, estabilidade que, nos E.U.A., muitos consideraram como o resultado da acção eficaz do recém-criado *Federal*

major movements in money income” (FRIEDMAN/SCHWARTZ, [2], 222). E quando ele próprio remete para outra passagem deste mesmo artigo em que se afirma o seguinte: “Para movimentos importantes no rendimento, concluímos que há razões extremamente fortes a favor da posição de que variações importantes da taxa de variação da quantidade de moeda são uma condição *necessária e suficiente* para variações importantes da taxa de variação do rendimento monetário [“isto é válido — escrevem os autores, p. 220 — quer para as variações seculares quer para variações com duração aproximadamente igual à dos ciclos económicos”]. Para movimentos de menor importância, concluímos que, embora os dados apurados sejam de longe menos fortes, é plausível supor que variações da quantidade de moeda desempenham um papel importante e independente, embora as provas destes movimentos menores não afastem outras interpretações” (FRIEDMAN/SCHWARTZ, [2], 235. Sublinhados nossos. A.N.)

Se se trata de uma condição *necessária e suficiente*, está a admitir-se que, sem variar a oferta de moeda, não pode variar o rendimento nominal e que o rendimento nominal varia sempre que varia a oferta de moeda. Parece que, ao menos para *variações importantes* do rendimento nominal, Milton Friedman admite que a sua *causa única* são *variações importantes* da oferta de moeda.

Creemos que Tobin tem razão quando conclui: “por trás de um tom de dolorosa indignação, [Milton Friedman] esconde a sua concordância essencial com os pontos principais do meu artigo” (cfr. J. TOBIN, [7], 328).

*Reserve System*, o que provaria que os factores monetários (e o ciclo monetário) eram o elemento central do ciclo económico.

Dissemos também que a Grande Depressão veio alterar este estado de coisas, fazendo emergir com força o entendimento segundo o qual o elemento central dos ciclos económicos são os factores reais e não os factores monetários. Na senda da “revolução keynesiana”, Samuelson podia escrever, em 1955 (3.<sup>a</sup> ed. de “Economics”), que “todos os economistas modernos concordam que o factor importante como causa das flutuações do rendimento e do emprego é o investimento”. À moeda passava a atribuir-se um papel meramente passivo; o investimento surgia como a força motriz cujos efeitos se prolongam através do tempo, ampliando-se graças ao multiplicador e ao acelerador.

13.6. — Em páginas anteriores, caracterizámos em termos genéricos o entendimento de Keynes e dos neokeynesianos acerca deste ponto, a partir das perspectivas abertas na *General Theory à portfolio analysis*. Procuraremos a seguir esclarecer o ponto de vista dos monetaristas a este respeito.

Milton Friedman recorda que os quantitativistas (incluindo o Keynes de *Monetary Reform*) achavam natural considerar que as variações da quantidade de moeda afectam os preços em primeira instância e considerar que a taxa de juro é determinada pelo aforro e pelo investimento, i. é, pela oferta de fundos para emprestar e pela procura de fundos de empréstimo. As variações monetárias afectam a taxa de juro na medida em que produzem inflação ou deflação, as quais modificam as funções de aforro e de investimento, levando os emprestadores a pedir taxas nominais mais elevadas (ou mais baixas) e os que pedem emprestado a pretender pagar taxas nominais mais elevadas (ou mais baixas).



Os keynesianos — segundo Friedman — tomam o nível dos preços como um dado institucional e consideram a variação da taxa de juro como o meio através do qual as pessoas são induzidas a deter uma quantidade de moeda maior ou menor. Por isso, a seu ver, eles consideram a variação da taxa de juro o único canal de transmissão entre o sector monetário e o sector real e são levados a atribuir uma importância maior que os teóricos quantitativistas ao papel das variações da taxa de juro no processo de ajustamento subsequente a uma situação de desequilíbrio monetário.

Pois bem. Milton Friedman sustenta que o seu ponto de vista se insere no pensamento quantitativista: “Eu também não dou qualquer atenção aos efeitos sobre a taxa de juro de alterações da função da procura de moeda. Eu também me inclino — escreve ele <sup>(306)</sup> — para minimizar as alterações das taxas de juro do mercado como o canal principal através do qual as variações da quantidade de moeda afectam a despesa, a produção e os preços”. Vejamos então as linhas gerais da concepção quantitativista-monetarista, tal como ela resulta dos trabalhos de Milton Friedman e Anna Schwartz <sup>(307)</sup>.

Começamos por admitir uma *alteração inesperada* na taxa de crescimento da massa monetária, v. g. porque o banco central resolveu intervir comprando títulos, para o que oferece preços superiores à cotação corrente <sup>(308)</sup>. Desenha-se deste modo uma situação de desequilíbrio monetário que vai desen-

<sup>(306)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [27], 944/945. Friedman explicita: “No *Restatement* eu nem sequer considero o efeito das variações da quantidade de moeda sobre a taxa de juro. Em *Theoretical Framework* considero este aspecto, mas apenas (...) para mostrar em que medida as perspectivas da teoria quantitativa e da teoria do rendimento-despesa podem ser facilmente reconciliadas a um nível formal”.

<sup>(307)</sup> Acompanharemos principalmente FRIEDMAN/SCHWARTZ, [2].

<sup>(308)</sup> Friedman e Schwartz referem outras causas possíveis do aumento da taxa de crescimento da quantidade de moeda (v. g., a descoberta de novas minas de ouro, despesas do governo financiadas através da emissão de notas,

capear um processo de reajustamento dentro da óptica do *portfolio equilibrium*, considerando uma carteira constituída não apenas por dois tipos de activos (a moeda e os títulos), mas por uma gama bastante diversificada de activos.

A situação de desequilíbrio caracteriza-se pelo facto de os agentes económicos que aproveitaram a ocasião vantajosa e venderam os seus títulos ficarem, por isso mesmo, com uma quantidade de moeda maior do que aquela que desejam deter. Uma parte deste excedente irá aumentar as reservas dos bancos comerciais (que também aproveitaram para vender títulos que tinham em carteira), os quais vão oferecer crédito a taxas de juro mais baixas, somando deste modo o aumento da moeda bancária ao aumento da moeda emitida pelo banco central. Outra parte será depositada nos bancos pelas pessoas e instituições não bancárias que também venderam títulos no mercado aberto. São agora os bancos que ficam com liquidez excessiva e vão procurar desfazer-se dela. Uma outra parte permanecerá como activo monetário nas carteiras de quem vendeu títulos e que procurará desfazer-se dos saldos líquidos que forem além do montante desejado <sup>(309)</sup>.

aumento da *ratio* depósitos/moeda ou da *ratio* depósitos/reservas), questão que não é irrelevante, porque os efeitos deste aumento não são de todo independentes da sua origem. Cfr. FRIEDMAN/SCHWARTZ, [2], 230.

<sup>(309)</sup> Considerando estes ganhos monetários inesperados como rendimento, poderia entender-se que eles iriam ser detidos em saldos líquidos, dada a relação que os monetaristas estabelecem entre o nível do rendimento e a procura de moeda (as despesas não aumentariam na medida do aumento da quantidade de moeda). No entanto, o modelo de Milton Friedman não considera esta probabilidade, porque utiliza o conceito de *rendimento permanente*. Este é uma variável que se aproxima quer do rendimento quer da riqueza, enquanto média ponderada de rendimentos transitórios passados e presentes. Por isso, mesmo que aqueles ganhos inesperados aumentem o *rendimento imediato*, deixam praticamente inalterado o *rendimento permanente*. O que quer dizer que a procura de moeda, enquanto função do rendimento permanente, também não aumenta de forma significativa. Cfr. SHERMAN/EVANS, 297.



Milton Friedman considera natural que os detentores de saldos líquidos em excesso comecem por procurar títulos com características semelhantes aos que venderam (títulos de dívida com rendimento fixo e risco reduzido). Mas o aumento da procura destes títulos faz subir a sua cotação e baixar o respectivo rendimento, o que, por sua vez, vai obrigar os detentores de riqueza (mesmo os que não tinham participado nas operações iniciais de *open market*) a reconsiderar a composição das suas carteiras.

À medida que este processo de reajustamento se desenvolve, o efeito inicial difunde-se em várias direcções. Desde logo, amplia-se a categoria dos activos afectados; depois, os emissores potenciais dos activos que agora são mais procurados (incluindo empresas que querem ampliar o seu capital, construtores imobiliários, pessoas que querem comprar casa própria, possíveis compradores de bens de consumo duradouros, etc.) reagem às melhores condições que lhes são propostas; finalmente, as reservas excedentárias de moeda concentradas nas mãos dos que participaram nas operações iniciais de *open market* acabam por se disseminar por toda a economia.

Por outro lado, a subida das cotações dos activos financeiros torna-os caros relativamente aos activos não-financeiros, o que leva os indivíduos e as empresas a incluir nas suas carteiras uma proporção maior destes últimos. Este comportamento vai tornar os activos não-financeiros existentes mais caros relativamente aos que são produzidos de novo. Ao mesmo tempo, a subida geral dos preços dos activos não-financeiros tende a fazer aumentar a riqueza relativamente ao rendimento, e a tornar a aquisição directa de serviços correntes mais barata do que a compra de fontes de serviços. Estes efeitos aumentam as curvas da procura de serviços produtivos correntes, quer para produzir novos bens de capital quer para comprar novos serviços correntes. Deste modo, o estímulo monetário acaba por

se difundir dos mercados financeiros para os mercados de bens e serviços, i. é, para o conjunto da economia.

O aumento da procura dos 'serviços' dos factores de produção vai traduzir-se em aumento dos rendimentos monetários, o que irá reflectir-se parcialmente em aumento dos preços dos recursos produtivos e dos bens finais, ao mesmo tempo que, em virtude da deslocação da procura dos activos financeiros para os activos não-financeiros, os preços destes sobem também. Estas subidas dos preços tendem a corrigir as carteiras, na medida em que elas significam a diminuição do valor real dos activos monetários, reduzindo, portanto, o peso excessivo deste tipo de activos na carteira dos seus titulares (para que o nível de *saldos líquidos reais* se mantenha é necessário que aumente a *quantidade nominal de moeda* que as pessoas detêm). Paralelamente, começará a verificar-se a subida das taxas de juro, em vez do anterior declínio. E o ciclo inverte-se.

Vale a pena sublinhar alguns pontos para os quais o próprio Friedman chama a atenção <sup>(310)</sup>.

1) Os resultados empíricos apontariam no sentido de ter em conta apenas uma reduzida categoria de títulos de dívida, de considerar a taxa de juro como o rendimento de mercado de tais títulos, e de considerar que o *investimento* que é afectado pelas variações da taxa de juro é apenas ou principalmente a "formação de capital", tal como esta rubrica aparece na contabilidade do rendimento nacional.

Para racionalizar os resultados empíricos obtidos, Friedman/Schwartz entendem ser necessário adoptar uma perspectiva mais ampla. Trata-se de considerar as carteiras relevantes integradas por uma gama muito mais ampla de activos, incluindo não apenas títulos da dívida pública ou privada de

---

<sup>(310)</sup> Cfr. FRIEDMAN/SCHWARTZ, [2], 213-234.



rendimento fixo e títulos de rendimento variável negociados nos mercados financeiros, mas também um grande número de outros activos, indo mesmo ao ponto de incluir bens de consumo duradouros, estoques de bens de consumo (como vestuário e bens deste tipo), e talvez também algum capital humano, tal como especialização adquirida através do treino e outros bens da mesma natureza. De modo semelhante, é necessário considerar que a taxa de juro abrange taxas explícitas ou implícitas de rendimento do espectro global de activos <sup>(311)</sup>.

2) Enquanto a titularidade dos bens de consumo acima referidos (de que são exemplo, entre outros, o automóvel familiar, os equipamentos e utensílios domésticos, etc.) assegura aos seus possuidores um fluxo de bens e serviços, a moeda presta aos seus detentores o 'serviço' que se traduz na comodidade e na segurança que representa o poder de compra imediatamente disponível e cujo valor de mercado é em regra facilmente previsível. Esta comodidade e segurança (para além da função de reserva de valor e da possibilidade de funcionar como meio de ostentação) constituem como que o 'rendimento em espécie' que a detenção de moeda proporciona aos seus detentores. Mas a detenção de moeda propicia também um rendimento real que depende das variações do nível dos preços (se este baixa,

<sup>(311)</sup> M. FRIEDMAN, [27], 911, reconhece "ser muito pouco frequente atribuir uma cotação às casas e aos automóveis, para já não falar em mobílias, utensílios domésticos, vestuário, etc., em termos de 'taxa de juro' implícita nos seus preços de venda ou de aluguer. Daí que os preços destes *items* continuassem a ser encarados [pelos seguidores de Keynes] como um dado institucional que forçava o mecanismo de transmissão a actuar através de um canal extremamente estreito. Por nossa parte — observa Friedman —, não existe tal inibição. Uma vez que considerámos os preços como flexíveis, embora não 'perfeitamente' flexíveis, era natural para nós interpretar o mecanismo de transmissão em termos de ajustamentos dos preços relativos referentes a uma vasta gama de bens, em vez de o interpretar em termos de taxas estreitamente definidas".

os detentores de moeda beneficiam de um ganho de capital em termos reais, e vice-versa).

A moeda surge, assim, como um bem semelhante aos outros. “A moeda — escrevem Friedman/Schwartz <sup>(312)</sup> —, é um *estoque* numa carteira de activos, como os estoques de activos financeiros, de casas, de edificios, de bens, de pessoas, de capacidades. Ela proporciona um *fluxo* de serviços, tal como os outros activos”. Com base neste entendimento é que estes autores consideram a variação da quantidade de moeda comparável à variação dos fluxos do rendimento e as mudanças da taxa de variação da quantidade de moeda como uma força motriz capaz de produzir flutuações cíclicas da actividade económica.

3) Um outro ponto para que Friedman/Schwartz chamam a atenção é o facto de este processo de reajustamento tender a *reagir para além da medida*, comportamento que duas razões principais poderão explicar.

A primeira — e a mais importante do ponto de vista teórico — tem que ver com a procura de moeda. À taxa mais alta de subida dos preços que corresponde ao novo equilíbrio, a quantidade de moeda procurada será menor em termos reais do que era no início, relativamente à riqueza e, portanto, ao rendimento. Mas isto significa que, no processo de passagem do equilíbrio inicial para o novo equilíbrio, os preços crescem a uma taxa mais rápida do que a sua taxa básica. Nos primeiros tempos, os detentores de moeda não se dão conta disto e sobreavaliam as suas reservas monetárias em termos reais, procurando desfazer-se de um excedente considerado maior do que na verdade é. O reajustamento das carteiras vai ser mais radical do que seria necessário.

A segunda razão tem que ver com os efeitos de *feed back* através do mecanismo monetário. Em primeiro lugar, o choque

---

<sup>(312)</sup> Cfr. FRIEDMAN/SCHWARTZ, [2], 234.



inicial significa que a quantidade de moeda emitida pelo banco central aumenta a uma taxa mais elevada do que a massa monetária como um todo. E isto significa que, para se recuperar este atraso da massa monetária global, esta terá de crescer a uma taxa mais acelerada do que a sua taxa normal de crescimento. Em segundo lugar, há razões para que a *ratio* depósitos-moeda aumente nas fases iniciais do processo acima do seu nível de equilíbrio de longo prazo.

Esta tendência para uma *reação em excesso* significa que a dinâmica deste processo se traduz em um processo cíclico de ajustamento. E isto é tanto mais assim quanto é certo que, em regra, a alteração do ritmo de crescimento da quantidade de moeda para um ritmo mais acelerado (ou menos acelerado) não significa que este novo ritmo de crescimento se mantenha permanentemente. O que em regra se passa é a emergência de um ritmo mais acelerado durante um certo tempo, regressando-se depois ao ritmo anterior, porventura passando mesmo por uma fase em que o ritmo é inferior ao nível prévio. Quer dizer: há choques que se sucedem, de sentidos diferentes (ora expansão da quantidade de moeda ora contracção), o que dá também origem a um movimento cíclico que se junta ao processo cíclico de ajustamento de cada choque em separado. O que significa que um estado de ajustamento incompleto sucede a outro e que sucessivos alargamentos ou restrições das discrepâncias entre as carteiras efectivas e as desejadas substituem a introdução de uma discrepância e a sua correcção.

4) Outro ponto que merece realce é o facto de Milton Friedman admitir que a sua perspectiva e a perspectiva keynesiana se reconciliam a um nível formal <sup>(313)</sup>. Pode dizer-se que o mecanismo de transmissão que ele defende 'opera' através do "balance sheet" e através das variações das taxas de juro. A

<sup>(313)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [27], 910.

tentativa dos detentores de moeda de repor ou de atingir o equilíbrio desejado da sua carteira após um aumento inesperado da quantidade de moeda tenderá para aumentar os preços dos activos e para reduzir as taxas de juro, o que encorajará tanto as despesas com vista à produção de novos activos como as despesas em serviços correntes, em vez das despesas na compra de activos já existentes. O efeito inicial na carteira acaba por traduzir-se num efeito sobre o rendimento e a despesa.

13.7. – Do que fica dito resulta que hoje tanto keynesianos como monetaristas consideram o mecanismo de transmissão como um *portfolio adjustment process*, susceptível de ser analisado no âmbito da *portfolio theory* e da teoria geral da escolha.

Os monetaristas defendem, no entanto, a existência de uma *conexão directa* entre as variações da oferta de moeda e o nível do rendimento, sustentando que um aumento da oferta de moeda provoca directamente um aumento da procura de activos reais e um aumento da produção e do rendimento, sem que tal exija como condição prévia a baixa das taxas de juro e a redução dos rendimentos relativos dos activos financeiros em confronto com os rendimentos esperados dos activos reais.

A diferença de perspectivas entre monetaristas e keynesianos – de acordo, em princípio, em que as alterações da oferta de moeda afectam o nível do rendimento nominal – não significa, porém, uma simples diferença acerca de *como* (directa ou indirectamente) opera o mecanismo de transmissão. Ela esconde uma divergência mais profunda acerca da natureza da relação existente entre as variações da oferta de moeda e o nível da produção e do rendimento: uma relação vaga, pouco firme e (muito) pouco estável ao longo do tempo, para os keynesianos; uma relação muito estreita, regular e previsível, para os monetaristas.



E esta é uma divergência que radica, por sua vez, em diferentes concepções acerca do grau de substituíbilidade entre activos, isto é, na formulação de P. Pitta e Cunha <sup>(314)</sup>, acerca da “questão básica de saber se a moeda é um activo de propriedades únicas, ou se, pelo contrário, se situa na extremidade de um espectro contínuo de liquidez”.

A este respeito, embora para Keynes a moeda fosse verdadeiramente um *unicum* (o único activo líquido), a generalidade dos autores que se reclamam do keynesianismo consideram hoje que, ao menos a curto prazo, se verifica uma substituíbilidade quase perfeita entre a moeda e os activos financeiros. Daí que o entendimento corrente entre os neo-keynesianos vá no sentido de considerar a procura de moeda muito elástica perante as variações das taxas de juro dos activos financeiros. Os aumentos da oferta de moeda operados através de operações no mercado aberto provocam o aumento das cotações e a baixa da taxa de rendimento da generalidade dos activos financeiros, acabando por traduzir-se, ao menos temporariamente, em aumento da procura de moeda. Só quando as taxas de juro tiverem baixado o suficiente para tornarem relativamente atractivas as taxas de rendimento esperadas da detenção de activos reais é que os agentes económicos (as empresas e as pessoas) irão procurar substituir por bens (bens de capital e bens de consumo duradouros) uma parte — variável ao longo do tempo — do aumento da oferta de moeda. Em último termo, poderá dizer-se que, segundo os keynesianos, os efeitos das alterações monetárias sobre as decisões de despesa em activos reais só operam indirectamente e incidem quase exclusivamente (e porventura muito debilmente) sobre as decisões de investimento.

---

<sup>(314)</sup> Cf. P. PITTA e CUNHA, 425. Idêntica posição é defendida por VANE/THOMPSON, 11-13 e 33-47.

Diverso é entendimento dos monetaristas. Segundo eles, a procura de moeda é muito estável (praticamente inelástica perante as variações das taxas de juro), dependendo apenas do desejo das pessoas de manter uma relação constante entre os encaixes monetários e o nível de rendimento, de modo a deterem, em cada momento, (apenas) a quantidade de moeda necessária para mediar o volume de transacções associado ao nível do rendimento efectivo naquele momento. Nestes termos, os aumentos da oferta de moeda operados mediante as operações de *open market*, embora provoquem a baixa das taxas de juro dos activos financeiros, não irão traduzir-se em aumento da procura de moeda, mas, *directamente*, em aumento da procura de bens (i. é, em aumento da despesa) e, portanto, em aumento do rendimento nominal.

O próprio Friedman sublinha o que, na sua óptica, o separa dos keynesianos no que toca ao mecanismo que relaciona as variações da quantidade de moeda com as variações do rendimento.

Os keynesianos defendem, a seu ver, que as variações da quantidade de moeda afectam em primeiro lugar a taxa de juro, considerada como tal a taxa de juro de mercado de uma categoria razoavelmente reduzida de activos financeiros. E entendem que as despesas só são afectadas *indirectamente*, na medida em que a variação da taxa de juro modifica a eficiência marginal do capital e o montante da despesa de investimento (interpretado em sentido estrito), e na medida em que o investimento, através do multiplicador, afecta a despesa total. Daí — entende Milton Friedman — a ênfase que conferem na sua análise à elasticidade-juro da procura de moeda e à elasticidade-juro da despesa de investimento.

Por sua parte, Friedman sustenta que as variações da quantidade de moeda exercem uma influência *mais ampla e mais*



*directa* sobre a despesa, na medida em que o excesso de reservas monetárias que os agentes económicos consideram existir nas suas carteiras em consequência das alterações na esfera monetária vai ser gasto pelos indivíduos e pelas empresas no pagamento de dívidas, na compra de títulos, na aquisição de uma gama diversificada de bens e serviços <sup>(315)</sup>.

No entanto, talvez possamos concluir que a diferença essencial entre as duas perspectivas reside num diferente entendimento acerca do que é a moeda e do lugar que ela ocupa no quadro da *portfolio theory*.

Já em 1962 Harry Johnson sustentava que os teóricos monetários contemporâneos, sejam eles 'keynesianos' ou 'quantitativistas', encaravam a procura de moeda essencialmente da mesma forma, como uma aplicação da teoria geral da escolha. Sublinhava, no entanto, que "os primeiros tendem a formular a sua análise em termos de procura de moeda como activo financeiro alternativo a outros activos financeiros, enquanto que os segundos a abordam em termos de procura de serviços da moeda considerada como um bem" <sup>(316)</sup>.

Na verdade, Milton Friedman introduziu na sua análise a ideia de moeda como um dos componentes da riqueza total de cada indivíduo. No âmbito de uma *carteira generalizada de activos* ("generalized portfolio", na expressão de Nobay/Jonhson), em que nenhum dos activos emerge como determinante, a moeda surge como uma das formas de deter riqueza, como um substituto não só (fundamentalmente) de activos financeiros, mas de uma gama variadíssima de bens e serviços, como um

<sup>(315)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [27], 910. Os autores sublinham que pode ser muito variada a orientação deste acréscimo de despesa, uma vez que variam de pessoa para pessoa (ou de empresa para empresa) os custos e benefícios associados a cada uma das formas de riqueza ou a sua ponderação em termos relativos. cfr. A. DUNNETT, 123.

<sup>(316)</sup> Cfr. H. JOHNSON, [2], 29.

activo no âmbito de uma gama de activos com diferentes graus de liquidez.

Este é um aspecto que Friedman realça assim <sup>(317)</sup>: “A diferença entre nós e os keynesianos reside menos na natureza do processo do que na gama de activos considerada. Os keynesianos — explica Milton Friedman — tendem a concentrar-se numa gama reduzida de activos negociáveis e de taxas de juro. Nós insistimos em que deve ser tomada em conta uma gama muito mais ampla de activos e de taxas de juro — activos como bens de consumo duradouros e semi-duradouros, edifícios e outras propriedades imobiliárias. Em consequência, consideramos as taxas de mercado sublinhadas pelos keynesianos como uma pequena parte apenas do espectro total de taxas que são relevantes”.

#### 14. — A teoria monetarista da inflação: a inflação é sempre um fenómeno monetário.

14. — Desde o ensaio de 1956 atrás referido que Milton Friedman apresenta a sua versão da teoria quantitativa como teoria da procura de moeda. Mas a sua versão da teoria quantitativa contém os ingredientes essenciais para que a teoria quantitativa da moeda possa ser operacional como teoria da inflação <sup>(318)</sup>.

<sup>(317)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [27], 910.

<sup>(318)</sup> Friedman enuncia deste modo a noção de inflação (cfr. M. FRIEDMAN, [17], 98, n.º2): “Numa economia de mercado, os preços dos vários bens e serviços, incluindo os serviços do trabalho, estão sempre a variar relativamente uns aos outros, uns crescendo, outros baixando, alguns crescendo rapidamente, outros lentamente, e assim por diante. Quando as subidas dos preços predominam em algum sentido que tem em conta a importância relativa dos *items* cujos preços são considerados, há inflação”.



Como o próprio Friedman salienta, a compreensão do papel central da moeda como factor determinante do nível geral dos preços passa pela distinção entre *quantidade nominal de moeda* e *quantidade real de moeda* <sup>(319)</sup>. E este é, como vimos, um dos pontos em que assenta a teoria da procura de moeda quantitativista-friedmaniana.

Por outro lado, a teoria quantitativa da moeda, enquanto teoria do nível dos preços baseada no jogo da oferta e da procura (do qual resulta o preço da moeda em termos de bens, ou o nível geral dos preços dos bens em termos de moeda) exige a verificação de dois pressupostos que são igualmente — como vimos atrás — dois pontos fundamentais da reformulação friedmaniana da teoria quantitativa. São eles: em 1.º lugar, a defesa da exogeneidade da oferta de moeda ou a defesa de que os factores que determinam a curva da oferta de moeda são absolutamente independentes dos factores que determinam a curva da procura de moeda <sup>(320)</sup>; em 2.º lugar, a defesa de que a função da procura de moeda é uma função estável de um pequeno número de factores que, por sua vez, pouco variam ao longo do tempo.

Considerada estável a procura de moeda, as variações da oferta de moeda são, para os monetaristas, o elemento central de todos os processos inflacionistas (e, em geral, de todas as situações de instabilidade dos preços). Ao rejeitar o carácter meramente tautológico da teoria quantitativa, Milton Friedman defende, como vimos atrás, que, do ponto de vista analítico, ela é uma análise dos factores que determinam a quantidade de moeda que a comunidade deseja deter, e que, do ponto de vista empírico, ela é a generalização do facto de as variações

<sup>(319)</sup> Cf. M. FRIEDMAN, [17], 108.

<sup>(320)</sup> É lógico, por isso, que Friedman aponte "the government printing press" como objecto do 'crime de inflação' (cf. M. FRIEDMAN, [17], 105).

dos saldos líquidos reais desejados (i. é, as variações da procura de moeda) tenderem a verificar-se lenta e gradualmente ou a ocorrer em consequência de eventos desencadeados por anteriores alterações da oferta de moeda. Dado que, por outro lado, alterações substanciais da oferta de saldos líquidos nominais podem verificar-se — e verificar-se-iam, na realidade, com frequência — independentemente de qualquer variação da procura de moeda, a conclusão de Milton Friedman é no sentido de que “variações substanciais dos preços (...) são quase invariavelmente o resultado de variações da oferta nominal de moeda” <sup>(321)</sup>.

Como Milton Friedman salienta em outro trabalho seu, “a inflação é sempre e em qualquer parte um fenómeno monetário, resultante de e acompanhado por um crescimento da quantidade de moeda superior ao aumento da produção” <sup>(322)</sup>. Duas observações do próprio Friedman devem aqui ser anotadas para caracterizarmos mais correctamente esta sua concepção quantitativista acerca da inflação.

A primeira destina-se a sublinhar que o carácter monetário da inflação é por ele apresentado como uma generalização empírica apoiada em dados estatísticos que dão crédito à relação causal entre as variações da quantidade de moeda e as varia-

<sup>(321)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [19], 434 e [25], 194/195. Já em 1964, no relatório anual do *National Bureau of Economic Research*, Milton Friedman resumia deste modo “a conclusão central” dos seus estudos: “Dizendo de forma simples, (...) a moeda conta e conta muitíssimo. Variações da quantidade de moeda têm efeitos económicos importantes e em geral predizíveis. Variações de longo prazo da quantidade de moeda relativamente à produção determinam o comportamento secular dos preços. Expansões substanciais da quantidade de moeda em períodos curtos têm sido uma importante causa próxima da inflação. Contenções substanciais da quantidade de moeda em períodos curtos têm sido um factor importante no desencadear de severas contenções económicas. E as variações cíclicas da quantidade de moeda podem bem ser um elemento importante do vulgar ciclo económico moderado” (cfr. M. FRIEDMAN, [34], 277).

<sup>(322)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [17], 98.



ções do nível geral dos preços <sup>(323)</sup>. Milton Friedman valoriza mesmo de modo particular esta relação empírica. “Não existe talvez — escreve ele <sup>(324)</sup> — outra relação empírica na ciência económica que tenha sido observada e que se repita de forma tão uniforme em circunstâncias tão variadas como a relação entre as alterações consideráveis em curto espaço de tempo no estoque de moeda e nos preços; esta uniformidade, creio, é do mesmo tipo que muitas das uniformidades que constituem a base das ciências físicas”.

A segunda observação visa deixar claro o ponto de vista de Friedman segundo o qual o facto de a inflação ter a sua origem no crescimento da quantidade de moeda a um ritmo superior ao do crescimento da produção não significa que “haja uma relação precisa, rígida, mecânica entre a quantidade de moeda e os preços”. Em primeiro lugar, a taxa exacta de crescimento do nível geral dos preços pode ser diferente (e até consideravelmente diferente) da taxa de crescimento da quantidade de moeda, tudo dependendo de factores como o comportamento passado dos preços, a estrutura dos mercados do trabalho e dos produtos e a política financeira. Em segundo lugar, Milton Friedman invoca a existência de *time lags* relativamente longos para qua as variações da quantidade de moeda façam sentir os seus efeitos. Em terceiro lugar, o próprio processo através do qual as variações da quantidade de moeda produzem variações do nível geral dos preços permite compreender a existência de diferenças sistemáticas e regulares entre estas duas variações no decurso de um episódio inflacionista <sup>(325)</sup>.

<sup>(323)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [17], 98 e [19], 442-444.

<sup>(324)</sup> *Apud* M. BLAUG, [2], II, 421.

<sup>(325)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [17], 98 e 106/107.

14.1. — Este último aspecto — que Friedman considera o mais importante — ficará esclarecido se acompanharmos a “história típica” de um processo inflacionista, tal como no-la conta o próprio Milton Friedman <sup>(326)</sup>.

Friedman considera a hipótese de o processo inflacionista ter início após um período mais ou menos longo de relativa estabilidade dos preços. E o primeiro ponto a sublinhar é exatamente o entendimento de Friedman no sentido de que a estabilidade dos preços a longo prazo exige que a quantidade de moeda aumente a uma taxa média anual à roda dos 3% a 5%. Um tal aumento permitirá que o crescimento da quantidade de moeda acompanhe o crescimento da produção e da população e também o desejo das pessoas de aumentar a relação entre os saldos líquidos e o rendimento, à medida que o rendimento real *per capita* aumenta.

A partir desta consideração, é lógico que Friedman defenda que “um requisito essencial para evitar uma inflação substancial (...) é o de evitar um aumento da quantidade de moeda substancialmente mais rápido que os 3 a 5 por cento ao ano exigidos para a estabilidade dos preços”, e que “uma taxa de crescimento da oferta de moeda substancialmente mais rápida [que esta taxa de 3 a 5 por cento ao ano] significará inevitavelmente inflação” <sup>(327)</sup>.

Vamos então supor que necessidades extraordinárias de financiamento levam as autoridades monetárias a promover a criação de moeda a uma taxa mais rápida do que a taxa de crescimento do produto real. Deste aumento da taxa de crescimento da oferta de moeda vai resultar, passado algum tempo, um processo de aumento do nível geral dos preços, embora,

---

<sup>(326)</sup> Cf. M. FRIEDMAN, [9], 184/185; [14], 24/25; [17], 107/108 e [19], 442/443.

<sup>(327)</sup> Cf. M. FRIEDMAN, [9], 185.



numa primeira fase, este aumento seja menos acelerado do que o aumento da quantidade de moeda <sup>(328)</sup>. Durante esta fase, a quantidade real de moeda aumenta. Em primeiro lugar, porque as pessoas precisam de algum tempo para reajustarem os seus saldos líquidos; em segundo lugar, porque, nos primeiros tempos, as pessoas não antecipam o crescimento futuro dos preços, considerando como temporário o aumento inicial verificado, ao qual se seguiria um período de baixa dos preços <sup>(329)</sup>. Estas expectativas fariam aparecer a moeda como uma forma apetecida de deter activos, justificando o aumento dos saldos líquidos reais desejados.

Se, entretanto, a quantidade de moeda continuar a aumentar mais depressa do que a produção, os preços continuarão a subir e, mais cedo ou mais tarde, as pessoas começarão a antecipar as subidas posteriores dos preços. Os saldos monetários líquidos surgem então como um meio dispendioso de deter activos, uma vez que o seu poder de compra vai diminuindo à medida que aumenta o nível geral dos preços. As pessoas vão, por isso, desejar deter saldos líquidos reais menores, actuando de forma a reduzir os saldos líquidos que detêm até que o seu montante corresponda ao montante dos saldos líquidos desejados. Desta actuação das pessoas vai resultar a ace-

---

<sup>(328)</sup> Não são uniformes as afirmações de Milton Friedman acerca do período de tempo que decorre entre a variação da taxa de crescimento da quantidade de moeda e as suas primeiras manifestações sobre o nível geral dos preços: entre 6 e 8 meses ([9], 185); de 6 meses a um ano ou ano e meio ([17], 107); de 12 a 15 meses ([19], 445). E em 1970 escreve (*apud* J. STEIN, [3], 16) que "o intervalo total de tempo entre uma variação da taxa de crescimento da quantidade de moeda e uma variação da taxa de inflação anda à volta de 12-18 meses".

<sup>(329)</sup> É uma hipótese que só terá sentido admitindo, como o faz Friedman, que esta "história" acontece num país onde há muito se vinha verificando uma situação de estabilidade dos preços. Mas um país assim é hoje cada vez mais um país 'teórico', distanciado da realidade concreta da vida.

lação da subida do nível dos preços, que passarão a aumentar mais rapidamente (por vezes muito mais rapidamente) do que aumenta a quantidade de moeda.

O tempo de duração deste processo depende do comportamento da taxa de crescimento da oferta de moeda. Se esta estabilizar, por mais elevado que seja o seu nível, a taxa de crescimento do nível geral dos preços acabará também por estabilizar, crescendo a uma taxa esperada mais ou menos constante e idêntica à taxa de crescimento da oferta de moeda, o que conduzirá à estabilidade dos saldos líquidos reais a um nível inferior ao inicial mas sensivelmente constante. Se a taxa de crescimento da quantidade de moeda diminuir, a taxa de crescimento do nível dos preços diminuirá também, o que provocará o aumento dos saldos líquidos reais efectivos e desejados, à medida que as pessoas reajustam as suas expectativas acerca do comportamento futuro dos preços <sup>(330)</sup>. Verificar-se-á o contrário, como é lógico, se, entretanto, se verificar um novo aumento da taxa de crescimento da quantidade de moeda: então, um novo estímulo inflacionista desencadeará um processo inflacionista semelhante ao que atrás se descreve.

14.2. — Da 'história' contada por Friedman ressalta a conclusão de que as variações do nível geral dos preços podem não ser da mesma medida do crescimento da quantidade de moeda por unidade de produto real.

Perante um processo de baixa dos preços, a moeda tende a valorizar-se à medida que os preços vão baixando, tornando-se um meio mais desejável de detenção de activos. E se as

<sup>(330)</sup> Este reajustamento exige um certo período de tempo, na medida em que as pessoas, segundo Milton Friedman, corrigem as suas expectativas com base na experiência colhida de vários anos passados, o que significa também que este intervalo de tempo será tanto mais curto quanto mais acelerado for o ritmo da inflação (cfr. M. FRIEDMAN, [19], 443).



As pessoas previrem que os preços continuarão a baixar, dispor-se-ão a manter, sob a forma de saldos monetários reais, uma percentagem maior da sua riqueza, diminuindo assim a velocidade de circulação da moeda. Se, pelo contrário, os preços estão a subir e as pessoas prevêem que eles vão continuar a subir, verificar-se-á o fenómeno inverso, com o aumento da velocidade de circulação da moeda, cujos efeitos inflacionistas se somarão aos que derivam do aumento da quantidade de moeda em circulação.

A amplitude da variação da velocidade de circulação da moeda dependerá, por sua vez, do grau de antecipação da subida ou da baixa dos preços. Se considerarmos — como faz Milton Friedman — um processo inflacionista que se inicia após um período mais ou menos longo de relativa estabilidade dos preços, é natural que as pessoas considerem meramente temporária a subida dos preços registada, esperando que se siga um período de baixa de preços. Assim sendo, verificar-se-á uma tendência para as pessoas deterem uma quantidade maior de moeda e os preços acabarão por subir a uma taxa inferior à do aumento da quantidade de moeda em circulação.

À medida, porém, que se torna previsível para a generalidade das pessoas que os preços vão continuar a subir, a própria antecipação da inflação leva as pessoas a tentar reduzir os seus saldos líquidos, aumentando as despesas e acelerando, desse modo, a velocidade de circulação da moeda. Daqui derivará um aumento dos preços na mesma proporção ou em proporção (muito) superior à do aumento da quantidade de moeda.

Nas inflações moderadas, a quantidade de moeda e o nível geral dos preços crescem mais ou menos na mesma proporção. Nas inflações do tipo das que têm ocorrido em vários países da América Latina, o ritmo de crescimento do nível geral dos preços é (bastante) mais acelerado que o ritmo de crescimento da oferta de moeda. Nas situações de hiperinflação, a taxa de

inflação é muitíssimo superior à taxa de crescimento da quantidade de moeda <sup>(331)</sup>.

A “história típica” de Milton Friedman permite a conclusão de que o factor relevante como *causa* da inflação não é apenas a taxa de crescimento da massa monetária: esta tem que ser encarada em confronto com a taxa de crescimento do produto real. Simplesmente, a longo prazo, esta última é determinada, fundamentalmente, por factores reais, não-monetários; por outro lado, não é provável — a não ser que se verifiquem acontecimentos excepcionais que provoquem alterações estruturais mais ou menos profundas — que, em qualquer país e tendo em conta um período superior a alguns anos, a taxa de crescimento da produção aumente de modo significativo. Mas pode aumentar e aumentar muito — como várias vezes aconteceu, segundo Milton Friedman —, em curto período de tempo, a taxa de crescimento da oferta de moeda. Nestes termos, a inflação surge como um fenómeno essencialmente monetário, consequência do crescimento da quantidade de moeda a uma taxa superior à do crescimento da produção. “If you want to analyze the process of inflation, *cherchez la monnaie*”, aconselha Milton Friedman <sup>(332)</sup>.

<sup>(331)</sup> Nestas situações, a moeda acaba, aliás, por perder as suas capacidades como reserva de valor e como meio de troca; verifica-se o fenómeno da *fuga à moeda*, utilizando-se nas transacções substitutos da moeda (moeda estrangeira, v. g.), a tal ponto que estas situações só acabam, normalmente, com a introdução de novos sistemas monetários. Algo de semelhante pode ocorrer em situações de inflação reprimida particularmente graves: no mercado paralelo que normalmente surge, a moeda ‘desaparece’, regressando-se à troca directa ou utilizando-se substitutos da moeda (na Alemanha, após o fim da 2.ª Guerra Mundial, os cigarros e o cognac, v. g., desempenharam esta função).

<sup>(332)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [14], 31; [30], 267/268 e [31], 28/29. Embora considerem as variações da quantidade de moeda o “dominant impulse” causador das variações do rendimento nacional e do nível dos



As origens efectivas da expansão monetária têm variado, historicamente, conforme as épocas e os lugares. A descoberta de novas minas de ouro e de prata, bem como os progressos tecnológicos que facilitaram a extracção destes metais, estiveram algumas vezes na origem de processos inflacionistas. A emissão de notas para pagar os encargos de guerras diversas foi sempre outra grande fonte de expansão inflacionista da quantidade de moeda.

A atracção dos governos pelo recurso à expansão monetária (inflação) como expediente para pagar as despesas de guerra, para construir grandes monumentos e obras públicas, ou para outros fins, não data de hoje. Desde Dioclesiano, pelo menos, que os poderes públicos recorrem à quebra da moeda (substituindo na cunhagem o ouro e a prata por metais vis) com este objectivo.

Nos tempos modernos, a emissão de papel-moeda, a criação de moeda pelo sistema bancário e, mais recentemente, a 'descoberta' de novos meios de pagamento pelos intermediários financeiros, vieram facilitar a tarefa aos governantes e tornar mais aliciante a tentativa de obtenção de receitas através da inflação, utilizando como forma de "taxation without

---

preços, alguns monetaristas aceitam que outros factores (v. g., a acção da OPEP, choques reais não esperados, mudanças bruscas dos impostos indirectos, etc.) possam afectar o comportamento do nível dos preços. Um exemplo claro desta orientação é o estudo de BRUNNER/MELTZER, [2]. Com base na análise dos processos inflacionistas em cinco países (EUA, Holanda, RFA, França, Itália), estes autores concluem que o processo de inflação contínua e acelerada que emergiu a partir de meados dos anos sessenta resulta de mudanças graduais nas políticas monetárias e orçamentais dos países ocidentais. Embora detectem efeitos inflacionistas derivados dos *impulsos* resultantes da política de receitas e despesas dos governos e resultantes do sector externo (através do preço das importações e do aumento da procura externa de produtos domésticos), consideram que o *dominant impulse* é o *impulso monetário*, medido com base nas variações relativas do estoque de moeda.

representation”, um ‘imposto’ que pode ser lançado sem necessidade de qualquer medida legislativa dos parlamentos ou sequer do seu anúncio por parte dos governos, bastando que as autoridades monetárias aumentem a quantidade de moeda em circulação <sup>(333)</sup>.

Tendo em conta o período de tempo decorrido entre os primeiros anos após o termo da 2.ª Guerra Mundial e os pri-

<sup>(333)</sup> Podem considerar-se três tipos de receitas propiciadas pela inflação: 1) montante do papel-moeda adicional emitido pelas autoridades monetárias para financiar despesas do governo ou reembolsar empréstimos anteriores, papel-moeda que vai permitir a criação de um montante adicional de moeda por parte do sistema bancário; 2) receitas inesperadas da cobrança dos impostos, as quais resultam: a) do facto de a matéria colectável ser fixada em termos nominais, o que significa que, com a inflação, aumenta o rendimento nominal das pessoas e das empresas societárias, passando umas e outras a um escalão de taxa superior, o que obriga a um imposto mais elevado, mesmo que não tenha aumentado, ou ainda que tenha diminuído, o seu rendimento real; b) do facto de a inflação originar o aparecimento de ganhos fictícios de capital, que ficam sujeitos a imposto, e do facto de a inflação tornar insuficientes para substituir o capital depreciado as quotas de amortização autorizadas, o que significa que os titulares de empresas e de acções acabam por pagar como imposto, por estas duas vias, uma parte do seu capital; 3) redução do valor real da dívida pública (se esta não for indexada).

Milton Friedman estima que o governo dos EUA terá obtido através da inflação, por estas três vias, mais de vinte e cinco mil milhões de dólares só em 1973 (cerca de oito, treze e cinco mil milhões de dólares, respectivamente), o que, a seu ver, são números suficientemente esclarecedores da resistência dos governos a pôr termo à inflação (cfr. M. FRIEDMAN, [31], 29/30).

Milton Friedman chama, no entanto, a atenção para o facto de a emissão de moeda não poder considerar-se um meio autónomo de obtenção de fundos por parte dos governos, os quais só poderão obter fundos da comunidade por duas vias: os impostos e os empréstimos.

A emissão de moeda traduzir-se-á num autêntico empréstimo na medida em que ela possa ocorrer sem provocar uma subida dos preços. Com efeito, as notas de banco são promessas de pagamento, como os títulos da dívida pública. Só que não vencem juros. Assim sendo, se as pessoas desejarem deter uma quantidade de moeda maior sem um aumento do nível dos preços, isso significa que as pessoas desejam emprestar mais ao governo a uma taxa de juro igual a zero.



meiros anos da década de setenta, o aumento acelerado da quantidade de moeda e a consequente aceleração da inflação registada na generalidade dos países capitalistas dever-se-ia fundamentalmente: a) ao desejo de manter o sistema de taxas de câmbio fixas, que obrigou alguns países — com especial relevo para a R.F.A. e o Japão — a importar inflação dos

A emissão de moeda traduzir-se-á num imposto sobre os saldos líquidos quando dela resulta um aumento do nível geral dos preços. Se o estado decretasse a obrigatoriedade de todos os cidadãos pagarem, a título de imposto, uma dada percentagem dos saldos líquidos por eles detidos ao longo do ano, dificilmente conseguiria cobrar tal imposto. Consegui-lo-á, porém, através do *inflation tax*, o 'imposto' lançado mediante o simples aumento, pelas autoridades monetárias, da quantidade de moeda em circulação.

O governo vai utilizar esta quantidade adicional de moeda no pagamento de bens e serviços; os vendedores destes bens e serviços, como ficam na posse de reservas líquidas de montante superior ao que desejam manter, vão, por sua vez, aumentar as suas despesas de consumo e de investimento, espalhando pelo conjunto da economia a quantidade de moeda criada pelo banco central, num processo porventura potenciado pela actuação do sistema bancário. Este aumento do fluxo de despesas provocará, por sua vez, uma subida dos preços, a qual acabará por reduzir o valor real dos saldos líquidos ao nível desejado. Quer dizer que, no fim deste processo, os titulares de reservas em dinheiro acabam por pagar um imposto equivalente ao montante de moeda que têm de acrescentar àquelas reservas para que elas mantenham o seu valor real.

A taxa deste *inflation tax* depende da percentagem da moeda emitida relativamente ao estoque existente. E a receita que o governo extrai dele para uma dada taxa do imposto depende da dimensão dos encaixes relativamente ao rendimento. Admitamos que a moeda é constituída unicamente por notas de banco e que o governo se propõe aumentar a quantidade de moeda à taxa de 10% ao ano (o que se espera aconteça ao longo dos anos). Se, perante este aumento da quantidade de moeda de 10% ao ano, as pessoas decidem deter reservas líquidas de 10% do seu rendimento anual, então a receita do *inflation tax* corresponderá a 1% do rendimento anual. Se, por hipótese, as pessoas decidissem deter 50% do seu rendimento anual, então a receita do imposto seria de 5% do rendimento anual (Cfr. M. FRIEDMAN, [31], 272/273).

M. Friedman sublinha, finalmente que, também a este respeito, o que verdadeiramente importa não é tanto a inflação como o facto de ela ser antecipada ou não. Quando o governo se lança num processo inflacionista,

E.U.A. <sup>(334)</sup>; b) ao desenvolvimento exagerado do papel e das funções do estado, que terá obrigado muitos governos, sem capacidade ou sem vontade de recorrer ao aumento aberto dos impostos, a recorrer ao expediente do *implicit inflation tax* <sup>(335)</sup>; c) à aceitação da responsabilidade dos governos na prossecução do objectivo do pleno emprego (as políticas de pleno emprego são, para os monetaristas, as primeiras responsáveis pelas situações inflacionistas dos últimos anos).

14.3. — Podemos encontrar na literatura referência a várias espécies de inflação ou a várias causas autónomas de inflação.

Fala-se, nomeadamente, da inflação por pressão da procura (*demand-pull inflation*), resultante de um excesso do inves-

---

as pessoas, de início, poderão não antecipar correctamente a inflação, esperando mesmo que ela seja temporária e aumentando, em consequência, as suas reservas líquidas em termos reais. Mas, logo que a inflação passa a ser antecipada por todos as pessoas, estas reduzem as suas reservas líquidas reais e a receita do *inflation tax* declina acentuadamente.

Em tempo de guerra, porém, quando se tenham já esgotado as possibilidades de recurso a outros impostos, M. Friedman concede que o recurso à inflação pode ser um mal menor (cfr. M. FRIEDMAN, [14], 38).

<sup>(334)</sup> Segundo Harry Johnson, no seio de um mesmo país verifica-se sensivelmente a mesma taxa de inflação em todas as regiões, não obstante diferenças substanciais que possam verificar-se no que se refere às taxas de desemprego registadas em diferentes regiões. Isto porque as várias regiões de um mesmo país integram um único domínio monetário, no seio do qual se usa a mesma moeda e há liberdade de circulação de bens, de capitais e de força de trabalho. Semelhante a esta seria, segundo Johnson, a situação do conjunto dos países capitalistas abrangidos pelo sistema de taxas de câmbio fixas então vigente, entre os quais vigoravam regras que não asseguravam a cada um liberdade bastante para impor barreiras suficientemente elevadas e variadas à circulação de bens, de capitais e de mão-de-obra, de modo a isolar cada uma das economias nacionais das influências que emanam da economia mundial (cfr. H. JOHNSON, [6], 331--333).

<sup>(335)</sup> As situações de hiperinflação seriam sempre, na opinião de Milton Friedman, consequência da incapacidade política ou administrativa dos governos para recorrerem abertamente ao aumento dos impostos (cfr. M. FRIEDMAN, [31], 28).



timento planeado sobre o aforro desejado; da inflação por pressão dos custos (*cost-push inflation*), seja esta do tipo *wage-push inflation* (resultante da pressão derivada de um aumento autónomo de salários) ou do tipo *profit-push inflation* (resultante da pressão dos lucros, exercida por empregadores e empresários); da chamada *inflação estrutural* (resultante, v. g., da inelasticidade da oferta de produtos agrícolas, da incapacidade para aumentar a produção e a oferta de alimentos ao mesmo ritmo da produção e da oferta dos outros bens).

Para os monetaristas, no entanto, estes ou quaisquer outros factores não-monetários só poderão conduzir à inflação na medida em que, em determinadas condições, eles estejam na origem de um aumento da quantidade de moeda em circulação, a uma taxa consideravelmente maior que a taxa corrente de aumento da produção. Esta é, para os monetaristas, a *única causa directa* possível de inflação, não encontrando nos dados empíricos qualquer excepção a esta regra <sup>(336)</sup>.

14.3.1 — Na perspectiva dos monetaristas, pode acontecer que os sindicatos consigam impor subidas dos salários que ultrapassem os ganhos de produtividade. Perante uma tal situação, se as autoridades monetárias mantiverem constante a quantidade de moeda — e admitindo que, em condições normais, é estável ou virtualmente constante a velocidade de circulação da moeda —, o efeito daquele aumento de salários limitar-se-á, no máximo, a uma subida temporária do nível dos preços em determinado(s) sector(es) da economia, a qual será acompanhada por desemprego e seguida por uma baixa dos salários e dos preços em qualquer outro ponto da economia <sup>(337)</sup>. Recusando a ideia de que os sindicatos actuam deliberadamente com o propósito de manter os seus membros desempre-

<sup>(336)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [14], 27/28.

<sup>(337)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [14], 29 e [17], 101.

gados, terá de concluir-se que a acção dos sindicatos poderá provocar a alteração dos preços e salários relativos mas não poderá provocar a inflação (a subida do nível geral dos preços em termos absolutos) <sup>(338)</sup>.

O que acontece, segundo os monetaristas, como já vimos, é que a subida dos salários provoca uma baixa da procura de mão-de-obra, podendo conduzir a situações de desemprego <sup>(339)</sup>. Perante tais situações, pode acontecer que o governo, com o propósito de combater o desemprego, desenvolva medidas de política cujo financiamento implique a criação de moeda e o conseqüente aumento da quantidade de

<sup>(338)</sup> Raciocínio semelhante fazem os monetaristas para o caso de *choques externos* da economia (v. g., a subida do preço do petróleo). Esta subida não pode, por si só, alimentar um processo generalizado de inflação. Se as autoridades monetárias estiverem preparadas para manter a quantidade de moeda, este *choque externo autónomo* pode quando muito provocar a subida dos preços dos bens intensivos em petróleo relativamente aos preços dos restantes produtos. Mas não pode gerar uma inflação generalizada. O aumento do preço do petróleo e dos bens intensivos em petróleo, se a quantidade de moeda se mantiver constante, vai provocar a diminuição do dinheiro disponível para gastar em outros bens, o que se traduzirá em pressão no sentido da baixa dos preços destes bens, com a conseqüente baixa da produção e redução dos salários monetários nos respectivos sectores.

O que pode acontecer é que a baixa dos salários monetários e dos preços nos sectores não intensivos em petróleo provoque ajustamentos ao nível da produção e do emprego. Se as autoridades não querem ver aumentar o desemprego, podem ser levadas a aumentar a quantidade de moeda para tentar pôr de pé políticas que evitem o seu alastramento. O processo inflacionista resultará, então, não do aumento do preço do petróleo, mas da falta de vontade das autoridades para aceitar as conseqüências do desemprego que resultam da não existência de flexibilidade perfeita na economia.

Se a quantidade de moeda aumentar na mesma medida do aumento dos preços do petróleo, este aumento não será compensado pela baixa dos preços em outros sectores da economia e o nível geral dos preços aumenta.

<sup>(339)</sup> Curiosamente, esta tese pré-keynesiana de que os salários altos provocam desemprego seria defendida pelo Primeiro Ministro trabalhista James Callaghan no Congresso do seu partido em 1976. Cfr. M. DESAI, [2], 9.



moeda em circulação. A pressão dos salários poderá então levar à inflação, não porque o aumento dos salários seja necessariamente inflacionista, mas porque ele forçou, por exigência das políticas de pleno emprego, o aumento da quantidade de moeda. Neste caso, como em qualquer outro abrangido pela teoria da inflação-custos, a pressão dos custos só provocará inflação se dela resultar uma expansão monetária que de outro modo se não verificaria.

14.3.2. — Às políticas de pleno emprego de inspiração keynesiana caberia, pois, segundo os monetaristas, a responsabilidade pelas situações de inflação que têm marcado, nas últimas décadas, as economias dos países capitalistas desenvolvidos: “A política de pleno emprego — escreve Friedman <sup>(340)</sup> — é uma invenção moderna para produzir inflação”.

Tais políticas constituiriam — mesmo em situações que, por definição, não são situações de pleno emprego — um estímulo a que todos procurem aumentar as taxas salariais, o que acabará por provocar (ou agravar) o desemprego. A tentativa de o combater, através de políticas expansionistas que implicam o aumento das despesas públicas, o agravamento do défice orçamental e o seu financiamento através da criação de moeda e conseqüente aumento da quantidade de moeda em circulação, é que, por esta última razão, abriria o caminho à inflação.

Para os monetaristas, as situações de inflação (ou de deflação) e de desemprego não devem, pois, configurar-se como situações de desequilíbrio e de crise próprias das economias capitalistas. Devem antes entender-se como o resultado da prossecução dos objectivos de estabilizar a economia e de promover o pleno emprego e dos juízos errados formulados pelos

<sup>(340)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [14], 30.

governos acerca das políticas monetárias e financeiras erradas por eles levadas a cabo com tal propósito<sup>(341)</sup>. Na expressão de Hayek, parafraseando o título de um célebre opúsculo de Keynes, essas situações seriam “the economic consequences of Lord Keynes”<sup>(342)</sup>.

Mas, ainda no que se refere a estas políticas financeiras de inspiração keynesiana, o que verdadeiramente provoca a inflação, no entendimento dos monetaristas, é o financiamento do aumento das despesas públicas que elas implicam mediante o recurso a expedientes que se traduzem em aumento da quantidade de moeda em circulação. Os défices orçamentais, resultantes do facto de o montante das despesas públicas ser superior à receitas dos impostos, não são, necessariamente, geradores de inflação. Milton Friedman di-lo expressamente em alguns dos seus trabalhos: “a questão de saber se os défices produzem inflação depende do modo como são financiados”; “a política financeira, em si mesma, não tem qualquer importância no que se refere à inflação. O que é importante é o modo como as despesas são financiadas”.

Na óptica dos monetaristas, são *neutras*, relativamente à inflação, as *pure macro fiscal actions*, i. é, as despesas públicas cujo financiamento não provoca aumento da quantidade de moeda em circulação. Que dizer: são neutras as despesas públicas financiadas com impostos, e não provocarão inflação os défices que forem financiados através do recurso a emprés-

<sup>(341)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [33], 9 e F. HAYEK, [5], 115-118. Tais erros, acredita Friedman, “ao menos em princípio, são susceptíveis de ser corrigidos pelo progresso da ciência económica positiva”.

<sup>(342)</sup> “A responsabilidade pela actual inflação à escala mundial, lamento dizê-lo, cabe por inteiro aos economistas, ou pelo menos àquela grande maioria dos meus colegas economistas que aderiram aos ensinamentos de Lord Keynes. O que nós estamos a viver são simplesmente as consequências económicas de Lord Keynes” (cfr. F. HAYEK, [5], 115).



timos contraídos junto do público. Nestes casos, sustenta Friedman, “o governo gasta os fundos em vez do contribuinte ou da pessoa que teria obtido por empréstimo os mesmos fundos”. Diferentemente, “se, como tantas vezes acontece, [os défices] são financiados mediante a criação de moeda, eles produzem necessariamente pressões inflacionárias” <sup>(343)</sup>.

14.4. — Em suma: também por aqui se chegaria à conclusão de que a inflação é sempre um fenómeno puramente monetário. Os monetaristas propõem, portanto, uma *teoria unitária da inflação*, ligando a sua explicação ao aumento da quantidade de moeda em circulação e não aos vários factores que o podem desencadear. O que verdadeiramente conta para os monetaristas, como causa da inflação, é a expansão da quantidade de moeda, desvalorizando por completo a diversidade das fontes dessa expansão (ou das formas que ela pode revestir).

E como todas as fontes da expansão monetária são equivalentes, Milton Friedman não teve qualquer problema em supor que o aumento da quantidade nominal de moeda se verifica através do lançamento de notas de banco a partir de um helicóptero. “Vamos supor — escreve M. Friedman <sup>(344)</sup> — que um dia um helicóptero voa sobre esta comunidade e deixa cair do céu um montante suplementar de \$1,000 em notas de banco, que, é claro, é apressadamente recolhido pelos membros da comunidade”.

<sup>(343)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [27], 915 e J. STEIN, [2], 2. Friedman observa, no entanto, que “se os défices públicos forem financiados com empréstimos contraídos junto do público, qualquer que seja a taxa de juro necessária, eles podem ainda exercer ligeira pressão inflacionária. Contudo, o seu efeito principal será o de elevar as taxas de juro para valores superiores aos que de outro modo se verificariam”. Esta ideia de que os défices financiados com empréstimos contraídos junto do público podem provocar “some minor inflationary pressures” retoma, aliás, um ponto de vista já defendido pelo autor em artigo na *Newsweek*, de 7.8.1967.

<sup>(344)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [24], 4/5.

Este exemplo ilustra bem a tese monetarista, pressuposta no modelo quantitativista, de que a oferta de moeda é um *factor exógeno* relativamente à economia, i. é, resulta de decisão das autoridades monetárias, em função de critérios que elas próprias impõem. Esta caracterização da oferta de moeda — que implica a independência das funções da oferta de moeda e da procura de moeda —, bem como a estabilidade da função da procura de moeda são pressupostos fundamentais da teoria monetarista da inflação.

Diferente é o ponto de vista dos keynesianos, segundo os quais a oferta de moeda é considerada um *factor endógeno* ao sistema, i. é, resulta de solicitações da própria vida económica, a que as autoridades monetárias não podem deixar de corresponder em maior ou menor medida. Se a oferta de moeda varia em função das necessidades reais da economia, é claro que não pode considerar-se dependente em absoluto de decisões mais ou menos arbitrárias das autoridades monetárias, o que quer dizer que ela não pode aumentar sem mais nem menos, de um momento para o outro, inesperadamente.

Precisamente por isso, não é indiferente, para os keynesianos, a origem de um aumento da oferta de moeda. Se se tratar de um aumento líquido inesperado (como na hipótese do helicóptero), os beneficiários deste aumento poderão decidir-se a gastá-lo, aumentando directa e imediatamente a procura de bens e serviços; mas o mesmo já não acontecerá quando o aumento da quantidade de moeda em circulação resulta de operações de *open market*, significando uma simples redistribuição da riqueza entre moeda e títulos <sup>(345)</sup>.

14.5. — Vale a pena adiantar alguns conceitos e esclarecer certas distinções antes de vermos os argumentos que levam os

---

<sup>(345)</sup> Cfr. J. TREVITHICK, [1], 124/125.



monetaristas a considerar a inflação como a doença mais grave das economias capitalistas <sup>(346)</sup>.

Começemos pela distinção entre *inflação sustentada* e *inflação intermitente*. A primeira é a que se traduz numa taxa de crescimento dos preços mais ou menos constante; a segunda caracteriza-se pelo facto de, a períodos de forte explosão inflacionista, se seguirem períodos de crescimento mais lento da taxa de inflação, em regra como consequência de medidas drásticas adoptadas para contrariar a aceleração verificada no período anterior.

Mais importante — mais importante mesmo, para os monetaristas, que a distinção entre inflação e deflação — é a distinção entre *inflação aberta* (ou declarada) e *inflação reprimida* (ou oculta). A *inflação aberta* é aquela em que os preços — incluindo salários, taxas de juro e taxas de câmbio — podem crescer livremente, de acordo com as flutuações do mercado, sem qualquer controlo governamental. A *inflação reprimida* é aquela em que o governo tenta suprimir as manifestações das pressões inflacionistas através da fixação de preços máximos de bens e serviços — não necessariamente de todos os bens e serviços, mas de um núcleo importante deles —, incluindo os salários, rendas, taxas de juro e taxas de câmbio.

Tratando-se de uma inflação aberta e sustentada, ela acabará por ser, a breve prazo — sobretudo se forem moderadas as taxas de subida dos preços —, uma *inflação antecipada*. As pessoas esperarão que os preços continuem a subir sensivelmente à taxa média registada nos últimos períodos anteriores e esta antecipação será tida em conta em todos os cálculos económicos, através de cláusulas de indexação, acabando por se

<sup>(346)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [14], 46; [18], 112-118; [30], 273-275; [33].

esbater quase inteiramente os efeitos da inflação em matéria de redistribuição do rendimento e da riqueza <sup>(347)</sup>.

Já nas situações de inflação intermitente, aos solavancos, as pessoas demoram mais tempo a reconhecer qual o sentido da variação dos preços e a inflação tenderá a permanecer como inflação não-antecipada <sup>(348)</sup>.

Segundo os monetaristas friedmanianos, quando a inflação é *perfeitamente antecipada*, a taxa de desemprego tende a fixar-se à volta da *taxa natural de desemprego*, ainda que a taxa de inflação seja elevada, desde que ela se mantenha constante e os preços possam variar todos livremente. Nesta hipótese, a inflação seria *neutra* relativamente às grandezas reais da economia (dir-se-ia que *only surprise matters*), variando apenas a dimensão dos saldos monetários desejados pelos agentes económicos <sup>(349)</sup>.

Quando a inflação é *não-antecipada* (o que acontece especialmente quando a taxa é *elevada e variável*), as condições de incerteza dificultam o funcionamento da economia, até porque

---

<sup>(347)</sup> Milton Friedman salienta, no entanto, que se os efeitos de uma inflação aberta, de taxas relativamente moderadas e estáveis, podem não ser muito nocivos em países de economia quase inteiramente monetária, já o mesmo pode não se verificar em países em que uma grande parte da população vive à margem da economia monetária e não domina suficientemente os mecanismos financeiros (Cfr. M. FRIEDMAN, [14], 47/48).

<sup>(348)</sup> Os textos clássicos desta ênfase posta pelas modernas correntes monetaristas na distinção entre *inflação antecipada* e *inflação não-antecipada* são os de E. S. PHELPS, [1], e de M. FRIEDMAN, [27].

<sup>(349)</sup> Na sua *Presidential Address* à AEA James Tobin comenta deste modo o ponto de vista friedmaniano expresso no texto: "De acordo com [esta] teoria económica, o custo social fundamental da inflação antecipada é o desperdício no uso de recursos para economizar moeda e outros meios de pagamento que não rendem juros. Suspeito que leigos inteligentes ficariam completamente admirados se concluíssem ser este o grande perigo de que os economistas vêm falando. Eles imaginaram um cataclismo muito mais devastador, com o Vesúvio punindo vingadoramente os pecadores. Viagens extra entre bancos de aforro e bancos comerciais? Que anti-clímax" (cfr. J. TOBIN, [8], 15).



normalmente intervêm políticas que agravam as suas consequências negativas (controlo de preços e salários).

A *variabilidade* da inflação acentua o contraste entre os que ganham e os que perdem com a inflação. Daí que aos riscos económicos resultantes das dificuldades de planeamento dos empresários se acrescentem os riscos de perturbações sociais e políticas mais ou menos violentas, dada a dificuldade dos trabalhadores em se prevenirem contra as perdas do seu poder de compra.

A variabilidade da inflação contribui para o aumento da taxa natural de desemprego. Por dois motivos principais. Em primeiro lugar, a incerteza acerca do futuro reduz a "duração óptima" dos contratos não indexados, ao mesmo tempo que estimula o recurso à indexação em busca de alguma protecção; daqui resultam rigidezes que reduzem a eficiência económica e, presumivelmente, o emprego. Em segundo lugar, a variabilidade da inflação dificulta a 'leitura' dos *preços relativos* (que inspiram a escolha dos agentes económicos) através dos *preços absolutos*. Daqui resulta uma quebra da produtividade do sistema, com efeitos negativos no emprego, tanto mais prováveis e mais violentos quanto maior for o grau de variabilidade da inflação.

14.6. — Os monetaristas atribuem à inflação consequências negativas em vários domínios. A inflação opera transferências indesejáveis e inconvenientes do rendimento e da riqueza, agravando as desigualdades sociais e agudizando os conflitos; acentua a instabilidade e a desigualdade do leque salarial, dadas as diferentes capacidades de reacção dos vários sectores profissionais e consequentes diferenças nas taxas de reajustamento; desencoraja o aforro voluntário, em benefício de actividades especulativas e da fuga de capital; favorece o investimento especulativo em estoques, em prejuízo do inves-

timento produtivo; os 'ganhos da inflação', sobretudo quando não existe classe empresarial dinâmica, são muitas vezes desviados para colocações no estrangeiro, despesas de prestígio e fenómenos de 'fuga à moeda' (compra de ouro e jóias, antiguidades, obras de arte, etc); o "implicit inflation tax" adormece os responsáveis relativamente à busca de meios mais 'saudáveis' de financiamento das despesas públicas, até porque aumenta a dificuldade do estado em colocar junto do público os títulos da dívida pública (a não ser à custa da subida acentuada da taxa de juro, necessária também para desincentivar a fuga de capitais); a inflação provoca ou agrava défices da balança de pagamentos; provoca a distorção das estruturas produtivas (desencoraja o investimento em actividades voltadas para a exportação; favorece os investimentos imobiliários em bens de luxo, em prejuízo de investimentos que contribuem para aumentar e melhorar a capacidade de produção, as infraestruturas básicas do desenvolvimento económico e o capital fixo social; prejudica os projectos de investimento que não sejam rentabilizáveis a curto prazo, dada a maior dificuldade — e o maior custo — da obtenção de financiamentos a longo prazo <sup>(350)</sup>).

14.6.1. — Mas os monetaristas sustentam também que a inflação é igualmente "o caminho para o desemprego", como

<sup>(350)</sup> Para uma síntese dos inconvenientes da inflação na óptica dos monetaristas, cfr. M. FRIEDMAN, [9], 182-187. A principal conclusão do autor é a que afirma que "um nível dos preços altamente flutuante é tão perturbador do crescimento económico como da estabilidade económica". "Bem vistas as coisas — observa Friedman —, a única conclusão que talvez se justifique é aquela de que tanto os preços crescentes como os preços decrescentes são compatíveis com o rápido crescimento económico, desde que as variações dos preços sejam razoavelmente regulares, de dimensão moderada e razoavelmente predizíveis. Mas as variações irregulares e imprevisíveis da direcção dos preços são aparentemente tão perturbadoras do crescimento como da estabilidade económica". Em suma: "Um nível dos preços altamente flutuante é tão perturbador do crescimento como da estabilidade económica".



procurou mostrar Hayek num artigo de 1974 <sup>(351)</sup>. Foi, porém, a partir da *Nobel Lecture* de Milton Friedman que o discurso teórico então produzido pelo laureado professor de Chicago começou a alimentar a tese corrente nos escritos de inspiração monetarista segundo a qual entre as consequências negativas mais salientes da inflação deve contar-se, actualmente, o facto de ela provocar, sobretudo quando se atingem taxas elevadas, um aumento do desemprego e uma baixa da produção (ou pelo menos a sua estagnação) <sup>(352)</sup>.

Os adeptos das teses avançadas por Friedrich Hayek e por Milton Friedman sustentam que a inflação e as distorções dela resultantes empurram um número crescente de trabalhadores para empregos que dependem da continuação ou mesmo da aceleração da inflação, provocando situações de crescente instabilidade, em que uma parte crescente dos postos de trabalho depende da aceleração do processo inflacionista. Nestas

<sup>(351)</sup> Cfr. F. HAYEK, [5].

<sup>(352)</sup> Apesar das cautelas e das incertezas (ou poucas certezas) do próprio Milton Friedman ([33]), acerca da sua hipótese de uma *Curva de Phillips de inclinação positiva* (isto é, da existência de uma relação directa e estável entre inflação e desemprego), têm sido os argumentos friedmanianos os invocados por todos os autores e governos de orientação monetarista como justificação da necessidade de lutar contra a inflação (a *stagflation* ou a *slumpflation*) antes de tudo e a todo o custo.

Os argumentos de Milton Friedman já ficam expostos atrás (cfr. *supra*, n.º 6.4.). Segundo um *Memoranda on Monetary Policy* da Câmara dos Comuns britânica (1979), o próprio Milton Friedman reconheceu não existir qualquer razão empírica ou teórica decisiva para que se pense existir, como regra geral, uma relação positiva entre inflação e desemprego (*apud* HIGHAM/TOMLINSON, 28). Estudos empíricos relativos a vários países, embora apontem no sentido de que a estabilidade da inflação tende a aumentar à medida que aumenta a taxa da inflação (este é, como vimos, um dos argumentos invocados por Milton Friedman em favor da sua hipótese de uma *Curva de Phillips de inclinação positiva*), não têm trazido qualquer apoio sério à tese de que existe uma relação positiva entre a taxa de inflação e o nível do desemprego (para mais informações, cfr. HIGHAM/TOMLINSON).

condições, qualquer tentativa de refrear o ritmo da inflação conduzirá imediatamente a um nível de desemprego de tal modo elevado que as autoridades responsáveis pela política económica serão tentadas a abandoná-la, adoptando medidas de expansão rápida da economia e relançando de novo o processo inflacionista, na convicção de que assim reduzirão o desemprego.

Só que, perante as taxas elevadas da inflação e o seu ritmo (cada vez mais) acelerado, as autoridades monetárias ver-se-ão em breve forçadas a adoptar medidas restritivas, 'arrefecendo' a economia e provocando aumento do desemprego. E o ciclo continuará. Simplesmente, em cada novo período seria necessária uma dose maior de inflação para restaurar o emprego, e seria necessária uma recessão mais acentuada e um volume maior de desemprego para combater a renovada aceleração da inflação e mesmo para se conseguir tão só sustentar o ritmo do processo inflacionista, o que significa que, ao fim de certo tempo, esta política deixará de poder utilizar-se <sup>(353)</sup>.

E se é ponto assente para os monetaristas que nenhuma política activa pode assegurar, simultaneamente, os objectivos da contenção da inflação e da realização do pleno emprego, também não há dúvida de que a opção dos monetaristas vai toda no sentido de combater a inflação (qualquer que seja o preço a pagar em termos de desenvolvimento económico e de desemprego), até porque esta é, afinal, o caminho para o desemprego, e é também o caminho para a destruição da 'racionalidade' e da 'eficiência' do sistema económico. Em resultado da experiência e não da teoria — escreve Milton

---

<sup>(353)</sup> É este comportamento da inflação que justifica a comparação da inflação com o álcool e a droga: se a princípio podem parecer estimulantes, os seus efeitos destruidores e desestruturantes começam a fazer-se sentir logo que desaparece a euforia inicial. Também aqui a habituação exige doses cada vez maiores para obter resultados fugazes a curto prazo, com projecções no futuro cada vez mais graves.



Friedman <sup>(354)</sup> — “há hoje um amplo consenso (...) no sentido de que o objectivo de longo prazo da política monetária deve ser a estabilidade dos preços ou, mais genericamente, o controlo do nível absoluto dos preços”.

14.6.2. — Ao fim e ao cabo, podemos concluir que todos os efeitos deletérios apontados à inflação decorrem, em última análise, do facto de ela perturbar o funcionamento do mercado e desvirtuar (ou impedir) a acção orientadora do mecanismo dos preços, arrastando consigo (graves) distorções e desperdícios na atribuição dos recursos disponíveis (materiais e humanos). E se os males da inflação podem ser mais ou menos neutralizados, nas condições acima resumidas, quando se trata de inflação aberta, todos eles se agravam e se tornam em grande medida inevitáveis quando se lida com a inflação reprimida <sup>(355)</sup>.

Daí que o maior perigo da inflação aberta resida essencialmente na tentação de deixar continuar a subir a taxa de inflação (uma vez que a economia mostra ser capaz de se adaptar a ela) e na tentação mais grave de os governos procurarem reprimir

<sup>(354)</sup> Cfr. “Monetary Policy — Theory and Practice”, em *Journal of Money, Credit and Banking*, n.º1, Fev./1982 (apud G. D’ALAURO, 51).

<sup>(355)</sup> Par ilustrar a diferença entre os efeitos da inflação aberta e os da inflação reprimida recorre Milton Friedman à história das inflações alemãs depois da 1.ª Grande Guerra e depois da 2.ª Grande Guerra. No primeiro caso, viveu-se uma situação de hiperinflação, com períodos em que os preços duplicavam todas as semanas ou mesmo todos os dias. Entre os graves danos causados por tal situação à economia e à sociedade alemãs destaca-se o empobrecimento das classes médias, que não foi indiferente ao ‘êxito’ do nazismo alguns anos mais tarde. Mas, porque se tratou de um processo de inflação aberta, a produção não baixou e a Alemanha foi mesmo um dos poucos países que não experimentou uma depressão acentuada em 1920/21. Isto porque — alega M. Friedman — o sistema de preços continuou a funcionar e a ser usado como mecanismo de atribuição de recursos, apesar de, depois de uma certa altura, as pessoas começarem a recorrer a toda a espécie de cláusulas de indexação, a ligar os seus contratos ao valor de mercado em moeda estrangeira (o mercado de divisas continuou igualmente como mercado livre).

a inflação quando esta atinge taxas elevadas, lançando mão de medidas tendentes ao controlo de preços e salários. À inflação reprimida — que considera capaz de “destruir o sistema de livre empresa e, juntamente com ele, a liberdade política” — M. Friedman declara preferir o *mercado negro*, prática que, a seu ver, teria salvo a economia francesa nos anos que se seguiram ao fim da Segunda Guerra Mundial. Condenável no plano da moral dos comportamentos individuais, o mercado negro seria socialmente útil nas situações em que os governos procuram impor o controlo geral de preços e salários: em tais situações, ele promoveria a mais rápida adequação do sistema de preços ao processo inflacionário, evitando as distorções que, sem ele, resultariam daquela política governamental <sup>(356)</sup>.

No segundo caso, perante as pressões inflacionistas existentes, recorreu-se ao controlo dos preços; a desorganização resultante do não funcionamento do mecanismo dos preços foi de tal ordem que a moeda deixou de ter valor, adoptando-se como moeda os cigarros para as pequenas transacções e o cognac para as transacções mais importantes. Até que, 1948, o ministro da economia Ludwig Erhard introduziu uma reforma monetária, eliminou o controlo dos preços e permitiu o livre funcionamento dos mecanismos do mercado. E tanto teria bastado para explicar, aos olhos de Milton Friedman, o ‘milagre alemão’. A duplicação da produção no curto espaço de alguns anos não se deveria, segundo o professor de Chicago, ao génio dos alemães, nem seria consequência de qualquer novo investimento, da descoberta de novas técnicas ou da abertura de novos mercados, sendo apenas o resultado natural de se ter permitido o livre funcionamento do sistema de preços.

<sup>(356)</sup> Embora reconheça que os *especuladores* são o alvo privilegiado da condenação por parte de todos aqueles cujo estatuto económico e social é degradado pela inflação e de todos os que consideram a especulação como actividade moralmente condenável, Milton Friedman sustenta a utilidade social dos especuladores, na medida em que eles “prestam geralmente um valioso serviço à sociedade, acelerando o ajustamento do sistema de preços ao impulso inflacionário”. Isto mesmo só confirmaria, aliás, que uma das características mais interessantes da economia como ciência reside em que quase tudo o que é verdadeiro para os indivíduos é falso para a sociedade e quase tudo o que é verdadeiro para a sociedade é falso para cada indivíduo considerado isoladamente (cfr. M. FRIEDMAN, [14], 28 e 56 e [30], 275-278).



Milton Friedman põe em relevo a lição de Hayek acerca do papel essencial que cabe ao mecanismo dos preços: “transmitir cabalmente, com eficiência e a baixo custo, as informações de que carecem os agentes económicos para decidir o que produzir, como produzir e como utilizar os recursos de que dispõem” <sup>(357)</sup>. E se Friedman considera o sistema de preços como “a única técnica até hoje descoberta ou inventada para uma eficiente afectação de recursos”, Hayek afirma que se esta técnica tivesse sido o resultado de uma acção humana deliberada, “teria sido aclamada como um dos grandes triunfos [ou “maravilhas”] do espírito humano”. O problema económico fundamental que se coloca à construção da “rational economic order” é o da utilização da informação, que não está, na sua totalidade, ao dispor de cada um dos agentes económicos. Resolver este problema económico fundamental é a função do mecanismo dos preços, enquanto “mecanismo de comunicação da informação”, enquanto mecanismo através do qual “a informação é constantemente comunicada e adquirida”, enquanto mecanismo que “coordena as acções separadas das diferentes pessoas no mesmo sentido”, assegurando assim um “efficient economic system” <sup>(358)</sup>.

A informação que aqui está em causa traduz-se, essencialmente, numa informação acerca dos *preços relativos* (do preço de um produto relativamente ao de outro, do preço de um factor de produção relativamente ao de outro, dos preços actuais relativamente aos preços futuros, etc.), a qual é colhida, na prática, das indicações acerca dos *preços absolutos*.

Se o nível dos preços é estável ou varia a uma taxa constante, é relativamente fácil extrair deles a informação correcta acerca dos preços relativos. Se, pelo contrário, é muito variável

<sup>(357)</sup> É a síntese do próprio M. FRIEDMAN, [33], 27, da tese exposta em 1945 em F. HAYEK, [6].

<sup>(358)</sup> Cfr. F. HAYEK, [6].

a taxa de inflação, torna-se praticamente impossível extrair do sistema dos preços absolutos quaisquer indicações minimamente correctas acerca dos preços relativos, o que não deixará de provocar, no plano económico, enormes desperdícios na atribuição dos recursos disponíveis e distorções mais ou menos graves na actividade económica. É que a distorção dos sinais fornecidos pelo sistema de preços levaria a que empresários, trabalhadores e outros agentes económicos sejam enganados pela inflação, acreditando que os preços dos seus bens e serviços estão a subir relativamente aos outros, quando o que se verifica é uma subida generalizada dos preços. E como é diferente a velocidade de ajustamento das diferentes indústrias e demais sectores da economia às condições específicas da inflação, os recursos são preferentemente canalizados para aqueles sectores em que os preços são mais variáveis, sejam ou não os mais convenientes ao correcto desenvolvimento da actividade económica.

14.6.3. — Cremos poder afirmar que, em geral, os autores que se reclamam da herança keynesiana defenderão que a inflação é um problema menos grave que o desemprego. Para os mais tolerantes para com os processos inflacionistas, estes limitar-se-iam a produzir uma redistribuição inconveniente e/ou indesejável do rendimento, enquanto que o desemprego arrasta consigo necessariamente uma diminuição do rendimento real da comunidade, para além de outros custos sociais muito pesados.

Este não é, claramente, o ponto de vista dos monetaristas. Como vimos atrás, eles chamam a atenção, por um lado, para o facto de o problema do desemprego não ser tão grave como os números brutos das estatísticas podem indiciar (uma vez que uma parte substancial do desemprego seria *desemprego voluntário*), e para o facto de um elevado nível de emprego não signifi-



ficar necessariamente uma utilização óptima dos recursos disponíveis. E põem em relevo, por outro lado, como acabamos de ver, as consequências fortemente negativas da inflação, designadamente a distorção da estrutura global da economia, distorção que, mais cedo ou mais tarde, tornaria inevitável uma taxa de desemprego ainda mais elevada do que a que se verificaria se não se tivesse prosseguido uma política activa de pleno emprego.

Muitos defendem que, em regra, as pessoas resmungam contra a inflação, mas votam em função do nível do emprego, o que explicaria que os governos não percam as eleições por causa da inflação, mas as possam perder por causa do desemprego. Isto é: mesmo do ponto de vista social e político, o desemprego é um problema mais grave do que a inflação.

Discordam Milton Friedman e os seus adeptos, afirmando sempre o ponto de vista de que a inflação é o mais grave problema que se levanta às economias capitalistas, considerando mesmo que ela é a mais importante fonte de perturbação política em todo o mundo e insistindo, conseqüentemente, na urgência de se adoptarem medidas que tornem politicamente viável acabar com a inflação, antes que ela acabe com a "free society" <sup>(359)</sup>.

E Hayek, tendo em conta os efeitos negativos da inflação sobre o núcleo essencial da "ordem económica racional" (o mecanismo dos preços), entende que o processo inflacionista "só pode ser tolerado por aqueles que desejam destruir a *market order* e substituí-la por um sistema comunista ou por outro sistema totalitário" <sup>(360)</sup>.

<sup>(359)</sup> Cf. M. FRIEDMAN, [31], 45/46.

<sup>(360)</sup> Cf. F. HAYEK, [5], 116-119. Por vezes, invoca-se mesmo o 'fantasma' de Lenine, lançando mão da célebre passagem de Keynes ("The Economic Consequences of the Peace", 1919): "Diz-se que Lenine declarou que o melhor caminho para destruir o sistema capitalista é o de perver-

Se esta foi sempre a maneira de ver dos monetaristas, já vimos que, perante os éxitos das políticas keynesianas ao longo dos anos 50 e 60, não houve condições para que ela ganhasse credibilidade, nem do ponto de vista teórico nem no plano da política económica. Só a emergência da *estagflação*, no início dos anos setenta, veio criar o clima para que os monetaristas colocassem no pelourinho as políticas keynesianas e transformassem a inflação em inimigo público número um.

A noção friedmaniana de *taxa natural de desemprego* e a sua interpretação da Curva de Phillips têm servido, a partir de 1968 (ano da publicação da *Presidential Address* de Milton Friedman), a opção monetarista pela desvalorização dos perigos e dos custos sociais do desemprego quando comparados com os custos sociais da inflação.

Para os monetaristas friedmanianos, o *trade-off* phillipsiano é uma relação temporária, que se verifica apenas a curto prazo. A longo prazo, a taxa natural de desemprego é independente da inflação. Assim sendo, o que tem de se comparar são os *custos de um crescimento permanente da inflação* com os *ganhos de uma redução temporária do desemprego*.

Os neokeynesianos (R. Hall, Tobin, Solow e Modigliani) entendem que, sendo reduzidas as perdas resultantes de uma inflação antecipada, vale a pena prosseguir políticas expansionistas que geram inflação para combater o desemprego (ainda que à custa de inflação crescente).

Os monetaristas, ao contrário, empenham-se em mostrar que o custo da redução do desemprego mediante políticas activas de inspiração keynesiana excede os seus benefícios. Vale a

---

ter a sua moeda. (...) Lenine tinha certamente razão. Não há meio mais subtil e mais seguro de derrubar as bases da nossa sociedade actual do que o de perverter a sua moeda. O processo compromete todas as forças ocultas da lei económica do lado da destruição e fã-lo de maneira que nenhum homem em um milhão é capaz de o diagnosticar” (cfr. J. KEYNES, *CW*, t. IX. 57).



pena deflacionar a economia para combater a inflação qualquer que seja a dimensão exigida do aumento temporário do desemprego, especialmente quando a taxa de inflação se encontra acima do seu "nível ótimo".

Mas ainda que se ponha em causa aquela ideia de que o custo da redução do desemprego excede os seus benefícios, pode justificar-se um aumento do desemprego (ainda que bastante amplo) para se conseguir uma pequena redução da inflação. Isto com base na ideia de que os custos de uma inflação sustentada são mais pesados que os custos do desemprego. Se uma redução temporária do desemprego causa um aumento permanente da inflação, então o valor presente dos consequentes custos sociais futuros pode muito bem exceder os ganhos temporários de curto prazo. O desemprego, ainda que elevado, é um preço que vale a pena pagar para conseguir a estabilidade dos preços <sup>(361)</sup>.

Em 1971, Harry Johnson defendia que as teses monetaristas não se consolidariam a ponto de se transformarem em nova ortodoxia. Por falta de credibilidade científica, mas também, e principalmente, porque continuava a ser correcta a perspectiva keynesiana da inflação como um problema bastante menos importante do que o desemprego em massa (*o desemprego involuntário*) <sup>(362)</sup>.

Os neokeynesianos mantêm, em geral, uma atitude mais 'tolerante' para com a inflação do que os monetaristas. Em 1972, James Tobin defendia que a inflação "não merece o *diché* de ser o 'imposto mais cruel'" e tornava clara esta ideia: "os custos sociais do desemprego involuntário são a maior parte das vezes óbvios e imediatos. Os custos sociais da inflação só vêm mais tarde". E, comentando as medidas tomadas em 1971/72

<sup>(361)</sup> Neste sentido, cfr. M. FELDSTEIN, 749-765.

<sup>(362)</sup> Cfr. H. JOHNSON, [4], 12.

pelas autoridades dos E.U.A., dominadas por uma *visão catástrofica da inflação*, Tobin escreve: “Raramente uma sociedade fez sacrifícios tão grandes, imediatos e tangíveis para se prevenir contra uma calamidade mal definida, incerta e eventual” <sup>(363)</sup>.

A experiência dos anos 70 e 80 levou os neokeynesianos a ‘endurecer’ um pouco a sua posição relativamente à inflação e aos problemas que ela levanta, nomeadamente no contexto da *estagflação* <sup>(364)</sup>. O próprio Tobin já em 1972 confessava que “a virulência e a obstinação da inflação nos E.U.A. — e, verdadeiramente, em todo o mundo — foi uma desagradável surpresa para a maior parte dos economistas, incluindo eu próprio, naturalmente”. Concluía, no entanto, que continuava a ser válida a possibilidade de escolher entre inflação e desemprego.

Em 1978, James Tobin admite ter sido “demasiado otimista acerca do *trade-off* [inflação/desemprego] e demasiado céptico acerca das perspectivas aceleracionistas”, o que o não impedia de persistir na aceitação do *trade-off*, embora com mais prudência. A ideia de que é possível atacar o mal (o desemprego, segundo os keynesianos) utilizando o mal menor (a inflação) como instrumento mantém-se, pois, no pensamento de Tobin. Em 1983, ele afirma que “a política financeira e monetária keynesiana é mais relevante hoje do que em qualquer outra época desde a Grande Depressão” <sup>(365)</sup>.

Mais recentemente, em finais de 1988, James Tobin veio de novo colocar em primeiro plano o problema do desemprego (e do nível da produção), ao tornar claras as consequên-

<sup>(363)</sup> Cfr. J. TOBIN, [8], 15/16.

<sup>(364)</sup> Poucos subscreverão hoje o ponto de vista de F. Hahn (*apud* G. D’ALAURO, 67), segundo o qual “a inflação como tal não é um perigo relevante, nem implica um custo no sentido em que os economistas utilizam este termo”.

<sup>(365)</sup> Acompanhámos estas últimas obras de James Tobin através de referências colhidas em G. D’ALAURO, 55 ss.



cias intoleráveis das políticas monetárias ditadas pela preocupação de abater “the monster of inflation” e ao concluir que “a persistência nos anos 80, fora da América do Norte, de elevadas taxas de desemprego e de estagnação concede renovada credibilidade à teoria e à política keynesianas” <sup>(366)</sup>.

### 15. — O keynesianismo e a concepção da inflação.

15. — É ideia corrente a de que a inflação não foi um tema central nas preocupações de Keynes. E assim é, em boa medida. Mas isto não significa que Keynes não se tenha preocupado com a inflação e com a necessidade de lhe pôr cobro. Nem admira que assim seja, dadas as dramáticas hiperinflações que se registaram no período subsequente à 1.ª Guerra Mundial e dados os receios de novo surto inflacionista, que surgiram, naturalmente, logo que eclodiu a 2.ª Guerra Mundial.

Keynes ocupou-se da inflação em *The Economic Consequences of the Peace* (1919) <sup>(367)</sup>. E no *Treatise* (1930) as preocupações de Keynes com a inflação e os seus perigos man-

<sup>(366)</sup> Cfr. J. TOBIN, [15]. Neste trabalho Tobin condena as políticas de cariz monetarista levadas à prática na Europa e nos EUA, como reacção ao pavor provocado pelos surtos inflacionistas imputados aos choques do petróleo de 1973/74 e de 1979, as quais desencadearam as mais sérias e prolongadas interrupções do crescimento económico e a taxa mais elevada de desemprego registadas desde a Grande Depressão.

<sup>(367)</sup> Keynes concorda, como vimos há pouco, com o ponto de vista atribuído a Lenine segundo o qual “a melhor maneira de destruir o sistema capitalista é o de perverter a sua moeda” por meio de um processo contínuo de inflação. E insurge-se contra o facto de “nas últimas fases da guerra todos os governos beligerantes praticarem, por necessidade ou incompetência, aquilo que um bolchevista teria feito deliberadamente”, e de, mesmo depois de terminada a guerra, “a maior parte deles continuarem, devido a fraqueza, os mesmos condenáveis procedimentos”. “Estes governos — conclui J. KEYNES, *CW*, vol. IX, 57/58 — estão a tornar rapidamente impossível a continuação da ordem económica e social do século dezanove, sem terem qualquer plano para a substituir”.

têm-se, apesar de o livro surgir quando a Grã-Bretanha vivia há mais de cinco anos com deflação e desemprego. Marcada decisivamente pela profunda depressão de finais dos anos 20 e primeiros anos da década de 30, a *General Theory* concede pouco espaço e pouca importância à inflação. Mas as preocupações de Keynes com a inflação ressurgiram logo que, em 1937, antevendo uma guerra que parecia iminente, o Reino Unido iniciou um programa de armamento e de recrutamento. Em 1940, Keynes publicou o famoso ensaio *How to Pay for the War*. Consciente da “grande injustiça social” resultante da inflação e convicto de que a inflação deixara de ser um instrumento eficiente de financiamento, o objectivo de Keynes foi o de apresentar um programa específico de financiamento do esforço de guerra que evitasse o perigo (previsível) de uma espiral inflacionista.

15.1. – Na *General Theory* Keynes caracteriza as situações que designa por “absolute inflation” ou “true inflation”. Sendo igual a zero a elasticidade da oferta logo que se atinge o pleno emprego, qualquer aumento da procura efectiva para além do montante correspondente ao pleno emprego só pode traduzir-se em aumento do nível geral dos preços. “Quando um novo aumento da procura efectiva não produz qualquer novo aumento da produção – escreve Keynes – (...), atinge-se uma situação que pode designar-se apropriadamente por inflação verdadeira” <sup>(368)</sup>.

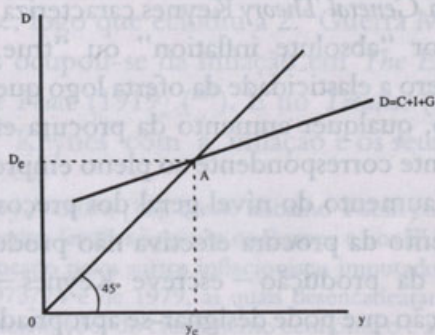
15.2. – Foi em *How to Pay for the War* que Keynes expôs a sua caracterização da inflação a partir da noção de *hiato inflacionista* (“inflationary gap”) <sup>(369)</sup>.

<sup>(368)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 303.

<sup>(369)</sup> Cfr. J. KEYNES, *CW*, vol. IX, 367 ss (especialmente 416-422). Segundo P. BIACABE, 21, a expressão *inflationary gap* foi utilizada pela primeira vez pelo Ministro das Finanças britânico durante a apresentação do orçamento para 1941 na Câmara dos Comuns.



Fala-se de *equilíbrio keynesiano* para caracterizar a situação em que o nível da produção (o produto em termos reais) é igual ao montante global das despesas que consumidores e investidores (incluindo o estado) estão dispostos a fazer a esse nível do rendimento real. Graficamente, esta posição de equilíbrio costuma representar-se através do chamado *diagrama keynesiano*, que utiliza a linha dos 45°, a qual representa as várias posições possíveis de equilíbrio da economia, pois só ao longo dela se podem igualar os planos de despesa dos particulares e do estado e os planos de produção dos empresários. À semelhança do que acontece no quadro da lei da oferta e da procura, trata-se de posições de equilíbrio *ex ante*, entre o montante que os agentes económicos (estado incluído) estão dispostos a gastar e o montante que os empresários estão dispostos a produzir.



O ponto A — inscrito na linha dos 45° — representa a posição de equilíbrio:  $OD_e = OY_e$ . Admitindo uma economia fechada,  $D$  (Despesa) =  $C$  (consumo privado) +  $I$  (investimento privado) +  $G$  (despesa pública).

Se, por qualquer razão, em certo momento a economia produzir mais bens e serviços do que o montante que os compradores estão dispostos a comprar a esse nível de rendimento, as empresas começarão a acumular bens que não vendem e vão

procurar diminuir a produção até que produzam um montante igual àquele que os compradores desejam adquirir. O nível de produção (da oferta) adapta-se ao nível da despesa agregada (da procura efectiva). Se, ao invés, o produto real for inferior ao montante da despesa agregada planeada, as empresas esgotarão rapidamente os seus estoques, haverá escassez de bens no mercado, e a produção (e a oferta) aumentará até que se consiga produzir um montante igual ao que os compradores desejam adquirir. A oferta adapta-se à procura efectiva — é a tese de Keynes, contrária à lei de Say.

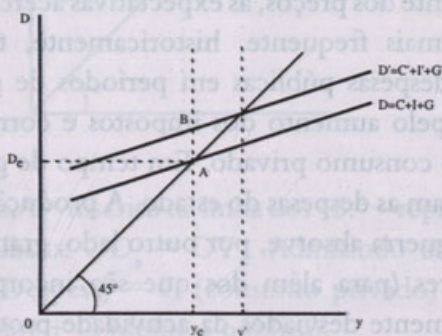
Em certas condições (nomeadamente nas condições do pleno emprego), porém, a produção não pode aumentar a curto prazo. O aumento da procura efectiva para níveis superiores ao do produto de pleno emprego não pode ser acompanhado por qualquer aumento da produção e da oferta. O excesso da procura relativamente ao volume da produção possível nas condições dadas pode resultar de causas várias, v.g. o progresso tecnológico, o aparecimento de novos produtos, a alteração dos gostos dos consumidores, o comportamento passado e presente dos preços, as expectativas acerca do futuro. Mas a causa mais frequente, historicamente, tem sido o aumento das despesas públicas em períodos de guerra, não compensados pelo aumento dos impostos e correspondente diminuição do consumo privado. Em tempo de guerra, com efeito, aumentam as despesas do estado. A produção destinada ao esforço de guerra absorve, por outro lado, grande número de trabalhadores (para além dos que são incorporados nas fileiras e igualmente desviados da actividade produtiva) e de outros recursos produtivos (tecnologia, equipamentos, energia, matérias-primas, etc.). As forças armadas chamam a si uma parte importante dos bens produzidos (alimentos, vestuário, calçado, v.g.). Acresce que muitas empresas passam a produzir



exclusivamente para as forças armadas, sendo estimuladas pelas exigências da guerra e pelo carácter lucrativo dos contratos com o estado a aumentar o investimento para poderem aumentar a produção. A grande massa de rendimentos distribuídos aos capitalistas vai provocar o aumento da procura de bens de luxo, do mesmo modo que os rendimentos distribuídos aos trabalhadores vão engrossar a procura de bens de consumo corrente, numa altura em que a produção de bens destinados ao investimento privado e ao consumo civil não só não aumenta como até, em princípio, diminuirá. Daí que o montante planeado da despesa (da procura efectiva) ultrapasse o montante planeado da produção (da oferta em termos reais).

Foi exactamente tendo em vista as exigências da guerra que Keynes enunciou a noção de *hiato inflacionista*: a diferença entre o montante que os agentes económicos (indivíduos, empresas e estado) pretendem gastar e o montante que a economia é capaz de produzir (atingido o pleno emprego, a economia não pode produzir mais).

Vamos adoptar de novo o *diagrama keynesiano*:



Se admitirmos que  $Y_c$  é o nível de produção correspondente à situação de pleno emprego, a economia estará em equilíbrio quando os agentes económicos estiverem dispostos

a gastar, a esse nível de rendimento real, um montante igual a  $OD_c (= OY_c)$ . Se a curva representativa da despesa agregada se desloca de D para D', a despesa agregada planeada torna-se superior ao rendimento real de pleno emprego ( $OY_c$ ). A diferença (medida entre os pontos A e B) entre a despesa agregada desejada a este nível de rendimento e o rendimento real possível é precisamente o *inflationary gap* <sup>(370)</sup>. Esta diferença só poderia ser satisfeita se o nível de produção aumentasse de  $OY_c$  para  $OY'$ . Admitindo-se, porém, uma situação de pleno emprego, este aumento da produção não é possível. O *hiato inflacionista* dará origem a um processo inflacionista que se desenvolverá tanto mais rapidamente quanto maior for o hiato.

Keynes mostrou, em *How to Pay for the War*, que uma situação deste tipo era previsível na Inglaterra beligerante em 1940. Começa por admitir ser de 6 000 o montante do rendimento distribuído e de 1.400 o montante dos impostos sobre o rendimento: 4 600 seria o montante do rendimento disponível durante o ano de 1940. Neste ano, porém, em virtude do esforço de guerra, ele admitia que, para um produto de 6 000, as despesas públicas atingiriam o montante de 2 750. Keynes admitia ainda que o aforro voluntário fosse de 700. Nestas condições, seria de 3 900 o montante da despesa privada planeada ( $4\ 600 - 700 = 3\ 900$ ) e seria apenas de 3 250 o valor do produto disponível para satisfazer essa despesa agregada ( $6000 - 2750 = 3250$ ). A diferença ( $3\ 900 - 3\ 250 = 650$ ) é o *inflationary gap*.

<sup>(370)</sup> O *inflationary gap* é, evidentemente, um conceito *ex ante*: a diferença entre a despesa planeada e a produção planeada (possível). Neste sentido, tem razão Milton Friedman quando escreve que "o hiato inflacionista nunca é do presente; acontece sempre no futuro" (cfr. M. FRIEDMAN, [2], 251).



Esta diferença desapareceria se o aforro voluntário atingisse o montante de 1 350 (700 + 650) ou se os impostos sobre o rendimento aumentassem na mesma medida (aforro forçado de 650). Não se verificando estas hipóteses, i. é, mantendo-se o *inflationary gap*, “obviamente — escreve Keynes <sup>(371)</sup> — os preços terão de subir 20 por cento, o que igualará a oferta e a procura”. Com efeito, 20% de 3 250 (o valor da produção disponível) é 650; se somarmos 650 + 3 250, obtemos 3 900, i. é, um valor dos bens disponíveis que iguala o montante do rendimento que as pessoas desejam gastar. Trata-se, afinal, de, através do aforro forçado inerente aos processos inflacionistas, fazer equivaler o valor real da despesa desejada ao valor dos bens disponíveis.

A problemática keynesiana do *inflationary gap* reside, verdadeiramente, nesta limitação forçada do consumo civil numa economia de guerra, em que uma parte importante do produto nacional não pode ser afectada a fins civis, mas está na origem de uma distribuição de rendimentos que não encontrarão contrapartida ao nível da produção de bens e serviços. Keynes teve presente um caso particular de pressão inflacionista, configurando uma inflação de curta duração associada a uma situação particular de crise, sem pretender definir uma teoria geral da inflação <sup>(372)</sup>.

Retomemos o raciocínio de Keynes. Preços mais altos significarão maior rendimento nominal distribuído. Se o seu montante for inteiramente gasto, a comunidade ficará exactamente na mesma situação em que estava antes da subida dos preços: “Encontrar-nos-emos em breve exactamente na mesma posição de antes — escreve Keynes <sup>(373)</sup> —, com uma discre-

<sup>(371)</sup> Cfr. J. KEYNES, *CW*, vol. IX, 417.

<sup>(372)</sup> Cfr. J. TREVITHICK, [2], 102 e 113.

<sup>(373)</sup> Cfr. J. KEYNES, *CW*, vol. IX, 418.

pância fundamental entre a quantidade de dinheiro que as pessoas estão preparadas para gastar e o valor (ao novo nível de preços, 20 por cento mais elevado do que antes) dos bens disponíveis para elas comprarem. Uma nova subida dos preços será necessária para se adiar temporariamente o problema, e assim por diante”.

Mas Keynes vai extrair certas consequências do facto de a inflação implicar, em princípio, uma transferência de poder de compra dos trabalhadores para os “profiteers”, designação que utiliza para caracterizar a classe dos empresários capitalistas que, “num período de rápido crescimento dos preços, não podem deixar de enriquecer rapidamente, quer eles o queiram quer não” (374). É que, por um lado, a maior parte dos lucros pertence a sociedades comerciais, que não vão distribuir pelos sócios uma percentagem daqueles, obrigando os sócios que não concordam com essa decisão a aforrá-los; por outro lado, os *profiteers* têm menor propensão marginal ao consumo, o que significa que vai aumentar a parte do rendimento que é objecto de aforro voluntário; acresce que o aumento do seu rendimento arrasta consigo a respectiva tributação a uma taxa mais elevada, desviando do consumo, através desta forma de aforro forçado, uma parte do rendimento distribuído.

Se as coisas se passassem deste modo, dir-se-ia que o excesso inicial da procura seria facilmente eliminado graças ao comportamento dos *profiteers* como consumidores e como contribuintes, bastando uma subida dos preços de 2% a 3% e um pequeno aumento das taxas dos impostos para compensar o pequeno aumento do consumo por parte dos *profiteers*.

Keynes reconhece, no entanto, que a história não acaba aqui. Mesmo em tempo de guerra, não é de esperar que os

---

(374) “Os *profiteers* — escreve J. KEYNES, *CW*, vol IX, 58 — são uma consequência e não uma causa da subida dos preços”.



sindicatos se deixem enganar pela ilusão monetária e assistam sem reacção a uma distribuição do rendimento derivada da inflação que provoque a erosão do poder de compra e a diminuição do nível de vida dos trabalhadores. Por outro lado, os empregadores resistirão menos à subida dos salários: em primeiro lugar, porque, numa situação de escassez de mão-de-obra, o seu objectivo fundamental é o de conservar os seus trabalhadores; em segundo lugar, porque, revertendo para o estado, através dos impostos, uma percentagem muito elevada dos seus lucros, custa-lhes pouco partilhar os seus ganhos com os trabalhadores.

Mas “se os salários e outros custos monetários subissem exactamente na mesma proporção do custo de vida — observa Keynes <sup>(375)</sup> —, estaríamos colocados, como antes, perante uma inflação sem limite, crescendo período após período a uma taxa de 20 por cento — o processo geralmente conhecido por espiral viciosa”.

Keynes tem razões que lhe permitem admitir que o processo pode não conduzir necessariamente a essa “unlimited inflation”, a essa “vicious spiral”. Há, desde logo, certos grupos sociais que não podem escapar ao sacrifício do consumo resultante da subida do nível geral dos preços: os rendistas, os pensionistas e, em geral, todos aqueles cujos rendimentos são fixados por lei ou por contrato. Outro factor é, no entanto, muito importante: é que é necessário tempo — e por vezes um tempo considerável — para que os salários se ajustem aos novos níveis de preços, mesmo quando a pressão é suficientemente forte para tornar estes ajustamentos inevitáveis, mais cedo ou mais tarde.

Este desfazamento temporal entre a subida dos preços devida ao excedente inicial da procura relativamente aos bens

---

<sup>(375)</sup> Cfr. J. KEYNES, *CW*, vol. IX, 419.

disponíveis e o reajustamento dos salários permite que o nível dos preços conserve, relativamente ao nível dos salários, aquela vantagem que permite a transferência, dos trabalhadores para os *profiteers*, do montante de rendimento necessário para que o consumo diminua em medida igual à do excesso da despesa planeada relativamente à produção possível. E como a guerra não dura sempre, o importante é que, durante a guerra, este *time-lag* se mantenha, para evitar que a subida dos preços se transforme numa espiral inflacionista <sup>(376)</sup>. Quanto maior for o nível do aforro voluntário, menor terá que ser a diferença entre a subida do nível geral dos preços e a subida dos salários necessária para garantir o equilíbrio entre a procura planeada e a oferta possível. Por outro lado, o ritmo da espiral inflacionista e o perigo que dela decorre serão tanto maiores quanto menor for o prazo que medeia entre a subida dos preços e o reajustamento dos salários (quanto menor for este *time lag*, maior será a taxa anual de inflação necessária para cobrir determinado *hiato inflacionista*).

O ceticismo de Keynes relativamente à possibilidade de se repetir, durante a 2.ª Guerra Mundial, o êxito registado no financiamento da primeira com base numa inflação moderada prende-se exactamente com a sua convicção de que, nos anos 40, não havia condições para funcionar o esquema referido acima (“the old type laissez-faire inflation”). “A subida dos preços — escreve Keynes — só ajuda na medida em que ela for

<sup>(376)</sup> Keynes refere, a este propósito, a experiência da 1.ª Guerra Mundial: o volume dos rendimentos que as pessoas queriam gastar cresceu mais 15% do que a quantidade disponível de bens de consumo e o nível geral dos preços subiu 15% acima dos salários. “Este aumento do custo de vida — escreve J. KEYNES, *CW*, vol. IX, 423/424 — provocou um correspondente crescimento das taxas salariais com um desfasamento temporal muito próximo de um ano e foi compensado simultaneamente por um novo aumento igual dos preços. Em cada ano, os salários cresceram a um nível sensivelmente idêntico ao do nível dos preços do ano anterior. Este intervalo de tempo foi precisamente o bastante para evitar o desastre”.



superior à subida dos salários”. Ora os sindicatos aprenderam, no período entre as duas guerras, a não se deixar enganar pela ilusão monetária. Por outro lado, “uma gama bastante ampla de contratos de trabalho liga automaticamente os salários ao custo de vida e a influência que os aumentos salariais deste grupo exercem sobre os outros grupos é tão forte que não se verifica o necessário intervalo de tempo” entre o aumento dos preços e o aumento dos salários<sup>(377)</sup>.

A preocupação fundamental de Keynes em *How to Pay for the War* não foi, como se vê, a de enunciar uma teoria geral explicativa da inflação, mas antes a de, nas condições da guerra, evitar a espiral inflacionista e conseguir o equilíbrio entre a procura planeada e a produção disponível com o mínimo sacrifício da taxa dos salários reais.

Muitos dos seguidores de Keynes adoptaram a noção de *inflationary gap* como teoria explicativa da inflação. E, nesta conformidade, fizeram assentar a luta contra a inflação em políticas financeiras restritivas, destinadas a fazer diminuir a pressão da procura agregada. Trata-se de reduzir ou anular o défice orçamental, nomeadamente diminuindo as despesas públicas e aumentando a taxa dos impostos, sem pôr de lado a utilização, a título complementar, de medidas de política monetária (centrada no controlo da taxa de juro e das condições de concessão de crédito).

No quadro da Curva de Phillips, o combate à inflação pressupunha a aceitação de um determinado aumento da taxa de desemprego. Admitindo uma certa rigidez dos preços à baixa, alguns autores entendem que as políticas deflacionistas fazem sentir muito mais os seus efeitos em termos da diminuição da produção e do aumento do desemprego do que da baixa

---

<sup>(377)</sup> Apud. J. TREVITHICK, [2], 106.

do ritmo da inflação. E, considerando elevados os custos de tais políticas, alguns keynesianos inclinam-se para considerar preferível aprender a viver com uma inflação moderada. Mantém-se, nesta perspectiva, a primazia dada por Keynes aos problemas do desemprego <sup>(378)</sup>.

15.3. — Mas a realidade tem sido muito diferente, especialmente a partir dos primeiros anos da década de setenta, como já vimos. Nas novas condições, os neokeynesianos não poderiam deixar de se ocupar dos problemas da política anti-inflacionista, em busca de soluções não incluídas no tradicional *menu* oferecido pelo *trade-off* phillipsiano. Deixaremos aqui as linhas fundamentais das suas propostas teóricas e práticas, procurando mostrar a diferença relativamente às propostas monetaristas.

Perante a realidade das economias dos países capitalistas desenvolvidos, os neokeynesianos consideram a inflação como um fenómeno complexo e multidimensional, que não pode explicar-se a partir de uma causa única (oferta monetária excessiva, défices orçamentais, pressão dos sindicatos, fixação oligopolista dos preços, choques externos, etc.) e não pode ser debelada mediante o recurso a um remédio único <sup>(379)</sup>. Os autores de inspiração keynesiana sublinham, por outro lado, a ocorrência de alterações estruturais nas economias capitalistas contemporâneas que se traduzem no facto de a escalada dos preços em um sector da economia não ser compensada, em regra, pela

<sup>(378)</sup> Cfr. G. SHAW, [2], 93/94.

<sup>(379)</sup> Este remédio único nunca poderia ser, na óptica dos keynesianos, o controlo da oferta de moeda, uma vez que a expansão monetária é, a seu ver, não uma causa mas uma consequência do processo de subida dos preços: os bancos centrais limitam-se a (e não podem deixar de) adequar a oferta de moeda às exigências da economia. O aumento da quantidade de moeda pode alimentar o processo inflacionista, mas não é a sua causa.



baixa dos preços em outro(s) sector(es) e na existência de uma (acentuada) rigidez à baixa dos preços e salários nominais.

15.3.1. — Os neokeynesianos admitem que estas alterações estruturais podem ajudar a compreender o (ou podem mesmo ser a condição prévia do) fenómeno da *estagflação*. Mas defendem que a prática dos preços e salários administrados — responsável pela lentidão com que estes respondem ao excesso da oferta — não é específica dos mercados de estrutura oligopolística: “Muito poucos preços e salários são determinados, numa economia moderna, mesmo nos sectores mais competitivos — escreve James Tobin <sup>(380)</sup> —, em perfeitos mercados walrasianos”.

Embora a concentração do poder económico possa ter favorecido esta prática dos preços administrados, tem-se registado uma tendência regular no sentido da sua predominância nas economias capitalistas, independentemente da estrutura dos mercados, em resultado do declínio da agricultura e de outros sectores ocupados por trabalhadores autónomos. Em especial o declínio da agricultura como sector de preços e salários flexíveis e como fonte de oferta elástica de mão-de-obra industrial é apontado, por isso mesmo, como um dos factores que ajudarão a explicar que o *trade-off* representado na Curva de Phillips se apresente hoje menos favorável do que há vinte ou trinta anos.

A prática dos preços administrados consiste na fixação dos preços, não em função das variações da procura (ao menos no curto prazo), mas com base nos custos de produção, aos quais se acrescenta uma determinada margem de lucro (*mark up factor*). Para além do poder de mercado de que beneficiam as grandes empresas monopolistas, fazem os auto-

<sup>(380)</sup> Cfr. J. TOBIN, [8], 14.

res intervir um outro tipo de razões justificativas desta prática.

Para que cada produtor se dispusesse a baixar o preço dos seus produtos perante uma baixa da procura seria necessário que ele confiasse em que é suficientemente elevada a elasticidade-preço da procura, e em que os compradores dariam conta da baixa dos preços por ele praticada. Só que, nas condições actuais de grande diferenciação dos bens, qualquer vendedor sabe que para atrair uma procura adicional para os seus produtos é necessário entrar em linha de conta com as despesas derivadas do fornecimento de informação adequada aos seus clientes potenciais acerca da baixa de preços por ele introduzida. Mas este aumento dos custos (custos de venda) pode significar que o vendedor, ao baixar os preços, sofra uma redução(ou mesmo anulação) da sua margem de lucros, assim se explicando a resistência dos vendedores a baixarem os preços dos seus produtos, mesmo em condições em que o jogo da oferta e da procura num mercado de concorrência perfeita apontem neste sentido <sup>(381)</sup>.

15.3.2. — No que se refere à explicação da rigidez à baixa dos salários nominais, também os autores de inspiração keynesiana apresentam outras razões justificativas do fenómeno, para além das que possam derivar-se da força negocial das organizações sindicais. Como explicam eles que seja praticamente insensível à existência de um número maior ou menor de desempregados o processo de fixação dos salários dos trabalhadores empregados? Estes resultariam, substancialmente, dos compromissos recíprocos assumidos a longo prazo por trabalhadores e empregadores. O mercado de trabalho não pode comparar-se a um mercado de alimentos frescos, em que os

---

<sup>(381)</sup> Cfr. W. FASSING, 21/22.



produtos oferecidos se sujeitam todos os dias a um leilão. As relações de trabalho são, em princípio, duradouras, e são frequentes os contratos de trabalho a longo prazo, dos quais resulta um factor de rigidez. No âmbito da relação duradoura trabalhador-empregador, o trabalhador espera que os seus salários vão sempre aumentando e não retrocedam e que o patrão lhe pague o salário corrente para trabalhadores com um grau comparável de preparação profissional, experiência e antiguidade. Estas expectativas são encaradas como uma compensação dos seus próprios investimentos no posto de trabalho que ocupa: a organização da sua residência, esquema de transporte e vida pessoal implica custos de instalação que poderiam perder-se se tivesse de mudar de emprego <sup>(382)</sup>.

Dada a natureza da mercadoria em questão (a força de trabalho) e as características do mercado onde ela se transacciona (não há uma 'bolsa de trabalho', comparável às bolsas de títulos ou de mercadorias), mediante contratos ou acordos a longo prazo, as taxas praticadas em outras empresas ou sectores para um trabalho de qualidade comparável são o ponto de referência de trabalhadores e empregadores na fixação das taxas salariais dos trabalhadores empregados e estas servem de referência para os contratados de novo, independentemente do número de desempregados existente.

Do ponto de vista dos empregadores, é claro que a segurança de que o seu poder de mercado lhes permitirá repercutir no consumidor os aumentos salariais pode facilitar a aceitação de taxas salariais elevadas reivindicadas pelos sindicatos. Mas há outras razões que podem explicar o facto de em muitos processos de negociação colectiva as posições do patronato não se afastarem muito das propostas apresentadas pelos sindicatos e de umas e outras serem em boa medida independentes da oferta

---

<sup>(382)</sup> Cfr. J. TOBIN, [1], 12/13.

global de mão-de-obra ou do nível do desemprego. Sabendo os empresários — observa R. Solow<sup>(383)</sup> — que uma tentativa de redução agressiva dos salários quando as condições do mercado do trabalho lhes são favoráveis pode provocar a hostilidade dos trabalhadores empregados e desencadear uma quebra de produtividade e pode dificultar a contratação de trabalhadores altamente qualificados quando as tensões se tornarem mais vivas no mercado do trabalho, é natural que não vejam grandes vantagens no aproveitamento de uma conjuntura que se lhes apresente favorável. Há, pois, da parte dos empregadores, como da parte dos trabalhadores, uma grande valorização do elemento segurança.

**16. — A “tendência estrutural para a inflação” e o desenho de uma política anti-inflacionista enquadrada por adequadas políticas de rendimentos.**

16. — As considerações que antecedem pressupõem, como se compreende, que se tenha em conta a existência de mercados do trabalho fragmentados, a prática generalizada da contratação colectiva e a existência de sistemas de segurança social que retirem ao desemprego o carácter de ameaça fatal

<sup>(383)</sup> Cfr. R. SOLOW, 8. No mesmo sentido cita Solow (p.5) as seguintes observações de Pigou: “Durante as fases de expansão, os empregadores concederiam aumentos substanciais de salários se estivessem seguros de poder anulá-los no fim da fase de prosperidade. Eles sabem, porém, que isso não será nada fácil, que a progressão deverá continuar e que os seus operários empreenderão uma acção vigorosa de rectaguarda. (...) Nos períodos de depressão, os operários, precisamente pelas mesmas razões, opõem-se às reduções de salários que estariam dispostos a conceder se eles não previssem a dificuldade de as compensar com a melhoria da conjuntura. (...) Um desejo generalizado de ‘segurança acima de tudo’ contribui para congelar as taxas de salários”.