

## O PAPEL DA POLÍTICA MONETÁRIA <sup>1</sup>

*Milton Friedman* <sup>2</sup>

Existe ampla concordância a respeito dos objetivos principais da política econômica: taxa elevada de emprego, preços estáveis e crescimento rápido. Há menos acordo quanto a que esses objetivos sejam mutuamente compatíveis, ou que o sejam aqueles que os consideram incompatíveis, quanto aos termos em que poderão e deverão ser substituídos um pelo outro; há muito menos concordância a respeito do papel que os vários instrumentos de política poderão e deverão desempenhar para a realização das diversas metas.

Meu tema para esta noite será o papel de um dos instrumentos: a política monetária. Com o que ela poderá contribuir e como deverá ser conduzida a fim de contribuir ao máximo? As opiniões sobre essas questões variaram amplamente. No primeiro rojão de entusiasmo sobre o recém-criado sistema de Reserva Federal, muitos observadores atribuíram a relativa estabilidade dos anos 20 à capacidade do Sistema de promover a uma sintonia precisa para se empregar um termo moderno adequado. Foi largamente aceito que havia chegado uma nova era, em que os ciclos econômicos se haviam tornado obsoletos, em virtude dos avanços da

---

Reimpresso do *American Economic Review* (março de 1968), pp. 1-17, com permissão do autor e do editor. Milton Friedman é professor catedrático da Universidade de Chicago.

<sup>1</sup> Discurso presidencial, feito na 80ª Conferência Anual da American Economic Association, Washington, D.C., 29 de dezembro de 1967.

<sup>2</sup> Sou grato a críticas úteis sobre os antigos esboços, a Armen Alchian, Gary Becker, Martin Bronfenbrenner, Arthur F. Burns, Phillip Cagan, David D. Friedman, Lawrence Harris, Harry G. Johnson, Homer Jones, Jerry Jordan, David Meiselman, Allan H. Meltzer, Theodore W. Schultz, Anna J. Schwartz, Herbert Stein, George J. Stigler e James Tobin.

tecnologia monetária. Essa opinião era compartilhada tanto pelos economistas como pelos leigos, embora, naturalmente, houvesse algumas vozes destoantes. A Grande Contração destruiu essa atitude ingênua. As opiniões transportaram-se para o outro extremo. A política monetária era uma corda. Poder-se-ia puxá-la a fim de estancar a inflação, mas não se poderia empurrá-la para interromper a recessão. Alguém poderia levar um cavalo para beber água, mas não o poderia forçar a bebê-la. Tal teoria por um aforismo foi de pronto substituída pela análise rigorosa e sofisticada de Keynes.

Keynes ofereceu simultaneamente uma explicação para a impotência presumida da política monetária em estancar a depressão, uma interpretação não-monetária da depressão e uma alternativa à política monetária, para fazer frente à depressão, e sua oferta foi avidamente aceita. Se a preferência pela liquidez for absoluta ou quase absoluta como Keynes acreditava ser provável em épocas de elevado desemprego, as taxas de juros não poderão ser reduzidas pelas medidas monetárias. Se o investimento e o consumo forem pouco afetados pelas taxas de juros, como Hansen e muitos dos outros discípulos norte-americanos de Keynes acreditavam, as taxas de juros mais baixas, mesmo que puderem ser alcançadas, resolverão muito pouco. A política monetária será duplamente amaldiçoada. A retração posta em movimento sob esse ponto de vista, por meio de um colapso do investimento ou por uma escassez das oportunidades de investimento ou uma parcimônia teimosa, não poderia, argumentava-se, ser estancada por medidas monetárias. Mas havia uma alternativa disponível: a política fiscal. O dispêndio governamental poderia compensar o investimento privado insuficiente. As reduções dos tributos poderiam minar a parcimônia teimosa.

A larga aceitação desses pontos de vista no seio dos economistas significava que por duas décadas a política monetária seria considerada por todos, menos uns poucos espíritos reacionários, como tendo-se tornado obsoleta, em virtude do novo conhecimento econômico. A moeda não tinha importância. Seu único papel era aquele desprezível de manter baixas as taxas de juros, a fim de que os pagamentos de juros do orçamento do governo permanecessem baixos, contribuindo para a “eutanasia do arrendatário”, e talvez estimulando um pouco o investimento, a fim de auxiliar o dispêndio governamental a manter um alto nível de procura agregada.

Essas visões produziram uma adoção generalizada de políticas de moeda barata após a guerra e receberam um choque rude quando essas políticas falharam de país a país, quando os bancos centrais, um após outro, foram forçados a abandonar a pretensão de que poderiam manter indefinidamente a taxa de juros a um nível baixo. Neste país, o desfecho público surgiu com o Acordo, em 1951, entre a Reserva Federal e o Tesouro, muito embora a política de determinar os preços dos títulos do governo não houvesse sido abandonada formalmente antes de 1953. A inflação, estimulada pelas políticas de moeda barata, e não a depressão de pós-guerra amplamente anunciada, foi que se tornou o assunto do dia. O resultado foi o início de um ressurgimento da crença na potência da política monetária.

Esse despertar foi fortemente patrocinado entre os economistas pelos desenvolvimentos teóricos iniciados por Haberler, porém identificados por Pigou, que mostrou o caminho (a saber, as mudanças da riqueza) pelo qual as mudanças na quantidade real da moeda poderão afetar a procura agregada, mesmo se não alterarem as taxas de juros. Esses desenvolvimentos teóricos não minam o argumento de Keynes contra a potência das medidas monetárias ortodoxas quando a preferência por liquidez for absoluta, já que sob tais circunstâncias as operações monetárias usuais envolvem simplesmente a substituição de moeda por outros ativos, sem modificar a riqueza total, mas mostram como as mudanças na quantidade de moeda produzida de outras maneiras podem afetar o dispêndio total, mesmo em tais circunstâncias. E, mais fundamentalmente, realmente minaram a proposição teórica chave de Keynes: a saber, que mesmo num mundo de preços flexíveis a posição de equilíbrio a pleno emprego poderá não existir. Daí em diante, o desemprego teria, novamente, de ser explicado pela rigidez ou imperfeições, não como o resultado natural de um processo de mercado plenamente funcional.

O renascimento da crença na potência da política monetária foi também amparado por uma reavaliação do papel que a moeda havia desempenhado de 1929 a 1933. Keynes e a maioria de outros economistas da época acreditavam que a Grande Depressão nos Estados Unidos ocorreu apesar das políticas expansionistas agressivas por parte das autoridades monetárias que haviam feito de tudo, e, no entanto, não foi suficiente.<sup>3</sup> Estudos recentes demonstraram que os fatos são exatamente o inverso: as autoridades monetárias dos Estados Unidos seguiram políticas altamente deflacionárias. A quantidade de moeda nos Estados Unidos havia caído em um terço no decorrer da retração. E caiu não porque não houvesse interessados em fazer empréstimos, não porque o cavalo não quisesse beber água. Caiu porque o Sistema da Reserva Federal forçou ou permitiu uma redução profunda na base monetária, porque falhou em exercer as responsabilidades a ele atribuídas na Lei da Reserva Federal de fornecer liquidez ao sistema bancário. A Grande Depressão é uma testemunha trágica do poder da política monetária, e não uma prova de sua impotência, como Keynes e muitos de seus contemporâneos acreditavam.

Nos Estados Unidos, o despertar da crença na potência da política monetária foi fortalecido, também, pela crescente desilusão com a política fiscal; não tanto com seu potencial em afetar a procura agregada, mas com a viabilidade prática e política de sua utilização. Os dispêndios acabaram por reagir morosamente e com grandes intervalos às tentativas de ajustá-los ao curso da atividade econômica; conseqüentemente, a ênfase deslocou-se para os tributos. Mas aqui os fatores políticos entraram como uma espécie de vingança, a fim de impedir o ajustamento imediato à necessidade presumida, como foi graficamente ilustrado nos meses que se seguiram desde que escrevi o primeiro esboço deste discurso. “Sintonia precisa” é uma frase maravilhosa nesta era eletrônica, porém apresenta

<sup>3</sup> Argumentei que Henry Simons compartilhava esse ponto de vista com Keynes, e que isso representa as mudanças políticas que ele havia recomendado.

muito pouca semelhança com o que é possível na prática, e não é, posso acrescentar, um mal exclusivo.

É difícil entendermos quão radical tem sido a mudança na opinião profissional quanto ao papel da moeda. Dificilmente um economista da atualidade aceitará opiniões que eram comuns há algumas décadas passadas. Deixem-me citar uns poucos exemplos.

Num discurso publicado posteriormente, em 1945, E. A. Goldenweiser, então Diretor da Divisão de Pesquisa do Conselho da Reserva Federal, descreveu o objetivo primordial da política monetária como sendo o de “manter o valor dos títulos governamentais. . . Este país, escreveu, terá de se ajustar a uma taxa de juros de 2 1/2% como um retorno sobre a moeda segura e a longo prazo, porque chegou a hora em que os retornos sobre o capital pioneiro não mais poderão ser ilimitados, como o foram no passado” [4, p. 117].

Num livro sobre *Financing American Prosperity*, editado por Paul Homan e Fritz Machlup e publicado em 1945, Alvin Hansen devota nove páginas do texto ao “problema de poupanças e investimentos”, sem encontrar qualquer necessidade para empregar as palavras “taxas de juros” ou qualquer outra expressão aproximada [5, pp. 218-27]. Em sua contribuição a esse volume, Fritz Machlup escreveu: “Questões referentes à taxa de juros, especialmente relativas à sua variação ou estabilidade, poderão não estar entre os problemas mais vitais da economia do pós-guerra, mas certamente estão entre os problemas desconcertantes” [5, p. 466]. Em sua contribuição, John H. Williams, não apenas um catedrático em Harvard, mas também um consultor de longa data do New York Federal Reserve Bank, escreveu: “Não vejo qualquer perspectiva no renascimento de um controle monetário geral no período do pós-guerra” [5, p. 383].

Outro dos escritos tratando da política do pós-guerra que apareceu nessa época, *Planning and Paying for Full Employment*, foi editado por Abba P. Lerner e Frank D. Graham,<sup>[6]</sup> e teve contribuidores de todos os campos de opinião profissional, desde Henry Simons e Frank Graham até Abba Lerner e Hans Neisser. Entretanto, Albert Halasi, em seu resumo excelente dos ensaios, foi capaz de dizer: “Nossos colaboradores não discutem a questão da oferta de moeda. . . Os colaboradores não fazem menção especial da política de crédito, a fim de remediar as depressões atuais. . . Inflação. . . poderá ser combatida mais eficazmente elevando-se as taxas de juros. . . Mas. . . outras medidas antiinflacionárias. . . são preferíveis” [6, pp. 23-24]. *A Survey of Contemporary Economics*, editado por Howard Ellis e publicado em 1948, foi uma tentativa “oficial” de codificar o estado do pensamento econômico da época. Em sua contribuição, Arthur Smithies escreveu: “No campo da ação compensatória, acredito que a política fiscal deve suportar grande parte do ônus. Seu principal rival, a política monetária, parece estar desqualificado, por motivos institucionais. Este país parece estar comprometido a algo como o atual nível baixo de taxas de juros a longo prazo” [1, p. 208].

Essas citações sugerem o sabor do pensamento profissional de umas duas décadas atrás. Se desejarem prosseguir nessa humilde pesquisa, recomendo que

comparem as seções sobre moeda (quando as puderem encontrar, nos textos sobre princípios de Economia dos anos iniciais do pós-guerra, com as espessas seções da safra presente, ou, especialmente, os textos antigos e recentes em edições diferentes da mesma obra.

O pêndulo oscilou bastante desde então, se não completamente, até a posição do final dos anos 20, pelo menos muito mais próximo daquela posição do que da de 1945. Há, naturalmente, muitas diferenças entre aquela época e hoje, menos na potência atribuída à política monetária nos papéis a ela destacados e nos critérios pelos quais os profissionais acreditam que a política monetária deva ser guiada. Naquela oportunidade, os principais papéis destacados para a política monetária eram os de promover a estabilidade dos preços e de preservar o padrão-ouro; os principais critérios da política monetária eram os de declarar o estado do “mercado monetário”, a extensão da “especulação” e os movimentos do ouro. Hoje, a primazia é atribuída à promoção do pleno emprego, com o impedimento da inflação funcionando como um objetivo continuado mas secundário. E há um grande desacordo sobre os critérios da política, variando a ênfase sobre as condições do mercado monetário, as taxas de juros e a quantidade de moeda até a crença de que o estado de emprego, por si só, deveria ser o critério imediato da política.

No entanto, realço a semelhança entre os pontos de vista que prevaleceram nos anos finais da década de vinte e aqueles que se sobrepõem hoje em dia, porque receio que agora, como antigamente, o pêndulo poderá muito bem ir longe demais, e que agora, como antes, estamos em perigo de atribuir à política monetária um papel maior que ela poderá executar, de pedir a ela que realize tarefas que não poderá alcançar e de impedir que ela forneça a contribuição que será capaz de realizar.

Desacostumado como sou em denegrir a importância da moeda, realçarei, portanto, como primeira tarefa o que a política monetária não poderá fazer. Depois, tentarei delinear o que poderá realizar e como poderá dar sua contribuição da melhor maneira ao estado atual de nosso conhecimento ou ignorância.

## **I. O QUE A POLÍTICA MONETÁRIA NÃO PODERÁ FAZER**

Do universo infinito da negação, selecionei duas limitações da política monetária a serem discutidas: (1) não poderá determinar as taxas de juros em mais que períodos bastante limitados; e (2) não poderá determinar a taxa de desemprego em mais que períodos bastante limitados. Escolho essas limitações tendo em vista que o contrário tem sido largamente acreditado, já que correspondem às duas principais tarefas inatingíveis que, provavelmente, serão designadas para a política monetária, e porque, essencialmente, a mesma análise teórica cobre ambas.

## Determinação de taxas de juros

A história já persuadiu muitas pessoas sobre a primeira limitação. Como ficou observado, anteriormente o fracasso das políticas de moeda barata foi uma fonte de reação contra o keynesianismo simplório. Nos Estados Unidos, essa reação envolveu um reconhecimento generalizado de que a fixação dos preços dos títulos governamentais durante a guerra e em seguida a ela tinha sido um erro, que o abandono dessa política era um passo desejável e inevitável e que não apresentava nenhuma das conseqüências perturbadoras e desastrosas que se previam na época.

A limitação provinha de um aspecto sobremodo mal compreendido da relação entre a moeda e as taxas de juros. Imaginemos que o governo decida manter baixas as taxas de juros. Como tentará fazer isso? Naturalmente adquirindo títulos mobiliários. Isso eleva seus preços e reduz seus retornos. No processo, também aumenta a quantidade de reservas disponíveis aos bancos, daí a soma de crédito bancário e, finalmente, o montante total da moeda. É por isso que os bancos centrais em particular e a comunidade financeira de modo mais amplo geralmente acreditam que um aumento na quantidade de moeda tenderá a diminuir a taxa de juros. Os economistas acadêmicos aceitam a mesma conclusão, mas por diferentes razões. Vêm na função preferência pela liquidez uma inclinação negativa. Como poderão as pessoas ser induzidas a guardar uma soma maior de moeda? Somente baixando a taxa de juros.

Ambos estão corretos, até certo ponto. O impacto *inicial* de se aumentar a quantidade de moeda a uma taxa mais rápida do que aquela em que estava aumentando será a redução das taxas de juros, em um período, a um ponto mais baixo do que seria de outra forma. Mas isso é somente o começo do processo, e não o fim. A taxa mais rápida do crescimento monetário estimulará o dispêndio, quer através do impacto sobre o investimento das taxas de juros mais baixas do mercado, quer por intermédio do impacto sobre os outros dispêndios, e daí os preços relativos das disponibilidades de moeda maiores que o desejado. Mas as despesas de um homem serão a renda de outro. A renda crescente elevará a função preferência pela liquidez e a procura de empréstimos; poderá também elevar os preços, o que reduziria a verdadeira quantidade de moeda. Esses três efeitos inverterão a pressão decrescente inicial sobre as taxas de juros de uma maneira bastante imediata, digamos em pouco menos que um ano. Juntos, tenderão, após um intervalo mais ou menos longo, digamos um ou dois anos, a fazer com que a taxa de juros retorne ao nível que de outro modo teria tido. Na verdade, a tendência da economia de exagerar provavelmente elevará temporariamente a taxa de juros além daquele nível, pondo em movimento um processo cíclico de ajustamento.

Um quarto efeito, caso venha a funcionar, irá ainda mais longe e significará, realmente, que uma taxa mais alta de expansão monetária corresponderá a nível mais alto, e não mais baixo, de taxa de juros do que de outro modo. Imaginemos que a taxa mais alta de crescimento monetário produza preços em ascensão e que o público venha a esperar que os preços continuem a subir. Os tomadores

de empréstimos estarão dispostos a pagar e os emprestadores, então, exigirão taxas de juros mais elevadas, como Irving Fisher salientou décadas atrás. Esse efeito de expectativa de preços é de lento desenvolvimento, e demora também para desaparecer. Fisher estimava que levaria várias décadas para um completo ajustamento, e trabalhos mais recentes são consistentes com as suas estimativas.

Esses efeitos subseqüentes explicam por que todas as tentativas para manter as taxas de juros a um nível baixo forçaram a autoridade monetária a se engajar em sucessivas e cada vez maiores aquisições no "open market". Explicam por que, historicamente, as elevadas e crescentes taxas de juros nominais têm sido associadas com o crescimento rápido da quantidade de moeda, como no Brasil ou no Chile e nos Estados Unidos em anos recentes, e porque taxas de juros baixas e decrescentes têm sido associadas com o crescimento lento na quantidade de moeda, como na Suíça de agora ou nos Estados Unidos de 1929 a 1933. Como uma matéria empírica, as taxas de juros baixas são um sinal de que a política monetária *tem sido* apertada, no sentido em que a quantidade de moeda cresceu lentamente; taxas de juros altas são um indício de que a política monetária *tem sido* fácil, no sentido em que a quantidade de moeda cresceu rapidamente. Os fatos mais amplos da experiência correm exatamente na direção oposta àquela em que a comunidade financeira e os economistas acadêmicos acreditavam fosse verdadeira.

Paradoxalmente, a autoridade monetária poderia assegurar taxas baixas de juros nominais, mas para fazê-lo teria que iniciar pelo que parece ser a direção oposta, empenhando-se numa política monetária deflacionária. De forma semelhante, poderia assegurar taxas altas de juros nominais, empenhando-se numa política inflacionária e aceitando um movimento temporário das taxas de juros na direção oposta.

Essas considerações não apenas explicam por que a política monetária não poderá determinar as taxas de juros, mas também por que as taxas de juros são um indicador tão enganoso do fato de a política monetária ser "apertada" ou "fácil". Para isso, será muito melhor observar a taxa de mudança da quantidade de moeda.<sup>4</sup>

## **Emprego como um critério da política econômica**

A segunda limitação que desejo analisar vai mais contra a natureza do pensamento corrente. O crescimento monetário, como é largamente considerado, tenderá a estimular o emprego, e a retração monetária a retardar o emprego. Por que, então, não poderá a autoridade monetária adotar uma meta para o emprego

<sup>4</sup> Isso é, em parte, um juízo empírico, e não teórico. Em princípio, "aperto" ou "relaxamento" dependerão da taxa de mudança da quantidade de moeda oferecida, comparada à taxa de mudança da quantidade procurada, excluindo-se os efeitos sobre a procura da própria política monetária. Entretanto, a procura empírica é altamente estável, se excluirmos o efeito da política monetária; portanto, será geralmente suficiente analisar apenas a oferta.

ou desemprego, digamos de 3% de desemprego? Retrair ou não a moeda conforme o desemprego seja menor ou maior que a meta? E, dessa maneira, determinar o desemprego em, digamos, 3%? A razão por que não poderá fazer isso é precisamente a mesma que quando se tratar da taxa de juros ou da diferença entre as conseqüências imediatas e retardadas de tal política.

Graças a Wicksell, estamos todos a par do conceito de uma taxa de juros "natural" e da possibilidade de uma discrepância entre a taxa "natural" e a de "mercado". A análise precedente das taxas de juros poderá ser traduzida de forma razoavelmente direta em termos wicksellianos. A autoridade monetária poderá tornar a taxa de mercado menor que a taxa natural apenas pela inflação. Poderá tornar a taxa de mercado maior que a natural apenas pela deflação. Acrescentamos somente uma sugestão a Wicksell: a distinção de Irving Fisher entre a taxa de juros nominal e a real. Deixemos que a autoridade monetária mantenha a taxa nominal de mercado, por um tempo, abaixo da taxa natural, por meio da inflação. Isso, por sua vez, elevará a própria taxa nominal natural, tão logo as antecipações da inflação se tornem generalizadas, exigindo, assim, uma inflação ainda mais rápida para manter baixa a taxa de mercado. De forma semelhante, por causa do efeito de Fischer exigirá não apenas a deflação, porém uma deflação cada vez mais rápida, a fim de manter a taxa de mercado acima da taxa "natural" inicial.

Essa análise possui sua contrapartida no mercado de emprego. Em qualquer momento no tempo, haverá algum nível de desemprego que possua a propriedade de ser consistente com o equilíbrio na estrutura das taxas de salários reais. Naquele nível de desemprego, as taxas de salários reais tenderão, em média, a crescer a uma taxa secular "normal", isto é, a uma taxa que poderá ser indefinidamente mantida enquanto a formação de capital, os melhoramentos tecnológicos etc. permanecerem em suas tendências a longo prazo. Um nível mais baixo de desemprego é uma indicação de que existe uma procura excessiva por trabalho, que produzirá uma pressão ascendente sobre as taxas de salários reais. Um nível mais alto de desemprego é uma indicação de que existe uma oferta excessiva de trabalho, que produzirá uma pressão decrescente sobre as taxas de salários reais. A "taxa natural de desemprego", em outras palavras, é o nível que seria preparado pelo sistema walrasiano de equações de equilíbrio geral, desde que nelas estivessem incluídas as características estruturais reais do trabalho e dos mercados de bens, inclusive as imperfeições dos mercados, as variações conjunturais nas procuras e ofertas, o custo de coletar informações sobre vagas de empregos e indisponibilidades do trabalho, os custos da mobilidade e assim por diante.<sup>5</sup>

Reconheceremos a semelhança íntima entre essa demonstração e a famosa curva de Phillips. A semelhança não é uma coincidência. A análise de Phillips a respeito da relação entre o desemprego e a mudança de salários é merecida-

---

<sup>5</sup> Talvez valha a pena observar que essa taxa "natural" não precisará corresponder à igualdade entre o número de empregados e o número de vagas. Para qualquer dada estrutura do mercado de trabalho, haverá alguma relação de equilíbrio entre essas duas magnitudes, mas não haverá razão para que deva ser de igualdade.



mente celebrada como uma contribuição importante e original. Mas, infelizmente, contém um defeito básico: a falha em distinguir entre os salários *nominais* e os *reais*, da mesma forma que a análise de Wicksell falhou em distinguir entre as taxas de juros *nominais* e as taxas de juros *reais*. Implicitamente, Phillips escreveu seu artigo para um mundo em que todos antecipassem que os preços nominais seriam estáveis e em que aquela antecipação permanecesse estável e imutável, não importando o que acontecesse com os preços e salários reais. Suponhamos, em contraste, que todos antecipassem que os preços subiriam a uma taxa de mais de 75% ao ano, como os brasileiros o fizeram há alguns anos atrás. Então, os salários deveriam aumentar a uma taxa igual àquela, simplesmente para manter imutáveis os salários reais. Uma oferta excessiva de trabalho será refletida num crescimento menos rápido dos salários nominais do que os preços antecipados,<sup>6</sup> e não num declínio absoluto dos salários. Quando o Brasil embarcou numa política para reduzir a taxa do aumento de preços e teve êxito em reduzir o aumento dos preços a aproximadamente 45% ao ano, houve um aumento inicial agudo do desemprego, porque, sob a influência de antecipações anteriores, os salários continuavam a subir a um ritmo que era maior que a nova taxa de aumento de preços, embora menor que antes. Esse é o resultado experimentado e esperado de todas as tentativas para reduzir a taxa de inflação abaixo daquela largamente antecipada.<sup>7</sup>

Para evitar incompreensões, deixem-me enfatizar que, usando o termo taxa "natural" de desemprego, não quero sugerir que seja imutável e inalterável. Pelo contrário, muitas das características de mercado que determinam seu nível são realizadas pelo homem e pela política econômica. Nos Estados Unidos, por exemplo, as taxas legais de salários mínimos, as Leis de Walsh-Healy e Davis-Bacon e a força dos sindicatos de trabalhadores tornam a taxa natural de desemprego maior que o seria de outra forma. As melhorias nas trocas de emprego, na disponibilidade de informações sobre vagas de empregos e oferta de trabalho e assim por diante

---

<sup>6</sup> De modo geral, o aumento dos salários nominais será menos rápido que o aumento dos salários nominais antecipados, a fim de permitir quaisquer mudanças seculares dos salários reais.

<sup>7</sup> Declarada em termos da taxa de mudança dos salários nominais, a Curva de Phillips poderá ser considerada como razoavelmente estável e bem definida, para qualquer período em que a taxa *média* de mudança dos preços e conseqüentemente a taxa antecipada tenham sido relativamente estáveis. Para tais períodos, os salários nominais e os salários "reais" movimentam-se juntos. As curvas computadas para os diferentes períodos ou diferentes países, para os quais essa condição tenha sido satisfeita, irão diferir em nível, dependendo o nível da curva de qual tenha sido a taxa média de mudança de preços. Quanto maior for a taxa média de mudança de preços, maior tenderá a ser o nível da curva. Para períodos ou países para os quais a taxa de mudança dos preços variar consideravelmente, a Curva de Phillips não será bem definida. Minha impressão é de que essas declarações concordam razoavelmente com a experiência dos economistas, que têm explorado empiricamente as Curvas de Phillips.

Redefinindo a análise de Phillips em termos da taxa dos salários reais (e, ainda mais precisamente, os salários reais antecipados), teremos uma melhor colocação. É por isso que os estudantes das Curvas empíricas de Phillips descobriram que ajuda a inclusão da taxa de mudança do nível de preços como uma variável independente.

tenderiam a reduzir a taxa natural de desemprego. Emprego o termo “natural” pela mesma razão de Wicksell: para tentar separar as forças reais das forças monetárias.

Vamos pressupor que a autoridade monetária tente determinar a taxa de “mercado” do desemprego, a um nível abaixo da taxa “natural”. Suponhamos, hipoteticamente, que considere 3% como o objetivo de taxa, e que a taxa “natural” seja maior que 3%. Suponhamos, também, que iniciemos numa época em que os preços sejam estáveis e em que o desemprego seja maior que 3%. Conseqüentemente, a autoridade aumentará a taxa de crescimento monetário. Isso será expansionista. Tornando as disponibilidades monetárias nominais mais altas que as pessoas desejarem, isso tenderá, inicialmente, a reduzir as taxas de juros, e dessa e de outras formas estimulará o dispêndio. A renda e o dispêndio começarão a aumentar.

Para começar, muita ou a maior parte do aumento de renda assumirá a forma de um aumento da produção e do emprego, e não dos preços. As pessoas esperavam que os preços fossem estáveis, e os preços e os salários foram programados para algum tempo no futuro, naquela base. Leva tempo para as pessoas se ajustarem a um novo estado de procura. Os produtores tenderão a reagir à expansão inicial da procura agregada por meio do aumento da produção, os empregados através de um trabalho mais longo e os desempregados aceitando empregos agora oferecidos a salários nominais anteriores. Tudo isso é doutrina bastante padronizada.

Isso descreve somente os efeitos iniciais. Em virtude de os preços de venda dos produtos tipicamente reagirem a um aumento não antecipado da procura nominal de modo mais rápido que os preços dos fatores de produção, os salários reais recebidos terão caído, embora os salários reais antecipados pelos empregados tenham subido, já que os empregados implicitamente avaliaram os salários oferecidos ao nível de preços mais antigos. Na realidade, a queda simultânea *ex post* dos salários reais para os empregadores e um aumento *ex ante* dos salários reais para os empregados são o que proporcionou o aumento do emprego. Mas o declínio *ex post* dos salários reais logo afetará as antecipações. Os empregados começarão a ponderar sobre os preços crescentes das coisas que adquirem, e a exigir maiores salários nominais para o futuro. O desemprego do “mercado” será mais baixo que o nível “natural”. Há uma procura excessiva por trabalho, no sentido em que os salários reais tenderão a crescer na direção de seu nível inicial.

Apesar de a taxa maior de crescimento monetário continuar, o aumento dos salários reais inverterá o declínio do desemprego, e depois levará a um aumento, que tenderá a repor o desemprego no seu nível anterior. A fim de manter o desemprego em seu nível de 3%, a autoridade monetária teria de elevar ainda mais o crescimento monetário. Como no caso da taxa de juros, a taxa de “mercado” poderá ser mantida abaixo da taxa “natural” apenas pela inflação e, também como no caso da taxa de juros, apenas pela aceleração da inflação. Inversamente, imaginemos que a autoridade monetária escolha um objetivo de taxa de desemprego que esteja acima da taxa natural, e que seja levada a produzir uma deflação, e até mesmo uma deflação acelerada.

E se a autoridade monetária escolher a taxa “natural”, seja de juros ou de desemprego, como seu objetivo? Um dos problemas será que não poderá saber qual seja a taxa “natural”. Infelizmente, ainda não descobrimos qualquer método que possa estimar precisa e prontamente a taxa natural, seja de juros ou de desemprego. E a taxa “natural”, por si só, mudará de tempos em tempos. Mas o problema básico é que, mesmo que a autoridade monetária conhecesse a taxa “natural” e procurasse determinar a taxa de mercado àquele nível, não seria levada a uma política determinada. A taxa de “mercado” poderá variar conforme a taxa natural para todos os tipos de motivos que não de política monetária. Se a autoridade monetária reagir a essas variações, porá em movimento efeitos de prazos mais demorados, que tornarão qualquer caminho de crescimento monetário que seguir finalmente consistente com a regra da política econômica. O curso real do crescimento monetário será análogo a um caminho casual, golpeado aqui e ali pelas forças que produzem as fugas temporárias da taxa de mercado e da taxa natural.

Para se expor essa conclusão diferentemente, haverá sempre uma batalha temporária entre a inflação e o desemprego; não haverá batalha permanente. A batalha temporária não provém da inflação de per si, mas da inflação não-antecipada, que geralmente significa uma taxa crescente de inflação. A crença generalizada de que exista uma batalha permanente é uma versão sofisticada da confusão entre “elevada” e “crescente” que todos reconhecemos nas suas formas mais simples. Uma taxa de inflação crescente poderá reduzir o desemprego; uma taxa elevada não o fará.

Mas quanto durará tal lapso de tempo? Para as taxas de juros, temos algumas provas sistemáticas sobre a duração que cada um dos diversos efeitos leva até se esgotar. Para o desemprego, não temos tal coisa. No máximo poderei aventurar-me a um juízo pessoal, baseado em alguns exames das provas históricas, de que os efeitos iniciais de uma taxa de inflação mais elevada e não antecipada perdurem algo como de dois a cinco anos; que em seguida esse efeito inicial começa, então, a ser invertido; que um pleno ajustamento à nova taxa de inflação demore o mesmo para o emprego que para as taxas de juros: digamos, um par de décadas. Tanto para as taxas de juros como para o emprego, acrescentarei uma restrição. Essas estimativas são para as mudanças na taxa de inflação da ordem de magnitude que tem sido experimentada nos Estados Unidos. Para mudanças muito mais substanciais, como aquelas experimentadas em alguns países da América do Sul, todo o processo de ajustamento será bastante acelerado.

Para se declarar a conclusão geral de modo ainda diferente, a autoridade monetária controlará as quantidades nominais, e diretamente a quantidade de suas próprias obrigações. Em princípio, poderá empregar esse controle para determinar uma quantidade nominal, uma taxa de câmbio, o nível de preços, o nível nominal da Renda Nacional, a quantidade de moeda de uma ou de outra definição, a taxa de mudança numa quantidade nominal, a taxa de inflação ou deflação, a taxa de crescimento ou declínio da Renda Nacional nominal ou a taxa de crescimento da quantidade de moeda. Não poderá utilizar seus controles sobre as quantidades nominais a fim de determinar a quantidade real, a taxa de juros real, a taxa

de desemprego, o nível da Renda Nacional real, a quantidade real de moeda, a taxa de crescimento da Renda Nacional real ou a taxa de crescimento da quantidade real de moeda.

## II. O QUE A POLÍTICA MONETÁRIA PODERÁ FAZER

A política monetária não poderá determinar essas magnitudes reais a níveis predeterminados. Mas a política monetária poderá e terá efeitos importantes sobre essas magnitudes reais. De modo algum um é inconsistente com o outro.

Meus próprios estudos sobre a história monetária tornaram-me extremamente complacente com o comentário muitas vezes citado, maltratado e largamente incompreendido de John Stuart Mill: "Não poderá... haver uma coisa mais intrinsecamente insignificante na economia de uma sociedade que a moeda, exceto no caráter de um dispositivo para se poupar tempo e trabalho. É uma máquina para se realizar alguma coisa de forma rápida e cômoda, que de qualquer forma seria feita sem ela, embora menos rápida e comodamente: e, como muitos outros tipos de maquinaria, apenas exercerá uma influência distinta e independente por si própria quando estiver descontrolada" [7, p. 488].

Realmente, a moeda é apenas uma máquina, mas é uma máquina extraordinariamente eficiente. Sem ela, não teríamos começado a alcançar o surpreendente crescimento em produção e nível de vida que temos experimentado nos últimos dois séculos; nem mesmo teríamos conseguido sem aquelas outras maravilhosas máquinas que se espalham pelo interior de nosso país e que nos permitem, na maior parte, simplesmente realizar mais eficientemente o que poderia ser feito sem elas a um custo tão grande em termos de trabalho.

Mas a moeda apresenta um aspecto que essas máquinas não compartilham. Em virtude de ser tão penetrante, quando se descontrolar, introduzirá uma deslocação violenta no funcionamento de todas as outras máquinas. A Grande Depressão é o exemplo mais dramático, mas não o único. Todas as outras retrações deste país ou têm sido produzidas pela desordem monetária ou bastante exacerbadas pela desordem monetária. Todas as grandes inflações foram produzidas pela expansão monetária, principalmente para fazer frente às exigências superiores da guerra, que forçaram a criação de moeda a fim de complementar a tributação explícita.

A primeira e a principal lição que a história nos ensina sobre o que a política monetária poderá fazer, sendo uma lição da mais profunda importância, é que a política monetária poderá impedir a própria moeda de se tornar uma fonte principal do distúrbio econômico. Isso parece como uma proposição negativa: evitar os erros principais. Em parte o é. A Grande Depressão poderia não ter ocorrido, e mesmo que tivesse poderia ter sido muito menos severa se as autoridades monetárias tivessem evitado os erros ou se os arranjos monetários tivessem sido aqueles de uma época mais remota, quando não existia a autoridade central com o poder de cometer os tipos de erros que o Sistema de Reserva Federal cometeu.

Os poucos anos passados, para chegarmos mais à nossa realidade, teriam sido mais firmes e mais produtivos quanto ao bem-estar econômico se a Reserva Federal tivesse evitado mudanças drásticas e irregulares de direção, primeiramente expandindo a oferta de moeda a um ritmo injustificadamente rápido, e em seguida, no início de 1966, freando em demasia; depois, no final de 1966, novamente invertendo as coisas, e continuando a expansão até pelo menos novembro de 1967, a um ritmo mais rápido que se poderá manter por muito tempo sem uma considerável inflação.

Mesmo que a proposição de que a política monetária poderia impedir a própria moeda de se tornar uma fonte principal de distúrbio econômico fosse uma proposição totalmente negativa, ainda assim não seria menos importante. No entanto, sem dúvida não é uma proposição totalmente negativa. A máquina monetária se descontrolou, mesmo quando não havia autoridade central com o poder parecido com o possuído pela Reserva Federal. Nos Estados Unidos, o episódio de 1907 e os pânicos bancários anteriores são exemplos de como a máquina monetária pode descontrolar-se por si mesma. Há, portanto, uma tarefa positiva e importante para a autoridade monetária: a de sugerir melhorias na máquina, que reduzirão as possibilidades de ela se descontrolar e de utilizar seus próprios poderes a fim de se manter numa condição de bom funcionamento.

Outra coisa que a política monetária poderá fazer é providenciar um fundo estável para a economia e manter a máquina bem lubrificada, para continuar com a analogia de Mill. A realização da primeira tarefa será uma grande contribuição para esse objetivo, mas há mais coisas ainda. Nosso sistema econômico funcionará melhor quando os produtores, consumidores, empregadores e empregados puderem prosseguir com plena confiança em que o nível médio de preços se comportará, no futuro, de uma maneira conhecida, preferivelmente que venha a ser altamente estável. Sob quaisquer arranjos institucionais concebíveis e certamente sob aqueles que agora prevalecem nos Estados Unidos, há somente uma quantidade limitada de flexibilidade de preços e salários. Precisamos conservar essa flexibilidade, a fim de alcançarmos mudanças nos preços e salários relativos que são exigidos para nos ajustarmos às mudanças dinâmicas de gostos e tecnologia. Não devemos dissipá-la simplesmente para alcançar mudanças do nível absoluto de preços que não servem a qualquer função econômica.

Numa época anterior, contava-se com o padrão-ouro para fornecer confiança na estabilidade monetária futura. Em seu apogeu, serviu razoavelmente bem àquela função. Claramente, não o faz mais, já que são raros os países do mundo que estão preparados para deixar o padrão-ouro reinar livremente, sendo que existem razões bastante persuasivas para os países não o fazerem. A autoridade monetária poderia funcionar como um indicador do padrão-ouro se determinasse as taxas de câmbio e o fizesse exclusivamente pela alteração da quantidade de moeda em reação ao fluxo do balanço de pagamentos, sem "esterilizar" os excedentes ou os déficits e sem utilizar controles abertos ou encobertos de câmbio ou mudanças das tarifas e cotas. Mas novamente, embora muitos diretores de bancos centrais falem dessa maneira, poucos estarão, de fato, de acordo.

a seguir esse curso (novamente existem motivos persuasivos para que não o façam). Tal política submetteria cada país aos caprichos não de um padrão-ouro pessoal e automático, porém das políticas, deliberadas ou acidentais, das outras autoridades monetárias.

No mundo de hoje, se a política monetária fornecer um fundo estável para a economia, precisará fazê-lo pelo emprego deliberado de seus poderes para alcançar esse fim. Voltarei, mais tarde, à forma pela qual se poderá realizar isso.

Finalmente, a política monetária poderá contribuir para a neutralização dos principais distúrbios do sistema econômico, que surgem de outras fontes. Se houver um contentamento secular independente, como as expansões do pós-guerra foram descritas pelos propositores da estagnação secular, a política monetária poderá, em princípio, ajudar a mantê-la sob controle por meio de uma taxa mais lenta de crescimento monetário, melhor do que de outra forma. Se, como agora, um orçamento federal explosivo ameaçar a ocorrência de déficits sem precedentes, a política monetária poderá manter sob controle quaisquer perigos inflacionários, através de uma taxa mais lenta de crescimento monetário, do que de outra forma seria desejável. Isso significará, temporariamente, taxas mais altas de juros do que de outra forma (a fim de propiciar ao governo tomar emprestadas somas necessárias para financiar o déficit), mas, impedindo a aceleração da inflação, poderá muito bem significar tanto preços mais reduzidos como taxas de juros nominais mais baixas, dentro de um prazo maior. Se o fim de uma guerra importante oferecer à nação uma oportunidade para deslocar os recursos da produção de tempo de guerra para os da produção do tempo de paz, a política monetária poderá facilitar a transição, através de uma taxa mais elevada de crescimento monetário, que, de outra forma, seria desejável (embora a experiência não seja muito encorajadora de que se possa fazer isso sem ir longe demais).

Mostrei esse ponto agora no fim, e o declarei em termos restritos como referindo-se a distúrbios principais, porque acredito que a potencialidade da política monetária em neutralizar as outras forças que compõem a instabilidade seja muito mais limitada que comumente se acredita. Simplesmente não sabemos o suficiente para reconhecer os distúrbios menores quando ocorrerem, ou para prever quais serão seus efeitos com qualquer grau de precisão ou que política monetária será exigida para neutralizar seus efeitos. Não sabemos o suficiente para atingir objetivos declarados, por meio de modificações delicadas ou mesmo bastante grosseiras, do composto da política monetária e fiscal. Especificamente nessa área, o melhor provavelmente será inimigo do bom. A experiência sugere que o caminho da sabedoria é o emprego da política monetária explicitamente para neutralizar os outros distúrbios, e somente quando eles mostrarem um "perigo claro e presente".

### **III. COMO DEVERÁ SER CONDUZIDA A POLÍTICA MONETÁRIA?**

Como deverá ser conduzida a política monetária, a fim de que possa contribuir para nossas metas da forma como é capaz? Esta, sem dúvida, não é a oca-

sião para apresentar um detalhado “Programa para Estabilidade Monetária”, para empregar o título de um livro no qual pretendi fazê-lo<sup>31</sup> (“Program for Monetary Stability”). Restringir-me-ei, aqui, a duas principais exigências para a política monetária, que se seguem diretamente da discussão precedente.

A primeira exigência é a de que a autoridade monetária deve guiar-se pelas magnitudes que poderá controlar, e não por aquelas que não poderá controlar. Se, como a autoridade muitas vezes o fez, tomarem-se as taxas de juros ou o percentual atual de desemprego como o critério imediato da política, será como se uma espaçonave se dirigisse para a estrela errada. Não importa quão sensível e sofisticado for seu aparato orientador, a espaçonave se perderá. Da mesma forma ocorrerá com a autoridade monetária. Das várias magnitudes alternativas que poderá controlar, os guias mais atraentes para a política são as taxas de câmbio, o nível de preços como definido por algum índice e a quantidade de um total monetário, moeda corrente mais os depósitos a vista ajustados, ou esse total mais os depósitos a prazo dos bancos comerciais, ou um total ainda mais amplo.

Para os Estados Unidos, especificamente, as taxas de câmbio são um guia indesejável. Poderá valer a pena exigir que o grosso da economia se ajuste à ínfima percentagem constituída do comércio exterior, se isso garantisse a ausência de irresponsabilidade monetária, como poderia acontecer sob um verdadeiro padrão-ouro. Mas quase não valerá a pena fazê-lo simplesmente para se adaptar à média de quaisquer políticas monetárias que as autoridades monetárias do resto do mundo adotarem. É muito melhor deixar o mercado, através de taxas de câmbio flexíveis, ajustar às condições mundiais os 5% mais ou menos de nossos recursos devotados ao comércio internacional, deixando que a política monetária promova o uso eficaz dos 95%.

Dos três guias relacionados, o nível de preços é, claramente, o mais importante, por direito próprio. As outras coisas sendo idênticas, seria uma alternativa muito melhor, como muitos economistas afirmaram no passado. Mas as outras coisas não são as mesmas. O elo entre as ações políticas da autoridade monetária e o nível de preços, embora inegavelmente presente, é mais indireto que o elo entre as políticas da autoridade e quaisquer dos diversos totais monetários. Além do mais, as ações levam mais tempo para afetar o nível de preços que para afetar os totais monetários, e tanto o intervalo de tempo como a magnitude do efeito variam com as circunstâncias. Como resultado, não poderemos prever com segurança exatamente que efeito uma ação monetária específica terá sobre o nível de preços, e, igualmente importante, exatamente quando apresentará esse efeito. A tentativa de se controlar diretamente o nível de preços, portanto, tornará provavelmente a política monetária uma fonte de distúrbio econômico, em virtude de falsas paradas e partidas. Talvez, à medida que nossa compreensão dos fenômenos monetários avançar, a situação se modifique. Mas, no estágio atual de nosso entendimento, a grande volta em torno parece o caminho mais certo para nosso objetivo. Conseqüentemente, acredito que um total monetário seja o melhor guia ou critério imediato atualmente disponível para a política monetária, e acredito que seja muito mais importante escolher um total específico que não escolher o

Uma segunda exigência para a política monetária é que a autoridade monetária evite oscilações bruscas na política. No passado, as autoridades monetárias por vezes movimentaram-se na direção errada, como no episódio da Grande Depressão, que já mencionei. Mais frequentemente elas se movimentaram na direção correta, embora geralmente tarde demais, porém erraram em se movimentar para longe demais. Tarde demais e demasiadamente tem sido a prática geral. No começo de 1966, por exemplo, (embora devesse tê-la realizado, pelo menos, um ano mais cedo), a política certa para a Reserva Federal era a de se movimentar numa direção menos expansionista. Mas quando se movimentou foi longe demais, produzindo a mudança mais aguda na taxa do crescimento monetário da época do pós-guerra. Novamente, tendo ido longe demais, era a política correta para a Reserva Federal inverter o curso no final de 1966. Mas novamente foi longe demais, não apenas restabelecendo, mas também excedendo a taxa excessiva inicial do crescimento monetário. E esse episódio não é exceção. Diversas vezes foi o curso seguido, como em 1919, 1920, 1937, 1938, 1953, 1954, 1959 e 1960.

A razão para a propensão ao exagero parece clara: o fracasso das autoridades monetárias em permitir a ocorrência de um tempo de demora entre suas ações e os efeitos subseqüentes sobre a economia. Elas tendem a determinar suas ações pelas condições do momento, mas suas ações irão afetar a economia somente seis, nove, doze ou quinze meses mais tarde. Daí sentirem-se impelidos a frear ou acelerar, conforme o caso, e de forma muito violenta.

Minha própria receita ainda é que a autoridade monetária vá até o fim para evitar tais deslocamentos, por meio da adoção pública de uma política para a obtenção de uma taxa de crescimento constante num total monetário especificado. A exata taxa de crescimento, assim como o preciso total monetário, serão menos importantes que a adoção de uma taxa declarada e conhecida. Eu mesmo tenho defendido uma taxa que, em média, alcança uma grosseira estabilidade dos níveis de preços dos produtos finais, que estimei em aproximadamente 3 a 5% da taxa de crescimento anual da moeda, mais todos os depósitos dos bancos comerciais, ou uma taxa de crescimento ligeiramente menor para a moeda mais os depósitos a vista.<sup>8</sup> Mas seria melhor ter uma taxa fixa, que produziria, em média, uma inflação moderada ou uma deflação moderada, desde que fosse constante, do que sofrer as perturbações amplas e irregulares que temos experimentado.

Imediatamente após a adoção de tal política pública declarada de uma taxa constante de crescimento monetário, constituiria um grande aprimoramento se a autoridade monetária seguisse uma regra de autonegação para evitar as grandes mudanças. É uma questão de registro que os períodos de relativa estabilidade da taxa de crescimento monetário tenham sido, também, períodos de relativa

---

<sup>8</sup> No artigo "The Optimum Quantity of Money", concluo que uma taxa de crescimento ainda menor, algo como 1% para a definição mais ampla, poderá ser ainda melhor, a fim de eliminar ou reduzir a diferença entre os custos particulares e totais de se aumentarem as disponibilidades reais.



estabilidade da atividade econômica, tanto nos Estados Unidos como em outras nações. Além dos períodos de grandes mudanças na taxa de crescimento monetário, também tem havido períodos de enormes mudanças na atividade econômica.

Pela autodeterminação e posterior manutenção de um curso firme, a autoridade monetária poderia fornecer uma importante contribuição à promoção da estabilidade econômica. Tornando aquele curso em um crescimento constante mas moderado do montante de moeda, faria uma importante contribuição para evitar tanto a inflação como a deflação dos preços. Outras forças ainda afetariam a economia, exigiriam mudanças e ajustamentos e trariam distúrbios ao ritmo equilibrado de nossas maneiras. Mas o crescimento monetário constante produziria um clima monetário favorável ao funcionamento eficaz daquelas forças básicas do empreendimento, da engenhosidade, da invenção, do trabalho árduo e da poupança, que são os verdadeiros trampolins para o crescimento econômico. É o máximo que podemos pedir da política monetária, em nosso atual estágio de conhecimento. Mas esse máximo está, claramente, ao nosso alcance, e é o bastante.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. ELLIS, H. S. (ed.) *A Survey of Contemporary Economics*. Philadelphia, 1948.
2. FRIEDMAN, Milton. "The Monetary Theory and Policy of Henry Simons". *Jour. Law and Econ.*, 10 de outubro de 1967, 10, pp. 1-13.
3. . *A Program for Monetary Stability*. New York, 1959.
4. GONDENWEISER, E. A. "Postwar Problems and Policies". *Fed. Res. Bull.*, 21 de fevereiro de 1945, 31, pp. 112-21.
5. HOMAN, P. T. e MACHLUP, Fritz (ed.). *Financing American Prosperity*. New York, 1945.
6. LERNER, A. P. e GRAHAM, F. D. (ed.). *Planning and Paying for Full Employment*. Princeton, 1946.
7. MILL, J. S. *Principles of Political Economy*. Bk. III, Ashley, ed., New York, 1929.