



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

ENOCK DE AZEVEDO HENRIQUES

O MONETARISMO DE FRIEDMAN: DOS CONCEITOS BÁSICOS ÀS INFLUÊNCIAS
CONTEMPORÂNEAS

Rio de Janeiro

2025

Enock de Azevedo Henriques

O MONETARISMO DE FRIEDMAN: DOS CONCEITOS BÁSICOS ÀS INFLUÊNCIAS
CONTEMPORÂNEAS

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos

Rio de Janeiro

2025

FICHA CATALOGRÁFICA

H519m Henriques, Enock de Azevedo.
 O monetarismo de Friedman: dos conceitos básicos às influências contemporâneas / Enock de Azevedo Henriques. – 2025.
 105 f.

 Orientador: Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos .
 Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia, 2025.
 Bibliografia: f. 101 – 105.

 1. Política monetária. 2. Monetarismo. 3. Política fiscal. 4. Friedman, Milton, 1912-2006. I. Bastos, Carlos Pinkusfeld Monteiro, orient. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia. III. Título.

CDD 332.46

Enock de Azevedo Henriques

O MONETARISMO DE FRIEDMAN: DOS CONCEITOS BÁSICOS ÀS INFLUÊNCIAS
CONTEMPORÂNEAS

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Prof. Dr. Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos - Orientador
Universidade Federal do Rio de Janeiro - UFRJ

Prof. Dr. Eduardo Figueiredo Bastian - Membro Interno
Universidade Federal do Rio de Janeiro - UFRJ

Prof. Dr. Fernando Maccari Lara - Membro Externo
Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

AGRADECIMENTOS

À minha família, pelo apoio incondicional e incentivo a todos os projetos e ideias que tive ao longo da minha vida.

Aos amigos e apadrinhados que a vida me deu, cujas lembranças irreverentes, por vezes irritantes e insistentes, foram essenciais para manter o sonho do Mestrado vivo.

Aos amigos da UFF, que, fazendo uso de suas mentes saudáveis, sempre me desafiaram e, de diversas maneiras, me motivaram e ajudaram a superar mais esse desafio.

Aos colegas do Mestrado, que, apesar de um período turbulento que inicialmente nos impediu de estarmos juntos, se tornaram figuras que, independente da distância, nutrirei um eterno carinho.

Aos mestrandos anônimos, que foram os melhores parceiros durante um período maior do que o esperado. Sem a colaboração deles, este título não teria sido possível.

Ao meu orientador, Dr. Carlos Pinkusfeld, pela imensurável paciência e pelos incontáveis conselhos valiosos ao longo da construção deste trabalho.

À UFRJ, por proporcionar a estrutura necessária para a realização de um sonho de infância.

“Per Friedman (...) la teoria dovrà essere rifiutata se “le sue previsioni sono contraddette dai fatti”, frequentemente di quanto lo siano le previsioni generate da un’ipotesi alternativa”. (LEVRERO, 1999, p.10)

"Against that positivism which stops before phenomena, saying "there are only facts," I should say: no, it is precisely facts that do not exist, only interpretations." (Friedrich Nietzsche)

RESUMO

O monetarismo, principalmente a partir das contribuições de Milton Friedman, representou uma significativa crítica à abordagem keynesiana predominante em parte importante no século XX. Esse movimento prosperou em um contexto histórico e econômico marcado pela estagflação nas décadas de 1970 e 1980, quando a teoria keynesiana, aparentemente, não conseguia oferecer soluções eficazes para os problemas de inflação e desemprego simultâneos. Nesse sentido, um dos alicerces do monetarismo é a proposição de que a inflação é predominantemente um fenômeno monetário. Para construir sua abordagem, Friedman reafirmou a Teoria Quantitativa da Moeda, que postula, em suma, que o crescimento excessivo da oferta de moeda é a causa fundamental da inflação. Ele também introduziu a Hipótese da Renda Permanente, que sugere que os indivíduos tomam decisões de consumo baseadas em suas expectativas de renda permanente, e não nas flutuações temporárias da renda. Uma das críticas mais marcantes do monetarismo foi à Curva de Phillips, que indicava uma relação inversa entre inflação e desemprego. Friedman argumentou que essa relação era apenas de curto prazo e que, no longo prazo, qualquer tentativa de reduzir o desemprego abaixo de seu nível natural resultaria em um aumento acelerado da inflação. Essas ideias provocaram uma reinterpretação pela ortodoxia que culminou na ideia de que a política monetária, ao invés de ser vista como uma ferramenta complementar à política fiscal, passou a ser vista como a principal determinante para a estabilidade macroeconômica, com ênfase na gestão da oferta de moeda. Parte da reação, mais imediata, ao monetarismo veio de economistas keynesianos, como Blinder e Solow, que argumentaram que a abordagem negligenciava o papel da política fiscal e a capacidade do governo de estabilizar a economia através da demanda agregada, buscando apresentar uma construção teórica mais robusta do que a apresentada pelos monetaristas à época. Em contrapartida, economistas como Robert Barro defenderam uma visão em linha com o pensamento monetarista, mas dentro de um modelo de expectativas racionais. Nas décadas seguintes, o impacto, mesmo que de forma crítica, do monetarismo se estendeu às escolas contemporâneas. A escola novo-clássica, ao combinar elementos do monetarismo e do pensamento marginalista mais puro, trouxe uma interpretação, com ênfase na racionalidade dos agentes e na eficiência do mercado. Os novo-keynesianos, mantêm certo alinhamento com o monetarismo no que se traduz em uma visão de política econômica que, embora reconheça o papel da intervenção governamental, também enfatiza os limites e as consequências da manipulação monetária. As influências monetaristas no Novo Consenso Macroeconômico são particularmente evidentes na centralidade da taxa de juros como principal instrumento de controle da inflação e no foco da política monetária na estabilidade dos preços, em vez de um papel mais ativo da política fiscal. Por fim, concluímos que a influência monetarista permanece evidente em conceitos e “ideias” mais gerais que passaram a moldar o

mainstream da profissão além de inspirar a guinada anti-keynesiana ocorrida a partir da década de 1970.

Palavras-chave: Monetarismo; Política Monetária; Política Fiscal; Milton Friedman.

ABSTRACT

Monetarism, particularly following the contributions of Milton Friedman, represented a significant critique of the Keynesian approach that dominated much of the 20th century. This movement thrived in a historical and economic context marked by stagflation in the 1970s and 1980s, a period in which Keynesian theory seemingly failed to provide effective solutions to the simultaneous problems of inflation and unemployment. In this regard, one of the foundations of monetarism is the proposition that inflation is predominantly a monetary phenomenon. To develop his approach, Friedman reaffirmed the Quantity Theory of Money, which essentially posits that excessive growth in the money supply is the fundamental cause of inflation. He also introduced the Permanent Income Hypothesis, suggesting that individuals make consumption decisions based on their expectations of permanent income rather than on temporary income fluctuations. One of monetarism's most notable critiques was directed at the Phillips Curve, which indicated an inverse relationship between inflation and unemployment. Friedman argued that this relationship held only in the short term and that, in the long run, any attempt to reduce unemployment below its natural level would lead to accelerating inflation. These ideas led to a reinterpretation within orthodox economics, culminating in the view that monetary policy, rather than being considered a complementary tool to fiscal policy, became regarded as the primary determinant of macroeconomic stability, with an emphasis on managing the money supply. A more immediate reaction to monetarism came from Keynesian economists such as Alan Blinder and Robert Solow, who argued that the approach neglected the role of fiscal policy and the government's ability to stabilize the economy through aggregate demand, seeking to present a more theoretically robust framework than that offered by monetarists at the time. Conversely, economists like Robert Barro defended a perspective aligned with monetarist thought but within a rational expectations framework. In the following decades, the impact of monetarism, even if critically assessed, extended to contemporary schools of thought. The New Classical school, by integrating elements of monetarism and more traditional marginalist thinking, introduced an interpretation that emphasized agent rationality and market efficiency. New Keynesians, while maintaining some alignment with monetarism, shaped an economic policy perspective that, although acknowledging the role of government intervention, also emphasized the limits and consequences of monetary manipulation. Monetarist influences in the New Macroeconomic Consensus are particularly evident in the centrality of the interest rate as the primary instrument for controlling inflation and in the focus of monetary policy on price stability rather than an active role for fiscal policy. Ultimately, it can be concluded that monetarist influence remains evident in broad concepts and general "ideas" that

have shaped the mainstream of the economics profession while also inspiring the anti-Keynesian shift that emerged from the 1970s onward.

Keywords: Monetarism; Monetary Policy; Fiscal Policy; Milton Friedman.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Formatos da IS/LM	52
Figura 2 - IS/LM na abordagem monetarista	57
Figura 3 - Processo de ajuste	61
Figura 4 - Diagrama de Fase	72
Figura 5 - OA/DA - Escola Novo-Clássica	84

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

SMP - Sociedade Mont Pelerin

FEE - Fundação para a Educação Econômica

AFA - *American Enterprise Association*

NBER - *National Bureau of Economic Research*

NRC - *National Resources Committee*

SRG - *Statistical Research Group*

FED - *Federal Reserve*

TQM - Teoria Quantitativa da Moeda

HRP - Hipótese da Renda Permanente

IS - *Investment Saving*

LM - *Liquidity Money*

CPNK - Curva de Phillips Novo-Keynesiana

NCM - Novo Consenso Macroeconômico

NAIRU - *Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment*

RBC - *Real Business-Cycle*

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	13
CAPÍTULO 1 - A ascensão de Friedman e do Monetarismo	16
1.1 Contexto econômico, histórico, político	16
1.2 Friedman e o monetarismo	23
CAPÍTULO 2 - A base teórica do Monetarismo	30
2.1 A reafirmação da Teoria Quantitativa da Moeda	30
2.2 A Hipótese da Renda Permanente	39
2.3 A visão de Friedman para a teoria keynesiana	47
2.4 A curva de Phillips aceleracionista e a taxa natural de desemprego	58
CAPÍTULO 3 - Política Fiscal pós-Monetarismo: Uma breve revisão	65
3.1. Blinder e Solow: Uma crítica keynesiana	66
3.2 Barro: uma crítica à crítica	75
3.3 As influências contemporâneas do monetarismo	82
3.3.1 Novo-Clássicos	82
3.3.2 Novos-Keynesianos	88
3.3.3 Novo Consenso Macroeconômico	93
CONSIDERAÇÕES FINAIS	98
REFERÊNCIAS	101

INTRODUÇÃO

O cenário econômico mundial no último quarto do século XX foi profundamente marcado por uma reação contundente às transformações geradas pela Grande Depressão da década de 1930. A crescente regulação e intervenção estatal, que emergiram como resposta à crise, despertaram, desde seu início, uma reação significativa por parte dos economistas liberais. Um dos principais núcleos dessa reação foi a Universidade de Chicago, mais especificamente seu Departamento de Economia. É esta exatamente a *alma mater* de Milton Friedman. Além de sua atuação acadêmica, Friedman participou ativamente desde os primeiros momentos do movimento internacional de reação liberal, destacando-se como fundador da Sociedade de Mont Pèlerin, entre outras iniciativas de caráter político.

Nesse contexto, com a publicação, em 1956, de seu texto, *The Quantity Theory of Money - A Restatement*, Milton Friedman passa a defender explicitamente o retorno à ortodoxia marginalista pré-keynesiana, reforçando, desde o início de sua formulação teórica e política, um repúdio ao uso de políticas fiscais e uma ênfase no emprego de instrumentos de política monetária. Esse posicionamento dá origem à curiosa afirmação de que "*Money Matters*", que acabou se tornando um dístico do monetarismo. A ironia dessa frase reside no fato de que a teoria keynesiana é, justamente, uma teoria monetária da produção, enquanto Friedman, ao longo de sua carreira, busca incessantemente o retorno à neutralidade da moeda – ou, em outras palavras, aos fundamentos da teoria marginalista. A expressão, portanto, não é apenas uma afirmação teórica, mas também um reflexo de sua quase obsessão por evitar o uso de instrumentos fiscais, priorizando a política monetária como a principal ferramenta de intervenção econômica eficaz.

Como veremos, a teoria monetarista adquiriu especial relevância durante os períodos de estagflação, fenômeno caracterizado pela coexistência de alta inflação e elevado desemprego – um cenário que as formulações keynesianas da época não conseguiam explicar de maneira satisfatória. Nesse contexto, o questionamento de Milton Friedman à eficácia das políticas fiscais encontrou um terreno fértil, ganhando tração tanto no meio acadêmico quanto na prática da política econômica. Como alternativa, ele defendeu o controle rigoroso da oferta monetária como o instrumento fundamental para assegurar a estabilidade econômica. Além disso, argumentou que o único equilíbrio sustentável seria aquele em que o desemprego se fixasse em sua "taxa natural", o que representava um questionamento direto à relação entre inflação e desemprego proposta pela Curva de Phillips.

Nesse novo arcabouço teórico, conceitos centrais da economia foram reformulados. A Teoria Quantitativa da Moeda, revitalizada por Friedman, reforçou o papel da moeda na dinâmica econômica, enquanto a Hipótese da Renda Permanente buscou explicar o comportamento do

consumo independentemente das flutuações cíclicas da economia. Paralelamente, a Curva de Phillips foi reinterpretada à luz da teoria das expectativas adaptativas, segundo a qual a expectativa de inflação futura, ajustada ao longo do tempo, tornaria ineficaz qualquer tentativa de manipulação da inflação por meio de políticas de curto prazo.

As ideias monetaristas geraram diversas reações no meio acadêmico. Nesta dissertação, exploramos um exemplo dessa reação à proposta friedmaniana sobre a ineficiência das políticas fiscais, através da inclusão do impacto dos estoques sobre as variáveis de fluxo, conforme sugerido por Alan Blinder e Robert Solow. Como suposta reação à leitura keynesiana, Robert Barro desenvolveu a teoria da equivalência ricardiana, um argumento que refutava a ideia de que a política fiscal – especificamente a tributária – poderia influenciar a atividade econômica. Segundo Barro, sob o pressuposto de expectativas racionais e de uma dada preferência por deixar um legado para as gerações futuras, os indivíduos ajustariam seus padrões de consumo e poupança diante de mudanças fiscais. Em outras palavras, o eventual aumento da riqueza privada (proveniente da elevação da dívida pública) não teria impacto nas decisões de consumo, tornando esse tipo de política fiscal totalmente ineficaz, alinhando-se assim inteiramente aos princípios monetaristas.

Esse tipo de modelo, na verdade, ganhou crescente relevância a partir da década de 1970, consolidando-se cada vez mais no *mainstream* econômico. Dessa forma, procura-se avaliar, portanto, como as influências do caminho iniciado pelas formulações de Friedman continuam a perdurar nas principais correntes de pensamento *mainstream*, especialmente nas teorias Novo-Clássica e Novo-Keynesiana. Embora apresentem pontos conflitantes, ambas as abordagens incorporaram elementos do ideário monetarista em suas análises. A busca por um equilíbrio entre regras rígidas e alguma flexibilidade na política fiscal resultou na formulação do Novo Consenso Macroeconômico, que fundamenta a política econômica da maioria dos países e que, de forma clara, se distancia de maneira significativa do consenso keynesiano, caracterizado pela velha síntese neoclássica das décadas de 1950 e 1960. Assim, este trabalho tem como objetivo analisar não apenas as formulações de Friedman, mas também as críticas que lhe foram dirigidas e seu impacto duradouro sobre as políticas econômicas contemporâneas.

Para tanto, o trabalho está organizado em três capítulos, além desta introdução e das considerações finais. O primeiro visa apresentar o contexto histórico, político e econômico que desempenhou um papel importante e de certa forma impulsionou as formulações de Milton Friedman. Além disso, busca-se reforçar o papel de Friedman no conjunto de ações que tinham como objetivo disseminar o neoliberalismo americano no período pós-Segunda Guerra Mundial. No segundo capítulo, com base no próprio encadeamento desenvolvido por Friedman, analisaremos as ferramentas que o autor utilizou para construir seu ideário monetarista, que questiona a eficácia da política fiscal, com destaque para a reafirmação da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), a hipótese

da Renda Permanente e a Curva de Phillips aceleracionista. No terceiro e último capítulo, abordaremos algumas das reações e influências que o monetarismo de Friedman exerceu após o apogeu de suas ideias na década de 1970, com ênfase, inicialmente, nos trabalhos de Blinder e Solow e Robert Barro, dada sua proximidade histórica. Por fim, discutiremos as influências contemporâneas do autor, destacando as escolas Novas-Clássicas, Novas-Keynesianas e o Novo Consenso Macroeconômico.

CAPÍTULO 1 - A ASCENSÃO DE FRIEDMAN E DO MONETARISMO

1.1 CONTEXTO ECONÔMICO, HISTÓRICO, POLÍTICO

Para uma compreensão mais aprofundada da relevância de Milton Friedman na evolução do pensamento econômico do século XX, é essencial contextualizar suas contribuições no ambiente econômico, histórico e político da época, especialmente entre as décadas de 1940 e 1980. A ascensão da Escola de Chicago, em sua nova configuração, estreitamente associada à trajetória pessoal de Friedman, está intimamente ligada a esse contexto político e econômico específico da história americana na década de 1940. Esse período marcou o início do movimento neoliberal no pensamento intelectual moderno, como destacam Van Horn e Mirowski (2009).

Após a Grande Depressão e, principalmente, no período pós-Segunda Guerra Mundial, o keynesianismo se consolidou como a abordagem hegemônica, especialmente no direcionamento da política econômica, prevalecendo até meados da década de 1970. Dentro dessa visão, pressupunha-se que a sensibilidade do consumo à renda corrente disponível geraria efeitos cumulativos a partir da expansão dos gastos públicos, o que possibilitaria o controle da amplitude do ciclo econômico por meio de políticas econômicas, com ênfase na política fiscal. Nesse sentido, políticas econômicas que aumentassem os gastos do governo em contextos de recessão, como a Grande Depressão de 1929, tornaram-se vistas como úteis para impulsionar a atividade econômica. O aumento dos gastos públicos, mesmo que financiado pela emissão de dívida, poderia dinamizar a economia e, assim, expandir a renda total da nação.

Além disso, a teoria keynesiana, ao contestar a tendência de pleno emprego, introduz o princípio da demanda efetiva. De acordo com Keynes, a quantidade de bens e serviços demandada na economia nem sempre é suficiente para gerar um nível de produção que absorva toda a capacidade ociosa. Assim, a renda e o emprego dependem diretamente do nível de demanda agregada. Quando essa demanda é insuficiente, a economia pode operar abaixo de sua capacidade máxima, resultando em desemprego involuntário. O conceito de demanda efetiva é um dos alicerces contra a ideia clássica de que o mercado se ajustaria automaticamente para alcançar o pleno emprego, ou seja, que a economia teria uma tendência natural a voltar a um ponto de equilíbrio de pleno emprego através de ajustes nos preços e salários.

Ademais, o economista polonês Michał Kalecki assim como Keynes, enfatiza que o pleno emprego não é uma condição automaticamente atingível, mesmo com uma política de estímulo à demanda. Kalecki propôs que a economia capitalista possui uma tendência estrutural ao desemprego, já que as decisões de investimento dos empresários dependem não só da demanda agregada, mas também da distribuição da renda entre trabalhadores e capitalistas. Quando os

trabalhadores têm uma maior participação na renda, há uma maior propensão ao consumo, o que pode gerar uma demanda mais robusta. Contudo, a distribuição desigual de renda tende a reduzir a demanda efetiva, aumentando o risco de recessões prolongadas e de desemprego involuntário. Assim, tanto para Keynes quanto para Kalecki, mesmo que suas conclusões sejam resultados de um caminho diferente, como afirma Reis e Cardoso (2010, p. 41), “como a única decisão sob a qual se tem “controle” é a de gastar, não há como garantir a priori o pleno emprego dos fatores. Além disso, são os gastos que determinam a renda, e não o contrário.” Friedman se tornaria um dos grandes expoentes de oposição à essa concepção ao longo da sua carreira, com seu ápice durante a década de 1970.

Na década de 1970 nos Estados Unidos, as taxas de desemprego e inflação aumentaram drasticamente comparado com o período anterior, chamado por Marglin e Schor (1990), como a Era de Ouro do capitalismo, inaugurando uma fase prolongada de estagflação. O setor manufatureiro vivenciou uma queda significativa nas taxas de lucro, enquanto a produtividade estagnava. As receitas fiscais despencaram, enquanto os gastos sociais cresceram, o que levou diversos governos a enfrentarem sérios desafios fiscais. A crise abalou o equilíbrio político entre o capital, o trabalho e o Estado, que até então sustentava o crescimento econômico do pós-guerra. Uma nova geração de trabalhadores passou a pressionar por aumentos salariais, a desafiar as prerrogativas dos empregadores e a exigir maiores investimentos em programas sociais (Panitch e Gindin, 2012).

Dessa forma, a década de 1970, em grande medida ecoando as tendências construídas no pós-guerra, foi marcada por intensos movimentos sociais, com grupos políticos críticos da ordem capitalista ganhando força em várias partes do mundo, o que, em termos práticos, se refletia em uma onda de greves que atingia as economias capitalistas. Nos Estados Unidos, surgiram novos movimentos populares no cenário político, incluindo os movimentos negro, estudantil, feminista, trabalhista, ambiental e de defesa do consumidor, que refletiam as transformações sociais, culturais e políticas da época. Esses movimentos buscavam mudanças significativas em várias áreas e estavam profundamente conectados com a insatisfação com o *status quo* e a busca por justiça social, direitos civis e igualdade (Silk e Vogel, 1976). O contexto econômico e social interno pressionava os governos de todo o mundo e o dos EUA, em particular, a reagir a esse cenário, no qual o equilíbrio da luta de classes pendia para uma contestação do *status quo* capitalista.

Seguindo uma interpretação ortodoxa, alinhada ao pensamento de Friedman e ao seu monetarismo, que, como será detalhado ao longo deste trabalho, defende inequivocamente o mercado como o ator primordial na geração de riqueza dos Estados nacionais, observa-se que, por consequência, os lucros são apresentados como um dos principais impulsionadores do crescimento econômico. Dentro dessa abordagem, o fator determinante da crise seria a queda nas taxas de lucro do setor manufatureiro nos Estados Unidos. O crescimento econômico do período pós-Segunda

Guerra Mundial gerou elevados índices de rentabilidade, com o pico histórico entre 1964 e 1966. Contudo, em 1970, a taxa de lucro havia diminuído para 60% deste ponto máximo, ficando um terço abaixo da média dos dez anos anteriores. Em resposta, as corporações aumentaram seus investimentos, com o volume aplicado por empresas não-financeiras crescendo a uma taxa histórica de 4,3% ao ano entre 1967 e 1973, ajustada pela inflação, em comparação à média de 3,1% ao ano entre 1949 e 1966.

O objetivo dos investimentos era aumentar a produtividade para enfrentar as pressões competitivas e inflacionárias. No entanto, os ganhos de produtividade não foram suficientes para justificar o elevado nível de capital investido. Paralelamente, surgia a pressão por aumentos salariais, derivada de um conflito de classes no ambiente de trabalho (Panitch e Gindin, 2012, p. 135). A reorganização tecnológica e gerencial que acompanhava os elevados investimentos encontrou resistência significativa das classes trabalhadoras, o que dificultou a implementação e a plena utilização desses novos recursos, funcionando como um obstáculo à eficiência do capital.

Cabe ressaltar que a opção monetarista de tratar o lucro como indutor do crescimento econômico tem implicações políticas e sociais relevantes, conforme apontam Barros e Bastos (2025). Em síntese, tal perspectiva apresenta ao governo uma alternativa às políticas adotadas durante a Era de Ouro, ou seja,

“ ... pode ser benéfico para a sociedade que o governo busque políticas que favoreçam a lucratividade por meio de mudanças institucionais que desfavoreçam a classe trabalhadora e potencialmente levem a políticas econômicas contracionistas, causando desemprego e redução de salários para permitir o processo de acumulação. Esse processo corresponde exatamente ao observado a partir da década de 1970, com políticas baseadas no arcabouço teórico monetarista que não resultaram em aceleração do crescimento.” (Barros e Bastos, 2025, p. 18)

Após a Segunda Guerra Mundial e no início da Guerra Fria, surgiu um intenso debate sobre o papel do Estado, seja como Estado interventor ou produtor, especialmente nos países em desenvolvimento, mas, em boa medida, também nos países desenvolvidos. A ampliação dos Estados de Bem-Estar nas economias desenvolvidas gerou preocupações e, a rigor, um processo crescente de reação entre os liberais conservadores¹. Nesse período, consolidou-se a visão de que o Estado deveria ser um dos principais motores do crescimento econômico e um agente crucial na redução das desigualdades sociais, tendo como pano de fundo a construção do chamado consenso keynesiano.

Em contrapartida, os liberais conservadores defendiam o livre mercado como a melhor forma de organizar a economia. Eles também valorizavam as liberdades individuais, frequentemente associadas a uma moralidade e a valores tradicionais. Entre seus principais

¹ Ver Phillips-Fein (2009b).

argumentos, destacava-se a ideia de que a intervenção estatal tende a gerar distorções econômicas e ineficiências, comprometendo o equilíbrio natural dos mercados.

Essa tensão entre visões refletia os desafios de reorganizar o sistema econômico global em um contexto de reconstrução pós-guerra e de crescentes rivalidades ideológicas. Intelectuais conservadores perceberam a redução de sua influência entre os formuladores de políticas no Ocidente. De acordo com Van Horn e Mirowski (2009), figuras como Milton Friedman e Friedrich Hayek alertavam sobre os perigos do planejamento econômico e social em tempos de paz, e seus trabalhos foram fundamentais no processo de ascensão do neoliberalismo e na disseminação de ideias que defendiam a redução do papel do Estado na economia, o fortalecimento do mercado livre e a promoção de políticas que limitassem a intervenção governamental. A aliança com conservadores também era acompanhada por canais de financiamento que criavam oportunidades para moldar ou influenciar estruturas de pesquisa econômica científica, tendo como objetivo de “*searching for intellectual weapons to curb the power of government in the postwar era.*” (Van Horn e Mirowski, 2009, p. 141).

Neste ponto, é importante destacar que o *New Deal*, formulado como uma resposta à Grande Depressão pelo então presidente dos Estados Unidos, Franklin D. Roosevelt, tinha, em resumo, três pilares: o primeiro, com medidas de caráter social, com o intuito de aliviar as consequências da crise; o segundo, com medidas de estímulo econômico; e o terceiro, com medidas reformistas para a estabilização do mercado financeiro e do mercado de trabalho. Dessa forma, fica claro que tal programa representou uma significativa mudança no papel do Estado na economia, com argumentos de que este seria capaz de corrigir falhas de mercado, no caso específico, macro e gravíssimas, e garantir um maior bem-estar social.

Neste contexto, intelectuais conservadores e críticos ao *New Deal* tinham como objetivo promover uma nova política liberal nos Estados Unidos e alocaram recursos nessa pauta. Van Horn e Mirowski (2009) destacam a importância de Hayek para os fundamentos da “Nova Chicago”, devido à sua proximidade com Henry Simons², que tinha laços com Aaron Director e Milton Friedman. Embora com abordagens variadas, essas figuras compartilhavam a crença central na “salvaguarda liberal da liberdade”, que implicava desconfiança em relação ao controle político, exceto quando necessário para garantir um mercado mais livre.

A disputa e a ascensão de Friedman, inicialmente no cenário acadêmico, notadamente em Chicago, marcaram o fortalecimento de sua visão, com o objetivo de moldar o ambiente intelectual e reforçar a descrença na intervenção estatal. Como mencionado, esse movimento se intensificou especialmente após o *New Deal* e a Grande Depressão, que cada vez mais entrelaçaram os domínios

² Simons foi um dos primeiros defensores do estabelecimento de regras específicas no que se refere ao mercado monetário, que acabou por se tornar um dos pontos de defesa por Friedman.

político e econômico. Van Horn e Mirowski (2009) sugerem que a organização da Nova Chicago foi parte de um esforço paralelo à formação da Sociedade de Mont Pèlerin, que visava reinventar um liberalismo capaz de desafiar as doutrinas socialistas que se destacaram no período pós-guerra,

the inauguration and establishment of the Chicago School constituted just one component of a much more elaborate transnational institutional project to reinvent a liberalism that had some prospect of challenging the socialist doctrines ascendant in the immediate postwar period. (Van Horn e Mirowski, 2009, p 158)

A Sociedade de Mont Pelerin (SMP)³ é considerada o alicerce do desenvolvimento da doutrina neoliberal no pós-guerra, contando com protagonistas principais da Escola de Chicago como Director, Friedman, Wallis e Knight⁴. (Van Horn e Mirowski, 2009, p. 160). Suas áreas de especialização foram deliberadamente expandidas para além da economia, abrangendo o Direito, religião, história e filosofia científica, com o intuito de revitalizar o pensamento liberal. Os temas tratados pela SMP podem ser resumidos como,

A wide range of political economy issues aired at this opening meeting have subsequently been repeated: "politicization of economic life, the nature and working of the market economy, the problems of public finance, monetary instability and the problems of inflation, agricultural policy and agricultural fundamentalism, trade unions and wage policies, capitalist and socialist productivity, and the welfare state and social security. (Plehwe, 2009, p. 238)

Mais do que isso, para seus membros, a reorientação liberal na área econômica não viria “de dentro” e nem pretendia resgatar o adormecido liberalismo clássico. O objetivo seria forjar um neoliberalismo adaptado às condições contemporâneas, sendo então necessário formar “*a novel academy of professional problem-solvers, scrupulously detached from active politics and from factional affiliations [who would] subtly and unobtrusively guide or arbitrate political debate by their own discussions.*” (Van Horn e Mirowski, 2009, p. 160)

Nesse contexto, a noção de neoliberalismo incorpora a ideia de que, ao contrário do liberalismo clássico "naturalista", o programa, essencialmente político, deveria ser construído por meio de esforços concentrados em uma pesquisa fundamentada na análise empírica e dedicada à investigação dos fatos subjacentes à política econômica. Van Horn e Mirowski (2009) indicam que esse entendimento teve implicações diretas na visão do papel do Estado e,

[nos] outlines of what they deemed a correct economic theory, as well as the stance adopted toward political parties and other corporate entities that were the result of conscious organization, and not simply unexplained "organic" growths. In a phrase, "The Market" would not naturally conjure the conditions for its own continued flourishing, so neoliberalism is first and foremost a theory of how to reengineer the state in order to guarantee the success of the market and its most important participants, modern corporations. (Van Horn e Mirowski, 2009, p. 161)

Apesar da caracterização do projeto liberal construído pela Escola de Chicago e pela Sociedade de Mont Pelerin não ser uniforme já que contaram com um esforço coletivo,

³ O nome da “sociedade” remonta a localidade, a aldeia Mont Pelerin, nos arredores do Lago Genebra, Suíça, onde foi realizada uma primeira reunião de intelectuais neoliberais, em 1947.

⁴ Os últimos, Allen Wallis, foi o primeiro tesoureiro na fase inicial da SMP, e Frank Knight, professor de Economia.

transdisciplinar, interdisciplinar e transacadêmico, Van Horn e Mirowski (2009, p. 162) argumentam que a Escola de Chicago foi pioneira ao propor que grande parte da política poderia ser compreendida como um processo de mercado, sendo, portanto, passível de formalização por meio da teoria neoclássica. Segundo essa perspectiva, tanto os políticos quanto os eleitores estariam buscando maximizar sua utilidade individual. No entanto, essa visão implicava que o Estado seria apenas um meio inferior para alcançar os resultados que o mercado poderia proporcionar de forma mais eficaz e eficiente. Consequentemente, essa abordagem levava a uma avaliação crítica das virtudes e benefícios da democracia.

Para os autores, nesse sentido, a economia americana tornou-se cada vez mais politizada de forma estratégica. Friedman persistiu na ideia de que sua contribuição transcendia o campo político, engajando-se, ao invés disso, nas “*otherworldly virtues of science*”. No entanto, Friedman e seus seguidores de Chicago argumentaram que os compromissos políticos não eram antitéticos à ciência. Assim, a adoção de estatísticas e a concepção da economia como uma ciência, onde a liberdade foi redefinida como “*as a purely mechanical ‘choice’ that could be exercised in each and every sphere of social life*”, formaram a base do liberalismo de Chicago. Isso levou à manifestação de uma mentalidade mecanicista a ser cooptada pela direita neoliberal, com planos ambiciosos para reestruturar o Estado "por dentro"⁵, substituindo o gradualismo e o conservadorismo clássico. (Van Horn e Mirowski, 2009, p. 163).

Além da SMP e da Escola de Chicago, as lideranças conservadoras empresariais tiveram participação ativa na criação e financiamento de *think tanks* como a FEE e a AEA⁶. Essas organizações se dedicaram a articular uma filosofia econômica centrada no livre mercado, disseminando suas visões entre as elites intelectuais e políticas, influenciando debates e até eleições, sem depender de uma organização política ou popular⁷. Argumenta-se, no entanto, que tais financiamentos não implicam diretamente que as ideias desenvolvidas por esses grupos foram influenciadas por seus financiadores, embora seus interesses na promoção de uma teoria de livre mercado fossem claros. (Phillips-Fein, 2009a)

⁵ Segundo Van Horn e Mirowski (2009), as ideias básicas tinham como, por exemplo, regras de crescimento no Federal Reserve; vales escolares para privatizar a educação pública; corporativa institucionalizada da regulamentação governamental médica e farmacêutica; taxas de câmbio flexíveis entre as moedas nacionais impostas pelos reguladores transnacionais.

⁶ Fundação para a Educação Econômica (FEE) e *American Enterprise Association* (AEA - a organização eventualmente mudou seu nome para *American Enterprise Institute*).

⁷ “*The Mont Pèlerin Society differed in important ways from the FEE and AEA, which sought to popularize free market economic ideas and to intervene in policy debates. By contrast, Friedrich Hayek, the founder of the MPS, wanted to create an organization that would serve as a space of free intellectual inquiry, where social scientists and expert thinkers devoted to the idea of the free market could meet to discuss and refine their thought. The remove of the MPS from the rough-and-tumble world of policy debate, as well as the central roles played by European, non-American intellectuals in the organization, might have seemed to make it an unlikely candidate for support from American businessmen. But the Society, along with the domestically oriented, partisan political think tanks, benefited from the active participation of the network of American business conservatives.*” (PHILLIPS-FEIN, 2009a, p. 282)

Uma aproximação mais estreita dos grupos empresariais com acadêmicos, em parte, pode ser explicada pela "decepção" com a moderação republicana americana após a reeleição de Eisenhower, que consolidou certas iniciativas do *New Deal*. A estratégia de ativismo empresarial, que incluía extensas campanhas de educação pública sobre as vantagens da livre iniciativa, havia, em certa medida, falhado. Como resultado, os ativistas conservadores passaram a direcionar seus esforços para um grupo menor de indivíduos influentes, incluindo acadêmicos. Phillips-Fein (2009a) argumenta que as conexões entre patrocinadores conservadores e intelectuais como Hayek e Friedman são cruciais para entender a ascensão da direita americana no pós-guerra, e que,

his ideas helped to legitimate the rising tide of antiunion sentiment throughout business in the late 1950s. The ideas and arguments of the neoliberal thinkers helped to transform the opposition to unions and the welfare state from reactionary politics to good judgment in the public mind. (Phillips-Fein, 2009a, p. 297)

Como destacado pelo Johnson (1971), a velocidade de aceitação e difusão acadêmica e política das ideias de Friedman está diretamente relacionada às condições históricas das circunstâncias socioeconômicas globais. Esses fatores foram cruciais para a rapidez com que as ideias de Keynes, a "revolução" anterior, fossem aceitas e disseminadas tanto no ambiente acadêmico quanto politicamente. Embora seja importante identificar os elementos subjacentes a qualquer mudança de paradigma analítico na economia, conforme mencionado pelo autor em relação às "*the scientific characteristics of the new theory itself*", as condições sociopolíticas desempenharam um papel fundamental. O autor também afirma que, "*I shall be primarily concerned, not with the scientific issues in dispute in the monetarist counter-revolution against the Keynesian revolution, but with the social and intellectual conditions that make a revolution or counter-revolution possible in our profession.*" (JOHNSON, 1971, p. 1) Em outras palavras, parte do sucesso dos monetaristas naquela época pode ser explicada pelo fato de que a inflação se tornou o problema mais urgente nos círculos políticos e acadêmicos da década, conferindo-lhes uma relevância histórica que tornou suas contribuições mais convincentes. Nesse sentido, como destacam Kremer e Corazza (2003, p. 2), a década de 1970 representou o apogeu do monetarismo e além disso, durante tal período, "não ser monetarista representava estar à margem do *mainstream* do pensamento econômico".

Assim, como observa Burns (2023), o monetarismo de Friedman acaba combinando algumas normas objetivas de gestão macroeconômica, como regras de expansão monetária, e a mantendo os conceitos marginalistas da existência de taxas naturais para as quais convergiriam desemprego e remuneração do capital, com observações mais "gerais" sobre organização social, que também refletem, ou melhor, enfatizam o funcionamento eficiente segundo o modelo e critérios marginalistas de interpretação de uma economia de mercado:

Friedman's emerging monetarism encapsulated the Mont Pelerin Society's call for a new liberalism. Two of monetarism's central claims—inflation was "always and everywhere a

monetary phenomenon,” and the way to manage it was with a monetary growth rule—relied upon government control of money in one form or another. Here was the state, playing an active role to ensure economic prosperity and social stability. But not too active a role, for monetarism nested with a specific political economy that prioritized private economic activity. A monetary rule “would be no panacea,” Friedman reflected in his opening statement to Congress. “The springs of economic progress are to be found elsewhere; in the qualities of the people, their inventiveness, thrift, and responsibility, in public policies that give a free field for private initiative and promote competition and free trade at home and abroad.” (BURNS, 2023, p. 233)

1.2 FRIEDMAN E O MONETARISMO

A abordagem teórica de Milton Friedman teve uma grande influência na chamada "virada" conservadora. Segundo Levrero (1999), o autor destacou a capacidade de autorregulação do mercado e a crença de que apenas uma economia de mercado é compatível com a liberdade individual. Esses princípios nortearam as propostas de Friedman sobre política econômica e foram fundamentais em sua atuação como conselheiro econômico de governos e líderes políticos.

A carreira profissional de Friedman teve várias reviravoltas. O autor acumulou ampla experiência tanto na academia quanto na esfera governamental. Ambas as experiências foram fundamentais para a construção de uma extensa rede de contatos que contribuiu para a aceitação de suas ideias no futuro. Entre elas, destacam-se suas posições acadêmicas na Universidade de Columbia⁸, na Universidade de Wisconsin, e na Universidade de Chicago. Sua experiência ainda incluiu o *National Resources Committee*⁹ que culminou na ida ao *National Bureau of Economic Research* (NBER)¹⁰, além de posições no *Treasury Department*¹¹ e no *Statistical Research Group* (SRG)¹².

⁸ Conforme Burns (2023), em seu curso aplicado na Universidade de Columbia, “*Friedman did offer an implicit critique of the fiscal revolution, particularly Hansen’s concept of secular stagnation. Picking up a theme from Knight, Friedman told his class, “Once wants are satisfied, new wants are going to be formed; the process of want formation is part of the basic drive.” There were two critical implications. First was that perpetual wanting would keep economies always in motion: “Impossibility of completely satisfying all wants. If the greatest want is the desire for new wants ... the notion of satiety is silly.” It was more than a philosophical point. Not only was it impossible for the economy to stagnate, but it would be impossible to design a government program that would adequately satisfy wants, which tended to continually increase. Friedman drew out the second implication in another comment. “Attitude toward all policies will be affected by our ideas concerning wants,” he argued.*” (BURNS, 2023, p. 100-101)

⁹ Uma nova agência federal criada para liderar o planejamento econômico no início do governo Roosevelt. Sua função seria como pesquisador no Estudo de Compras ao Consumidor, onde Friedman se destacou com a criação do “Teste de Friedman”, que teve boa aceitação fora do governo.

¹⁰ Embora o NBER não fosse uma agência governamental, estava intimamente ligada ao New Deal, cujo trabalho foi revitalizado por Simon Kuznets, especialista em história econômica e contas nacionais. O NBER também empregava Arthur Burns, um dos ídolos pessoais de Friedman.

¹¹ Com a indicação de seu cunhado Aaron Director. E cujo período foi importante para ter contato com figuras de Washington, principalmente no Congresso. Além disso, em tal posição, dentro do contexto da 2ª Guerra e sua inflação subjacente, Friedman abraçou a abordagem de Director no que se refere à discordância contra uma política de controle de preços e a favor do entendimento de que a inflação é um fenômeno monetário e a adoção de uma regra monetária para seu controle, ou seja, uma antecipação das ideias centrais do monetarismo.

¹² Um projeto “quase acadêmico” ao esforço de guerra, lançado em 1943, em Columbia, com a participação de George Stigler e Allen Wallis, cujo resultado o “*super colossal test*” teve grande importância na esfera militar.

Como funcionário de órgãos governamentais, Friedman teve contato direto com figuras importantes e projetos significativos da época, notadamente durante o avanço da revolução keynesiana no contexto do *New Deal*, influenciado por Lauchlin Currie e Alvin Hansen no governo de Roosevelt. Sua política econômica era marcada por uma intervenção robusta do Estado na economia, com o objetivo de restaurar a confiança no sistema econômico, oferecer assistência aos mais necessitados e garantir uma base para a estabilidade financeira futura.

Desde meados da década de 1950 até a ascensão dos anos 1970, Friedman começou a moldar o pensamento monetarista, apresentando uma alternativa ao paradigma keynesiano. Conforme destacado por Burns (2023), ele atuou, por vezes, como porta-voz de conceitos e resultados propostos por sua rede de economistas, que não obtiveram sucesso imediato, tanto acadêmico quanto político, em contraposição às ideias keynesianas dominantes na época. Como discípulo de Simons, Friedman procurou oferecer uma abordagem alternativa ao bem-estar social, fundamentada não no governo federal, mas no sistema de preços, combinando teoria neoclássica com um compromisso filosófico pela liberdade de mercado. Burns (2023) ressalta que a influência de Simons¹³ na carreira de Friedman não se restringiu à defesa da teoria de preços, mas também desempenhou um papel significativo no desenvolvimento da importância da gestão monetária em sua visão. Isso incluiu inúmeras críticas de Friedman à atuação do Federal Reserve (FED) americano, que fundamentaram o paradoxo central da política monetária: ser simultaneamente neutra e ativa, fraca e poderosa, com consequências significativas para o sistema econômico.

O retorno de Friedman a Chicago como professor titular marcou um ponto de inflexão crucial em sua carreira e na construção do monetarismo, segundo Burns (2023). Um dos aspectos mais notáveis desse retorno diz respeito à batalha intelectual, marcada por profundas nuances políticas, travada com a Comissão Cowles. Formada por estudiosos com raízes europeias, essa comissão focava na economia matemática e utilizava amplamente o conceito de modelos econômicos, com viés estrutural e econométrico, para representar a atividade econômica em múltiplos mercados simultaneamente. A comissão tinha um viés político claramente voltado para a intervenção estatal na economia, concentrando-se nos estudos sobre controle de preços e no papel da política econômica no desempenho da economia. Assim, os modelos econômicos implicavam um tipo de planejamento centralizado.

Nesse contexto, Friedman buscou fundamentar sua abordagem nos moldes anteriores aos modelos de equilíbrio geral, afastando-se da tentativa de capturar a economia como um quadro completo em um único modelo. Ele adotou a estratégia de dividir as partes dos modelos

¹³ Burns (2023) destaca que o papel de Simons foi crítico para Friedman já que o mesmo adotou integralmente o argumento de Simons a favor de regras sobre a discricção na política monetária. Ao mesmo tempo, modificou a recomendação específica de Simons para a estabilização do nível de preços através do Departamento do Tesouro e, com a extensa pesquisa histórica de Schwartz, Friedman concluiu que a gestão da quantidade de dinheiro era um alvo melhor.

construídos. Embora o autor não rejeitasse a ideia de modelagem econômica, sua crítica se dirigia aos grandes modelos keynesianos, pois, para ele, a concepção de um equilíbrio geral que integrasse todos os mercados e determinasse simultaneamente todos os preços e quantidades era excessivamente teórica. Ao abordar setores ou mercados específicos de forma isolada, sem a necessidade de construir uma estrutura macroeconômica completamente interdependente, Friedman buscava ser mais pragmático e direto nas relações causais entre variáveis econômicas. Ele evitava depender de suposições idealizadas que, em sua visão, pouco contribuíam para a análise de políticas econômicas reais. A autora argumenta que,

Considered in the abstract, this methodological allegiance did not necessarily have a political cast. But it acquired one when counterposed to general equilibrium modeling, which at the time carried an unmistakable Keynesian, pro-planning, even leftist tilt. In the context of midcentury America, a Cowles-style economics model rested on the assumption, as Klein put it to Samuelson, that planning was better than competition. A model "meant you could control the economy," believed young economists learning the technique. By contrast, Friedman's preference for simple models matched his belief that the federal government should play a modest role in economic management. His battle against models thus became a political fight as much as an intellectual one. Friedman's emerging framework was not anarchic or even antigovernment. But he held to a circumscribed view of state action that was more common in the years before the New Deal and the Great Depression. Derived from neoclassical economics before the storm, his worldview intertwined the political and the economic. (Burns, 2023, p. 158-159)

Por fim, acrescenta que,

In fact, the departure of Cowles marked a major step in Friedman's ascent within the Chicago universe and his effort to reconfigure the world he had known as a graduate student. More than petty academic infighting, Cowles's retreat was a sign of Friedman's ability to shape the intellectual environment of a major university. (Burns, 2023, p. 159)

Como resultado das discussões ocorridas na Sociedade de Mont Pelerin, além das que se desenrolaram na Universidade de Chicago, Friedman destacou algumas características importantes do neoliberalismo em seu trabalho "*Neoliberalism and Its Prospects*" (1951), contrapondo-se ao que ele denominou coletivismo. Em contraste com as defesas do liberalismo clássico, que sustentava que o Estado deveria restringir sua atuação à preservação da ordem e à execução de contratos, Friedman argumentava que os "clássicos" falharam ao não incorporar em sua análise a possibilidade de problemas no sistema de preços; ou seja, o Estado teria uma função distinta. Para Van Horn e Mirowski (2009), essa reconceitualização do Estado tornou-se uma das marcas distintivas do neoliberalismo da Sociedade de Mont Pelerin e da Escola de Chicago. De forma explícita:

Neoliberalism would accept the nineteenth century liberal emphasis on the fundamental importance of the individual, but it would substitute for the nineteenth century goal of laissez-faire as a means to this end, the goal of the competitive order... The state would police the system, establish conditions favorable to competition and prevent monopoly, provide a stable monetary framework, and relieve acute misery and distress. (FRIEDMAN, 1951, p. 91-93)

Uma outra obra originada das discussões do "*Free Market Project*" em Chicago e da SMP foi publicada por Milton Friedman sob o título "*Capitalism and Freedom*", em 1962. Segundo Van Horn e Mirowski (2009), esse trabalho era mais acessível do que sua fonte original, apresentando

uma linguagem mais popular. O conteúdo do livro foi apontado como a razão de seu sucesso, apesar de ter sido inicialmente menosprezado pelo público em geral, ganhando, entretanto, grande popularidade no mundo corporativo americano. Nesta obra, é evidente a defesa de um claro encolhimento do papel do Estado e uma defesa inequívoca do mercado por parte de Friedman, embora não necessariamente em termos estritamente científicos ou economicamente claros.

Um dos temas discutidos por Friedman em "*Capitalism and Freedom*", o monopólio, recebeu atenção especial nos fóruns de discussão como a SMP que precederam sua publicação. Percebendo o monopólio como uma ameaça crescente que poderia subverter o controle democrático sob a "ameaça socialista ou totalitária"¹⁴ Friedman e outros liberais defenderam que a solução viria através da competição¹⁵ ao contrário das interpretações socialistas. Essa visão desafiava o otimismo liberal e motivava os liberais da SMP e da Universidade de Chicago a reformular a doutrina liberal. Vale notar que Friedman (1951) sustentou que o monopólio, exceto o "técnico", geralmente, só existiria e persistiria caso recebesse apoio do governo. (Van Horn, 2009)

Em seus estudos sobre monopólio, tributação e desigualdade, Friedman procurou unir assuntos díspares dentro do escopo capitalista, utilizando como cerne o conceito de liberdade. Isso permitiu a ele afastar-se de reacionários¹⁶, assim como de keynesianos e adeptos do *New Deal*, ao mesmo tempo em que suavizava sua relação com conservadores do setor privado. Neste sentido,

Within their ideological, professional, and social context, Friedman was doing something distinctive, something that owed much to Hayek but was rendered in an American accent. Freedom fit the temper of the times. In an age riven with totalitarian systems of control, freedom was becoming a watchword of political and economic life. At once capacious and specific, freedom meshed disparate value systems into a recognizable American parlance.[...] Friedman's "new faith" had now taken definitive form and shape ... [and] experimented with new modes of expression, moving away from his academic emphasis on efficiency to articulate the moral and philosophical case for freedom. (BURNS, 2023, p. 193)

Inicialmente, pela perspectiva da aplicação, que a crítica de Friedman ao planejamento econômico foi respondida com um argumento econômico "*efforts to regulate prices and market entry were not so much morally naïve as inefficient.*" (BURNS, 2023, p. 196). Ao contrário da interpretação política de Hayek, segundo a qual o planejamento econômico poderia levar à ditadura,

his Chicago colleagues were fluent in the new language of politics: prices and efficiency. As policy-makers became ever more reliant on economists to structure aggregate demand, the economic way of thinking permeated government decision-making. Effective opposition necessarily employed the same terminology. Chicago law and economics [...] fed into larger intellectual currents, what one scholar terms a shift from industries to markets. [...] Shifting the lens to markets meant these concepts dropped out and were replaced by different ideas and ideals—most notably efficiency. In turn, efficiency encouraged cost-benefit analysis as

¹⁴ Na década de 1930, Henry Simons, autoproclamado liberal clássico, descreveu o monopólio em todas as suas formas, incluindo grandes corporações, como o grande inimigo da democracia.

¹⁵ A Escola de Chicago convencionou que as barreiras à entrada, uma possível causa do monopólio, não era, essencialmente, real, já que o processo regulatório é controlado de certa forma pelas empresas, dado que não há confiança no governo em fazê-lo.

¹⁶ Notadamente entre os que defendiam de forma aberta que a desigualdade era um bem positivo, como Read e Watts, membros da diretoria da FEE, que para Burns, apresentavam características antidemocráticas, elitistas.

the most relevant measure of policy success. This conceptual shift undercut the rationale for regulation. It also opened new opportunities for Chicago-trained economists and lawyers.[...] It was an alternative approach well positioned to move from fringe to mainstream. (BURNS, 2023, p. 196-197)

Concomitantemente, durante este período, Friedman, através do intermédio de Arthur Burns e o NBER, estabeleceu uma parceria com Anna Schwartz, que se tornaria chave para o amadurecimento de sua abordagem. A partir das primeiras leituras conjuntas sobre economia monetária, Friedman concluiu que, contrariando a sabedoria convencional, o *Federal Reserve* (FED) teve uma influência desestabilizadora na economia. (Burns, 2023) Assim, o autor percebeu que a história monetária poderia servir como um meio para analisar forças agregadas. Além disso, parte da pesquisa com Schwartz resultou em uma interpretação histórica que destacava a importância da moeda e sua influência nos preços, ou seja,

the historical analysis added up to a clear conclusion: printing money created inflation. [...] Friedman was ready to propose a basic theory of inflation: as the quantity of money increased, prices rose; as it fell, so too did prices. "This uniformity is, I suspect, of the same order as many of the uniformities that form the basis of the physical sciences," Friedman wrote in the opening essay. Once again, history was a critical proving ground. "There is perhaps no other empirical relation in economics that has been observed to recur so uniformly under so wide a variety of circumstances as the relation between substantial changes over short periods in the stock of money and in prices," Friedman wrote; "the one is invariably linked with the other and is in the same direction." Here was the dream of finding an economic law akin to gravity or the conservation of energy. (BURNS, 2023, p. 215-216)

É notável destacar que antes da ascensão do monetarismo na década de 70, Friedman alcançou um novo status, especialmente fora do ambiente acadêmico, com a publicação da obra clássica com a coautoria de Schwartz, "*A Monetary History of the United States, 1867-1960*", em 1963. Embora o livro reafirmasse as ideias gerais conhecidas de Friedman, ele teve um grande impacto tanto entre economistas acadêmicos quanto entre políticos. Apresentando não apenas dados e fatos, mas também uma teoria sobre o funcionamento do dinheiro na economia, o livro apresentaria a moeda como tendo papel fundamental, influenciando de maneira significativa momentos cruciais da história econômica, especialmente durante a Grande Depressão. Para o período de influência da Crise de 1929, os autores apresentaram que houve uma queda acentuada de 33% na quantidade de dinheiro, que exacerbou uma queda econômica normal, transformando-a em uma crise de proporções globais. (BURNS, 2023)

Além do argumento econômico, a história do FED também teve um papel significativo no livro, trazendo para o debate a importância da instituição e de seus banqueiros na condução da política monetária. Embora a teoria quantitativa de Friedman não tenha sido difundida e aceita na mesma medida que a obra em si, ela influenciou de forma significativa os conservadores no entendimento da Grande Depressão, que passou a ser revisada como uma crise evitável, com parte da responsabilidade atribuída a erros humanos. Essa visão foi bem recebida mesmo por autores

críticos a Friedman, como Paul Samuelson que afirmou que “*contrary to some of my own earlier views [...] monetary and credit policies have great potency to stimulate, stabilize, or depress a modern economy.*” (BURNS, 2023, p. 253)

Como mencionado anteriormente, Friedman gozou de grande prestígio acadêmico, o que foi importante para sua ascensão como figura pública a partir dos anos 1960. Para Ebenstein (2009), sua participação, em 1964, na campanha mal-sucedida do senador Barry Goldwater para a presidência dos EUA teve uma influência decisiva nesse movimento, tornando-o conhecido como um dos grandes economistas conservadores do país, notadamente por meio de sua coluna no *Newsweek* e suas participações em programas televisivos. Tal influência culminou nas recomendações de políticas ao presidente Nixon, eleito em 1968, incluindo a adoção da taxa de câmbio flutuante, embora essas políticas tenham sido implementadas de forma limitada na prática. Além disso, Friedman ocupou diversos cargos oficiais durante a administração do presidente. Destaca-se que, após divergências, principalmente em relação ao controle de preços e salários, houve um afastamento entre as partes.

Em 1976, Friedman foi agraciado com o Prêmio Nobel de Economia¹⁷, e, segundo Ebenstein (2009), a resposta à atribuição foi objeto de discussões. Do lado negativo, uma onda de protestos e indignação surgiu, particularmente em decorrência da polêmica visita ao Chile, onde os “*Chicago boys*”, defensores do livre mercado e muitos ex-alunos de Friedman na Universidade de Chicago, tiveram uma influência significativa na elaboração do programa econômico do governo ditatorial de Pinochet. No entanto, como aponta o autor, “*it would be a mistaken impression, however, that most of the response to Friedman’s receiving the Nobel Prize was negative. The vast majority of even the media response was positive.*” (EBENSTEIN, 2009, p. 192)

Vale reforçar que, na década de 1950, período que marca as primeiras contribuições de Friedman, o contexto econômico apresentava uma falta de urgência em relação à questão da inflação. Assim, uma “crítica” ao ativismo fiscal, ou uma maior ênfase na política monetária em comparação com a política fiscal como instrumento central de gestão macroeconômica, não era tão proeminente. Embora no início de suas contribuições a ênfase na ineficácia da política fiscal não fosse tão evidente, já havia uma crença latente de que o papel do governo federal deveria ser modesto.

No próximo capítulo, será realizada uma análise da estrutura da abordagem proposta por Friedman, com foco no papel da moeda no seu esquema teórico. Nesse sentido, a reabilitação da

¹⁷ *In its press release announcing the award of the 1976 Nobel Prize in Economics, the Royal Swedish Academy of Sciences said that it was for Friedman’s “achievements in the fields of consumption analysis, monetary history and theory, and for his demonstration of the complexity of stabilization policy.” The release also noted that the “widespread debate on Friedman’s theories . . . led to a review of monetary policies pursued by central banks. . . . It is very rare for an economist to wield such influence . . . not only on the direction of scientific research but also on actual policies.”* (EBENSTEIN, 2009, p. 193)

Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) desempenha um papel crucial na tentativa de Friedman de reposicionar o controle da moeda como elemento central na análise econômica. Além disso, ao enfatizar uma teoria monetária que conecta a variação na oferta de moeda ao nível do produto nominal, busca-se também reduzir a influência da política fiscal. Essa abordagem está alinhada com o contexto histórico e político apresentado, refletindo os esforços de Friedman para estabelecer uma fundação teórica que sustente suas propostas econômicas, em sua investida para superar a teoria keynesiana.

CAPÍTULO 2 - A BASE TEÓRICA DO MONETARISMO

2.1 A REAFIRMAÇÃO DA TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA

A discussão sobre as variações no valor da moeda é central na obra de Milton Friedman, que buscou inicialmente restabelecer a antiga Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). Esta teoria remonta a séculos de história do pensamento econômico, tendo como um de seus pioneiros o filósofo britânico David Hume. Em 1752, em sua obra *Of Money*, Hume analisou a relação entre variáveis monetárias e variáveis reais, observando os impactos causados por mudanças na oferta de moeda ao longo do tempo. O autor reconhecia a existência de efeitos transitórios sobre os preços, o emprego e a quantidade de bens em circulação, antes que a economia alcançasse um novo equilíbrio em decorrência de uma variação no estoque monetário. Esses efeitos transitórios ocorriam devido ao fato de que a mudança na quantidade de moeda não ocorre de maneira uniforme em toda a economia.

Como destaca Kogut (1974), a formalização e apresentação mais aprofundada desse assunto como uma teoria econômica foram realizadas por Simon Newcomb em 1885. Embora sua aplicação contemporânea tenha restrições, a teoria de Newcomb ainda possui características compatíveis com a análise monetária moderna, sendo muito próxima da TQM que foi posteriormente popularizada.

De forma resumida, a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) foi uma formalização utilizada pelos economistas neoclássicos para explicar que a variação do nível geral de preços é determinada pela variação da quantidade de moeda quando se analisa a economia como um todo. Vale notar que, a TQM tinha como premissa básica a ideia de que a moeda é neutra, não podendo, portanto, afetar o lado real da economia onde são produzidos os bens e serviços. Dito de outra forma, a teoria postula uma função de demanda estável da moeda, com a renda real como o principal elemento dessa função. Desse modo, *ceteris paribus*, existe uma relação proporcional entre mudanças na oferta da moeda e mudanças no nível geral de preços.

A TQM neoclássica possui duas versões amplamente conhecidas. A de Irving Fisher (1911, 1926), da Universidade de Chicago, apresenta a equação simples $MV=PT$, na qual o autor presumia o nível de preços (P) como a única variável passiva, além de supor que suas variações seriam independentes da velocidade de circulação da moeda (V) e do volume de transações comerciais (T). Tanto V quanto T foram considerados como constantes no curto prazo. Com isso, o nível de preços (P) torna-se dependente da oferta de moeda (M), isto é, o nível de preços passa a ser determinado pela quantidade de moeda ofertada. Em um momento posterior, T foi substituído pelo valor do produto real como um índice de quantidade (Q).

Do ponto de vista histórico, os economistas neoclássicos da escola de Cambridge, na Inglaterra, especialmente Alfred Marshall e Arthur Cecil Pigou, propuseram uma abordagem alternativa para a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) no final do século XIX, embora suas obras tenham sido publicadas apenas no início do século XX. Ao contrário de Fisher, eles abordaram o problema da demanda por moeda a partir de uma perspectiva focada nas unidades econômicas. Marshall e Pigou reconheceram que a demanda por moeda poderia ser afetada não somente pela sua função para fins de transações comerciais correntes, mas também por sua utilidade como reserva de valor para a realização de compras futuras, tornando inviável tratar a velocidade da moeda como uma variável exógena.

Nesta concepção neoclássica, a escola de Cambridge postulava que a demanda por moeda era proporcional ao produto nominal (P.Q), tal que, $M = kPQ$ ou $M = kY$, onde que k é a constante marshalliana chamada de velocidade-renda, P é o nível de preços, M é a demanda por moeda, Q é volume do produto real em termos de bens e serviços finais, e $Y = P.Q$ é valor do produto nominal de bens e serviços finais da economia. Assim, pode-se deduzir que a velocidade-renda (k) da equação de Cambridge é igual ao inverso da velocidade de transações da moeda (V) da equação de trocas de Fisher.

Embora a equação de Cambridge possa parecer, à primeira vista, apenas uma nova forma de expressar matematicamente a equação de trocas, onde $k = \frac{1}{V}$, sendo k representando uma fração do produto nominal (P.Q) ou a renda nominal (Y), que se iguala, em determinado momento, à quantidade de moeda ofertada, a equação de Cambridge é muito diferente da equação de trocas de Fisher do ponto de vista da análise econômico-monetária. A equação de Fisher está interessada na análise dos fluxos de gastos realizados nas transações comerciais, enquanto a equação de Cambridge se concentra em examinar os estoques que o público deseja manter em seu poder. Um elemento importante da equação de Cambridge, ao se desejar substituir a análise do volume de renda nominal pela de demanda por moeda, é a possibilidade de que um indivíduo possa optar por entesourar a moeda corrente. Contudo, embora estivesse implícita a noção de que poderia haver mudanças nos desejos do público por uma quantidade maior de moeda, afetando o nível geral dos preços e/ou da produção real, os autores da escola econômica de Cambridge acreditavam que a variação na quantidade da moeda (M) era a principal determinante das variações do nível de preços (P).

Ao observar o desenvolvimento das ideias econômicas, além do contexto político e econômico, nota-se uma transição sobre análise monetária para abordagens mais contemporâneas, caracterizadas por uma diversidade de perspectivas. Essa mudança de enfoque não apenas ressignificou o papel da moeda na teoria econômica, mas também redefiniu os fundamentos sobre os quais se baseiam diferentes escolas de pensamento.

Nesse contexto, Milton Friedman se tornou um expoente da tradicional Escola de Chicago e foi o fundador da chamada escola monetarista. Em certo sentido, é irônico que Friedman tenha não apenas adotado essa denominação para a escola de pensamento que desenvolveu, mas também insistido em seu lema "*Money Matters*". Isso é particularmente curioso, pois os keynesianos, e especialmente os pós-keynesianos, ressaltam corretamente que a grande contribuição de Keynes foi desenvolver uma teoria para uma economia monetária, na qual a taxa de juros é determinada por um mercado monetário, e não pelo equilíbrio entre a oferta e a demanda de poupança/produzitividade marginal do capital. A teoria neoclássica, que conta com uma defesa inequívoca de Friedman, define a trajetória da economia através da interação de variáveis econômicas reais, seja pela taxa de juros de equilíbrio de pleno emprego, seja pela distribuição.¹⁸

A racionalidade de Friedman consistia em defender a utilização de instrumentos monetários em detrimento dos fiscais, sendo este, na verdade, o objetivo central — e, de certa forma, oculto — em "*Money Matters*". O primeiro passo dessa estratégia de Friedman foi reivindicar para a Escola de Chicago uma suposta posição central na sustentação dos estudos monetários, embora não sistemática, com sua abordagem de insistir que o dinheiro importava, através do resgate da TQM:

Chicago was one of the few academic centers at which the quantity theory continued to be a central and vigorous part of the oral tradition throughout the 1930's and 1940's, where students continued to study monetary theory and to write theses on monetary problems. The quantity theory that retained this role differed sharply from the atrophied and rigid caricature that is so frequently described by the proponents of the new income-expenditure approach. (FRIEDMAN, 1956, p. 1)

A teoria tradicional ligada à TQM seria, nas palavras de Friedman, apresentada pelos autores pertencentes ao "*income-expenditure approach*"¹⁹ como uma caricatura. Essa caricatura caracterizaria a TQM como uma teoria da inflação, mas, segundo Friedman, ela deve ser entendida como uma teoria da renda nominal. Em seu trabalho de 1956, Friedman enfatiza a divergência da versão reinterpretada da TQM pela tradição de Chicago em relação à versão original, que estaria marcada por uma rigidez conceitual. A perspectiva de Chicago, na visão de Friedman, se revela uma ferramenta mais flexível, capaz de interpretar nuances nas mudanças da atividade econômica e prescrever políticas específicas.

Friedman, então, desenvolveu sua versão da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), interpretando-a como uma teoria da demanda por moeda com fundamentos microeconômicos. Essa abordagem se caracterizava como uma versão mais ortodoxa da demanda por moeda, em comparação com a dos expoentes pré-keynesianos da tradição de Cambridge, que reconheciam uma

¹⁸ Na perspectiva pós-keynesiana, argumenta-se que a demanda por moeda, conhecida como "PK demanda por moeda," pode ser gerada de forma independente da criação de empregos. Essa visão destaca a concepção de alguns economistas pós-keynesianos que consideram a demanda por moeda como um fator dissociado da geração de emprego na economia.

¹⁹ É interessante notar como Friedman se refere aos heterodoxos, ou digamos Keynesianos, a abordagem da renda-gasto, o que expressa de alguma forma um princípio lógico do Princípio da Demanda Efetiva.

influência significativa da taxa de juros sobre a demanda por moeda, desde as contribuições originais de Marshall.

Patinkin (1969, p. 61), um economista com a mesma formação acadêmica, já que fez seu doutorado em Chicago com contato com os “mentores” de Friedman, aponta uma certa contradição entre a ideia de criticar diretamente a teoria Keynesiana utilizando um de seus instrumentos. Com base nos escritos de Friedman em *The International Encyclopedia* de 1968, Patinkin lembra que a versão do autor apresentada seria “*a most elegant and sophisticated statement of modern Keynesian monetary theory (...)*”, que tal análise “*that has been strongly influenced by the Keynesian analysis of liquidity preference.*”, e por fim, que:

"earlier quantity theory" envisaged the process of monetary adjustment in terms of the relation between the stock of money and the flow of expenditures "to the almost complete exclusion" of the Keynesian approach, which envisages it in terms of the relation between the stock of money and other assets, particularly bonds. (...) Furthermore, Friedman himself accepts as "plausible" the Keynesian approach that "any widespread disturbance in money balances (...) will initially be met by an attempted readjustment of assets and liabilities, through purchase and sale" though he goes on to explain how the resulting change in prices will also "establish incentives to alter flows of receipts and expenditures." (PATINKIN, 1969, p. 61-62)

Patinkin (1969) aponta que a TQM da tradição acadêmica de Chicago, a partir de notas de aula, cadernos e cursos, difere da visão de Friedman ao relacionar a quantidade de moeda com a demanda agregada, resgatando, em parte, os tratados de Fisher. Ele argumenta que a velocidade de circulação da moeda tende a sofrer mudanças bruscas, ora por acumulação excessiva, ora por desentesouramento excessivo, devido a alterações tanto nos níveis de preços quanto nas expectativas dos agentes econômicos. O autor ressalta que tais movimentos conduzem a um processo cumulativo, sem limites naturais, independente das variações na quantidade de dinheiro na economia, sendo exacerbado pelo comportamento do sistema bancário. Assim, o sistema econômico é essencialmente instável. Destaca-se na análise de Patinkin que essa versão da TQM de Chicago sugere a possibilidade de uso de políticas econômicas contracíclicas, inclusive a fiscal, para compensar as alterações na velocidade de circulação (v), ou seja, a demanda por moeda não assume a forma de uma função estável. Outro aspecto relevante, na visão de Patinkin, é que, enquanto a Escola de Chicago se preocupava com a relação entre o estoque de dinheiro e o fluxo de despesas, Friedman focava em relacionar o estoque de moeda com o estoque de outros ativos.

Nota-se que, de certa forma, essa Escola de Chicago aponta uma clara influência da teoria monetária keynesiana, mesmo que para a própria rejeição de alguns aspectos. Exatamente, nesse sentido, para Levrero (1999), a iniciativa de Friedman na proposição de uma reafirmação da TQM clássica, busca, em última instância oferecer uma crítica à teoria keynesiana, utilizando-se de parte do seu aparato teórico, se assentando em algumas condições chave,

Em primeiro lugar, a análise se baseará na ideia de que a flexibilidade de preços e salários pode sempre garantir uma tendência para a plena utilização dos recursos produtivos. Daqui

resulta que, embora no "curto ou muito curto prazo a produção possa variar devido a variações na oferta monetária", no longo prazo ela será determinada pelas "equações de equilíbrio econômico geral walrasianas". Em segundo lugar, essa reformulação se fundamentará na ideia de que as autoridades monetárias — exceto em um regime internacional de moeda-mercadoria ou na indexação de sua moeda à de outro país — são capazes de controlar a oferta monetária, variando a base monetária ou definindo a razão de reserva dos bancos. Finalmente, a teoria quantitativa seria, para Friedman, principalmente uma análise dos determinantes da demanda por estoques líquidos reais. Essa análise se generaliza na afirmação de que as mudanças nos estoques monetários desejados "prosseguem lenta e gradualmente ou são o reflexo de mudanças anteriores na oferta monetária", enquanto, por outro lado, "ocorrem frequentemente alterações substanciais na oferta monetária (e independentemente das variações na demanda por moeda)". (LEVRERO, 1999, p. 26-27, tradução nossa)

Vale destacar que Friedman, na construção de sua Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) revisada, sublinhou a importância das diferenças entre a quantidade nominal e real do dinheiro. Esta última assume um papel relevante para os detentores de moeda, que, durante o “período keynesiano”, foi desconsiderada devido à hipótese sobre a rigidez de preços no curto prazo. Adicionalmente, para Friedman, a flexibilidade de preços e salários pode sempre garantir uma tendência para a plena utilização dos recursos produtivos. Assim, no longo prazo, a produção será determinada pelas “equações de equilíbrio econômico geral walrasianas”, e as autoridades monetárias são capazes de contrair sua própria oferta de moeda. Como citado por Beker (2021), existe uma polêmica quanto ao funcionamento do mencionado processo de ajustamento walrasiano, que, segundo ele, é erroneamente atribuído a Marshall, com a presunção de que os preços se ajustam mais rapidamente que as quantidades.

Ainda sobre os aspectos marshallianos e walrasianos dentro da discussão monetarista, Hoover (2004) aponta que a posição de Friedman é marshalliana, pois o autor vê a postura walrasiana de que é necessário conhecer o global para conhecer o micro, como equivocada, já que, a estrutura teórica de Walras busca articular uma teoria que englobe todos os atores econômicos, o que seria impraticável. Dessa forma, “*the Walrasian offers the perfect general-equilibrium model as a transcendent ideal from which one can criticize the compromised and inconsistent realities of applied economics.*” Nesse sentido, Friedman nega que exista tal ponto de vista ou que alguém possa compreender a economia na sua totalidade, assim como Marshall. (HOOVER, 2004, p. 7)

Em suma, Friedman apresentou uma visão que se distingue, no que tange ao processo de ajustamento da renda nominal, tanto dos neoclássicos, com seu ajuste via preços, quanto dos keynesianos, com ajustes somente na renda real. O retorno às proposições da TQM pelo autor visava também incluir variações simultâneas na renda real e no nível de preços, no curto prazo, e ainda que, na prática, seria uma teoria de ajustamento da renda nominal a distúrbios econômicos. Vale notar, que Friedman acreditava que possíveis desajustes viriam basicamente pela existência de estoques de moeda, em termos nominais, correspondentes à diferença entre a quantidade real de moeda disponível e a quantidade real desejada de moeda, ou seja, através de uma oferta nominal de

moeda inadequada. Intrínseca à concepção do desajuste de Friedman estão a pressuposição de que a oferta de moeda é autônoma²⁰ em relação à renda nominal, e de que os encaixes reais desejados não variam substancialmente no curto prazo. Tais pressupostos culminam na conclusão de que mudanças significativas ou do nível de preços ou da renda nominal são resultado de mudanças na oferta nominal de moeda.

A visão de Friedman (1970) remonta à estrutura pré-keynesiana ao reforçar a independência entre os fenômenos monetários e reais, que provêm, em parte da separação de curto e longo prazo, onde neste último a renda real teria uma evolução lenta e gradual que depende de fatores não monetários, e ainda que, o nível de preços é um resultado conjunto das forças monetárias que determinam o rendimento nominal e das forças reais que determinam o rendimento real. Ao contrário da teoria keynesiana, onde a ligação entre os fenômenos monetários e reais se dá pela taxa de juros, em Friedman, a taxa de juros real é exógena ao setor monetário, e a única ligação se dá através da variação dos encaixes nominais de moeda, que poderiam, no curto prazo, alterar a renda real.

Friedman (1956, p. 4) aponta que a demanda por moeda, assim como uma teoria usual de escolha do consumidor, dependeria de três fatores básicos, uma restrição orçamentária ou riqueza total, assim como seu preço (e a taxa de inflação esperada) e retorno esperado além dos gostos e preferências dos proprietários. Além disso,

From the broadest and most general point of view, total wealth includes all sources of "income" or consumable services. One such source is the productive capacity of human beings, and accordingly this is one form in which wealth can be held. From this point of view, "the" rate of interest expresses the relation between the stock which is wealth and the flow which is income, so if Y be the total flow of income, and r ; "the" interest rate, total wealth is $W = \frac{Y}{r}$. Income in this broadest sense should not be identified with income as it is ordinarily measured. The latter is generally a "gross" stream with respect to human beings, since no deduction is made for the expense of maintaining human productive capacity intact; in addition, it is affected by transitory elements that make it depart more or less widely from the theoretical concept of the stable level of consumption of services that could be maintained indefinitely. (FRIEDMAN, 1956, p. 4-5)

Em trabalhos subsequentes, Friedman simplifica sua abordagem da demanda por moeda ao incorporar o retorno de todas as formas de riqueza, como títulos, ações, entre outros, em uma única taxa. Novamente, é importante resgatar a interpretação de Patinkin (1969) com relação à inclusão na análise de Friedman das influências da taxa de juros na demanda por moeda, pois, para o autor, apesar de Friedman apontar que sua reafirmação busca conceitos já apresentados pelos autores clássicos, pouco, de fato, pode ser atribuído a eles. Logo, a reafirmação da TQM de Friedman remonta às questões levantadas pela teoria monetária de Keynes. Dito de outra forma, a versão de

²⁰ Embora não completamente exógena ao sistema que representa o sistema monetário, em que pese isso ocorra quando Friedman coloque a oferta de moeda como função da taxa de juros.

Friedman a TQM se torna uma teoria da riqueza, capturando o conceito, como em Keynes, de que a moeda é uma das formas de manter riqueza.

A partir da premissa de que a equação de demanda deve ser considerada independente de qualquer unidade nominal utilizada para medir variáveis monetárias, formalmente expressa como homogênea de primeiro grau em P e Y ²¹, temos a seguinte formulação: $M = f(\lambda P, r_b, r_e, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}, w, \lambda Y, u) = \lambda f(P, r_b, r_e, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}, w, Y, u)$. Nessa equação, P representa o nível geral de preços, r_b é a taxa de rendimento de títulos, r_e é a taxa de rendimento do padrão do patrimônio, $\frac{1}{P} \frac{dP}{dt}$ é a taxa esperada de aumento de preços, w é a variável que encapsula a riqueza humana²², Y ²³ pode ser interpretado como a renda nominal, especificamente dentro da análise monetária, e u reflete variações nos gostos e preferências. Friedman (1956, p. 10) destaca que a equação acima pode ser reescrita, considerando $\lambda = \frac{1}{Y}$ e derivando a partir da equação usual da TQM, $Mv = Py$, obtém-se $\frac{M}{Y} = f(r_b, r_e, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}, w, \frac{P}{Y}, u) = \frac{1}{v(r_b, r_e, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}, w, \frac{P}{Y}, u)}$, ou ainda $Y = v(r_b, r_e, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}, w, \frac{P}{Y}, u) \cdot M$, onde v representa a velocidade da renda, e até esse ponto essa formulação é específica para o dinheiro mantido diretamente pelos detentores de riqueza.

Finalizando a construção do entendimento da TQM, Friedman (1956, p. 15), reconhece a complexa interação entre a oferta de moeda, a demanda por moeda e outros fatores econômicos. Nesse sentido, indica a seguinte situação,

Suppose the supply of money in nominal units is regarded as fixed or more generally autonomously determined²⁴. [That] equation then defines the conditions under which this nominal stock of money will be the amount demanded. Even under these conditions, [the] equation alone is not sufficient to determine money income. In order to have a complete model for the determination of money income, it would be necessary to specify the determinants of the structure of interest rates, of real income, and of the path of adjustment in the price level. Even if we suppose interest rates determined independently-by productivity, thrift, and the like - and real income as also given by other forces, [the] equation only determines a unique equilibrium level of money income if we mean by this the level at which prices are stable. More generally, it determines a time path of money income for given initial values of money income. In order to convert [the] equation into a "complete" model of income determination, therefore, it is necessary to suppose either that the demand

²¹ O significado teórico de tal pressuposto é de que caso P e Y mudem em uma proporção λ , a quantidade de moeda demandada de moeda deve mudar na mesma proporção λ .

²² "There are some possibilities of substituting non-human capital for human capital in an individual's wealth holdings, as, for example, when he enters into a contract to render personal services for a specified period in return for a definitely specified number of periodic payments, the number not depending on his being physically capable of rendering the services ... Let w be the ratio of non-human to human wealth or, equivalently, of income from non-human wealth to income from human wealth, which means that it is closely allied to what is usually defined as the ratio of wealth to income. This is, then, the variable that needs to be taken into account so far as human wealth is concerned." (FRIEDMAN, 1956, p. 8)

²³ Em seu artigo de 1970, "A Theoretical Framework for Monetary Analysis" Friedman destaca o uso da renda permanente, Y_p , utilizada como proxy para a riqueza total (humana e não-humana).

²⁴ Levrero destaca que houve uma discussão importante quanto à exogeneidade e definição da moeda, que tinha como "objetivo" de considerar como moeda o agregado para o qual a procura é mais estável, já que Friedman admite que qualquer separação clara entre o que é dinheiro e outros ativos financeiros é arbitrária. Tal situação mina a concepção de Friedman do dinheiro como algo único.

for money is highly inelastic with respect to the variables in v or that all these variables are to be taken as rigid and fixed. (FRIEDMAN, 1956, p. 15)

Para o autor, mesmo em situações "favoráveis", quando a demanda por moeda é quase inelástica em relação às variáveis da velocidade de circulação (v), a equação proposta limita-se a oferecer uma teoria da "renda monetária". Isso implica que as mudanças na renda monetária refletem as alterações na quantidade nominal de dinheiro, mas não esclarecem em que medida qualquer variação na renda (Y) se traduz em aumento da produção real ou em variação dos preços. Para fazer tal inferência, é necessário considerar informações externas, como, por exemplo, a suposição de que a produção real está em seu máximo viável. Nesse cenário, qualquer aumento na quantidade de dinheiro resultaria em um aumento proporcional nos preços ou até mesmo em uma elevação maior, dependendo das condições econômicas. (FRIEDMAN, 1956, p. 15).

Nota-se nesse contexto, que há um evidente retorno à conclusões clássicas, que se tornaram base para a escola monetarista, tais como, a taxa de aumento da oferta monetária sendo o principal determinante da taxa de crescimento dos preços dos bens e dos serviços, não havendo, portanto, possibilidade de qualquer política macroeconômica reduzir o desemprego, no longo prazo, fazendo com que a função da política monetária seja a manutenção de um nível estável nos preços. Porém, Levrero (1999) destaca que Friedman, ao distinguir alterações na oferta de moeda de alterações na taxa de crescimento do estoque de moeda, admite que, alterações nessa última, tendencialmente, impactarão a taxa de inflação e, conseqüentemente, no custo de retenção de moeda. Logo, ter-se-á mudanças na quantidade desejada de estoques de ativos líquidos reais, que terão efeitos sobre as variáveis em termos reais²⁵.

Como aponta Levrero (1999), para Friedman, existiria uma substancial estabilidade e constância da demanda de moeda por unidade de renda nominal, no caso, permanente, $\frac{1}{v}$, em um período de tempo determinado. Tal interpretação seria uma das fontes de discordância entre os quantitativistas e os keynesianos, e conclusão viria, segundo o autor, de uma comprovação empírica da baixa sensibilidade da procura de moeda em relação à taxa de juro, enquanto tanto a renda permanente, que discutiremos na próxima seção, como os fatores que definem a utilidade de reter moeda não mudariam rapidamente, ou dito de outra forma, como não entesouramento, toda mudança na oferta de moeda gera excesso de demanda, culminando em inflação.

²⁵ “A ideia básica é que aumentos na taxa de inflação levarão a uma transferência da riqueza do dinheiro para outras fontes, incluindo o capital produtivo, com efeitos diferentes dependendo das hipóteses relativas à propensão marginal a poupar (por exemplo, se tomada como dada, ou se for influenciado pela taxa de inflação). Em essência, a questão baseia-se em considerar o dinheiro como parte da riqueza líquida do setor privado e na hipotética relação entre os investimentos e a taxa de juros [...]” (LEVRERO, 1999, p. 29, tradução nossa) Vale notar que para Friedman, se a taxa de juros for reduzida através de operações de mercado aberto, outras formas de investimento, variarão na direção oposta, como previsto no princípio da substituição.

Friedman ressalta, por fim que, na sua visão, embora parte da reação contra a TQM a partir da década de 1930 viesse sob a crítica a estabilidade da demanda por moeda, pois a época se afirmava que ela estava se comportando de forma errática e imprevisível, ela foi amplamente racionalizada sob outros dois elementos, a saber, a existência de fatores importantes que afetam a oferta de moeda que não afetam a demanda por moeda²⁶ e àquela associada à análise keynesiana do subemprego fundamenta-se principalmente na forma da equação de demanda por moeda, pois,

The demand for money, it is said, is infinitely elastic at a "small" positive interest rate. At this interest rate, which can be expected to prevail under underemployment conditions, changes in the real supply of money, whether produced by changes in prices or in the nominal stock of money, have no effect on anything. This is the famous "liquidity trap". (FRIEDMAN, 1956, p. 17)

O autor realizou, também, uma revisão crítica das contribuições de vários autores com o objetivo de destacar achados empíricos consistentes com a Teoria Quantitativa da Moeda, e especificamente para corroborar a questão da estabilidade. Essa última baseada na relação funcional entre a quantidade de dinheiro demandada e as variáveis que a determinam, e ainda que, um forte aumento na velocidade de circulação do dinheiro durante as hiperinflações é inteiramente consistente com uma relação funcional estável. Ele destaca, em particular, o trabalho de Cagan, cujo artigo "*The Monetary Dynamics of Hyperinflation*", publicado em 1956, proporcionou uma análise aprofundada das experiências de hiperinflação em diversos países, e "*was able to bring into sharp relief a variable whose effect is generally hard to evaluate, namely, the rate of change of prices.*" Os resultados de Cagan, para o autor, evidenciam que, quanto maior a taxa de variação dos preços e, conseqüentemente, mais alto o custo de oportunidade de reter moeda, menor é a quantidade de moeda demandada, e ainda que, "*this result is important not only directly but also because it is indirectly relevant to the effect of changes in the returns to other alternatives, such as rates of interest on various kinds of bonds.*". (FRIEDMAN, 1956, p. 19)

A experiência de alta inflação permitiu a Cagan demonstrar, empiricamente, uma situação na qual devido a dimensão da inflação outras variáveis reais tinham baixa significância estatística. É interessante observar, que essa questão não se coloca, por exemplo, na equação tradicional de demanda por moeda do modelo IS/LM dado que é um modelo de preços fixos e assim, juros reais e nominais não se diferenciam. Entretanto, uma vez que há inflação e, especificamente no caso de

²⁶ "*Under some circumstances these are technical conditions affecting the supply of specie; under others, political or psychological conditions determining the policies of monetary authorities and the banking system. A stable demand function is useful precisely in order to trace out the effects of changes in supply, which means that it is useful only if supply is affected by at least some factors other than those regarded as affecting demand. The classical version of the objection under this head to the quantity theory is the so-called real-bills doctrine: that changes in the demand for money call forth corresponding changes in supply and that supply cannot change otherwise, or at least cannot do so under specified institutional arrangements. The forms which this argument takes are legion and are still widespread. Another version is the argument that the "quantity theory" cannot "explain" large price rises, because the price rise produced both the increase in demand for nominal money holdings and the increase in supply of money to meet it; that is, implicitly that the same forces affect both the demand for and the supply of money, and in the same way.*" (FRIEDMAN, 1956, p. 16-17)

Cagan inflação elevada, é possível mostrar que a taxa de juros *ex-post* real é muito pequena perto da inflação esperada, mas não apenas ela. O outro termo da demanda por moeda, o nível de produto por motivos transacionais, também se mostra pouco relevante frente à importância da elevada inflação, ou seja, a demanda por moeda a um só tempo passa a depender apenas da inflação. Dito de outra forma, em situações de hiperinflação, são desprezíveis os efeitos das variáveis macroeconômicas reais, como a taxa de juros, sobre a demanda por encaixes monetários, sendo essas explicadas essencialmente por alterações na taxa de inflação esperada.

Friedman (1956, p. 21) destaca ainda que a estabilidade empírica e a regularidade observada no que tange à velocidade da moeda desempenharam um papel crucial no declínio da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). A velocidade da moeda, em certo ponto, foi interpretada de maneira excessivamente simplista, sendo considerada uma 'constante natural', uma visão que foi desacreditada pelos eventos da Primeira Guerra Mundial e pela Crise de 1929. Diante disso, a reinterpretação proposta por Friedman busca abordar as variáveis de maneira mais sofisticada, incorporando a estabilidade e a regularidade de maneira mais realista, o que, segundo ele, permitiria uma melhor concordância com os dados empíricos. Essa abordagem visava revitalizar a TQM, tornando-a mais robusta diante da complexidade dos fenômenos econômicos observados na prática.

2.2 A HIPÓTESE DA RENDA PERMANENTE

Outra contribuição importante de Milton Friedman, que complementa o argumento apresentado pela TQM, refere-se à hipótese da renda permanente. De forma geral, na versão proposta por ele, há uma grande diferença entre as teorias monetárias, além da flexibilidade dos preços, sendo a variável chave para especificar a demanda por moeda o nível de renda permanente ou a riqueza individual, e não a renda corrente. Além disso, ao considerar as taxas de rendimento r_b e r_e , que se movem simultaneamente na mesma direção ou em torno de uma taxa média, uma delas representa a medida relevante do custo de oportunidade, resumido em uma única taxa.

Friedman ainda argumenta que, em períodos não inflacionários, o componente da inflação esperada se torna irrelevante. Também é possível afirmar que Y pode englobar tanto u quanto w , o que permite simplificar significativamente a equação para variações em relação aos juros e aos preços. Isso demonstra, mais uma vez, que as variações na renda nominal e nos preços são originadas, principalmente, pelas mudanças na oferta nominal de moeda, a qual, por sua vez, varia em função das alterações na base monetária.

A análise crítica de Friedman em relação a função consumo keynesiana também é outro ponto relevante no seu ataque contra a política fiscal. Nesse contexto, a hipótese da renda permanente (HRP) de Friedman se torna chave para tal análise. De forma resumida, pode-se dizer

que a HPR, apresentada de maneira formal em “*The Permanent Income Hypothesis*”, capítulo 3 do livro de 1957, “*A Theory of the Consumption Function*” recusa o conceito de Keynes de relacionar o consumo diretamente ao valor da renda corrente e trabalha com a ideia de que o consumo é definido a partir do que se espera ser a renda permanente de longo prazo. Para o autor, as mudanças transitórias da renda, desde que não sejam entendidas como duradouras, afetam inicialmente o valor dos ativos e dos passivos, ou seja, os seus efeitos mais significativos influenciam o montante de poupança e não o gasto de consumo.

O ponto de partida da análise de Friedman foram resultados contrastantes que surgiram nas estimativas empíricas de consumo. O autor destaca que tanto a renda quanto o “consumo permanente”, variáveis críticas na análise teórica, não podem ser observadas diretamente, logo, deve-se construir estimativas de renda permanente e consumo permanente e então tratar as magnitudes *ex post* ajustadas como se fossem também as magnitudes *ex ante* desejadas. A estratégia de Friedman foi “*interpret empirical data as observable manifestations of theoretical constructs that are themselves regarded as not directly observable.*” (FRIEDMAN, 1957, p.23) Nesse sentido, Friedman reforça a ligação entre consumo e riqueza, proposta por Pigou, que, para o autor, é central na controvérsia sobre a tendência ou não de uma economia monetária para um equilíbrio de pleno emprego. Nota-se que tal crítica é, novamente, direta à função consumo keynesiana, já que, para Friedman, não seria possível, nem do ponto de vista teórico nem com referência à evidência empírica, estabelecer uma relação apenas entre o consumo e o valor da renda corrente.

Para apresentar sua formalização, Friedman incorpora plenamente os efeitos riqueza-renda e decorre diretamente da teoria pura do comportamento do consumidor. Friedman sintetiza a função consumo em três equações básicas e aponta que a renda e o consumo são compostos de uma parte permanente e outra transitória, com lógicas de comportamento diferenciadas:

$$\begin{aligned} a) c_p &= k(i, w, u)y_p \\ b) y &= y_p + y_t \\ c) c &= c_p + c_t \end{aligned}$$

A equação a) formaliza a relação entre a renda permanente e o consumo permanente, especificando que essa relação é completamente independente do tamanho da renda permanente. Ou seja, a preferência temporal pelo consumo não depende do valor absoluto da riqueza. Em contrapartida, ela é influenciada pela taxa de juros, pela importância relativa dos rendimentos imobiliários e não imobiliários, além de outros coeficientes que refletem os gostos e preferências dos consumidores. Esses fatores incluem a incerteza sobre o comportamento da renda, a idade, a composição familiar e os efeitos culturais. Esses elementos influenciam as decisões sobre consumir ou acumular ativos.

Levrero (1999) aborda o conceito de renda permanente, sugerindo que ele está relacionado a valores "típicos", sem um horizonte temporal definido que impacte diretamente a riqueza. Essa renda permanente seria representada por um "índice indireto", funcionando como uma proxy para o valor atual da renda esperada do trabalho, determinado pelas expectativas de rendimento, descontado por uma taxa de juros ou pela média das taxas de juros vigentes no mercado. Nesse sentido, a variável da renda permanente poderia ser interpretada como uma representação baseada em expectativas adaptativas, assumindo que as opiniões se formam a partir da experiência passada.

As equações b) e c), de natureza puramente definicional, estabelecem a conexão entre os componentes permanentes e as grandezas observadas, além de especificar a existência dos componentes transitórios²⁷. Esses componentes transitórios refletem a influência de fatores que são considerados ocasionais ou aleatórios pelos consumidores. A noção qualitativa que o componente transitório visa incorporar é a de uma adição ou subtração acidental e temporária à renda, o que equivale a dizer que se trata de uma variação não correlacionada com o restante da renda. É importante destacar que, para fins empíricos ou para uma especialização empírica de um conceito mais geral, Friedman propôs, em algumas situações, a suposição de que a renda permanente permanece inalterada ao longo de um período determinado de tempo.

Levrero (1999) aponta que fica implícito na explicação de Friedman sua assunção de que a análise do consumo sofreria pouca influência na ausência de conhecimento perfeito dos preços e da renda futura, pelo contrário, a incerteza tornaria a necessidade de poupar para situações imprevistas ainda maiores. Logo, ficam complementados os determinantes da proporção da renda destinada ao consumo, com a relação entre a riqueza "não humana", que carrega reserva de valor, e o nível da riqueza permanente. Nesse sentido, quanto maior a riqueza "não humana" menor a necessidade de reservas adicionais para imprevistos, e maior o consumo.

Friedman (1957) destaca a importância da suposição de que a correlação entre os componentes transitórios da renda e do consumo é zero, enfatizando que essa hipótese é relevante e robusta, pois "introduz um conteúdo substantivo importante na hipótese e a torna passível de ser contradita por uma ampla gama de fenômenos observáveis". Para o autor, sua interpretação de que a poupança não é uma decisão autônoma, mas sim um resultado dos hábitos de consumo, reforça a plausibilidade da suposição, uma vez que implica que as considerações de longo prazo são determinantes para o consumo. Assim, mudanças transitórias na renda, independentemente de sua natureza, levariam principalmente ao aumento de ativos ou ao uso de saldos acumulados anteriormente, ao invés de causarem variações correspondentes no consumo.

²⁷ "A particularly simple specification, yet one that seems adequate to explain existing evidence, is to suppose that the transitory components of income and consumption are uncorrelated with one another and with the corresponding permanent components." (Friedman, 1957, p. 26)

O autor questiona a própria definição de consumo, propondo uma abordagem que exclua certos tipos de gastos, os quais poderiam ser classificados como gastos comuns. Exemplos incluem a substituição de bens duráveis e as adições ao estoque desses bens. A adoção dessa definição mais restrita de consumo se mostra útil, uma vez que a suposição tradicional de consumo poderia se tornar implausível em algumas situações. Como exemplo, o autor cita o caso do recebimento inesperado de uma herança, que, de maneira evidente, poderia induzir a um aumento substancial no consumo. No entanto, o autor argumenta que não há diferença essencial entre um aumento no consumo devido a uma herança inesperada e outras fontes de aumento de renda. O efeito final de qualquer herança é aumentar a renda permanente do indivíduo, justificando assim um aumento no consumo a longo prazo. Nesse contexto, o componente transitório seria apenas o excesso do ganho inesperado sobre o aumento na renda permanente, ou seja, a variação temporária da renda que não reflete um ajuste estrutural e duradouro no comportamento do consumo.

Para analisar a relação, simplificada linear, entre o consumo e a renda medida, Friedman apresenta algumas expressões algébricas²⁸, a partir das equações básicas, com o objetivo

de demonstrar a seguinte função²⁹: $b = k \frac{\Sigma(y_p - \bar{y}_p)^2}{\Sigma(y - \bar{y})^2} = k P_y$, onde P_y representa a fração da

variação total da renda no grupo atribuída ao componente permanente da renda. Essa relação algébrica oferece uma interpretação significativa para a hipótese da renda permanente, pois b mede a diferença no consumo associada, em média, a uma diferença de uma unidade monetária entre as unidades de consumo na renda medida. Dentro do escopo da Hipótese da Renda Permanente (HRP), o tamanho dessa diferença no consumo depende de dois fatores: (i) a diferença na renda medida, que também reflete uma diferença na renda permanente, dado que apenas as variações na renda permanente afetam sistematicamente o consumo; e (ii) a proporção da renda permanente dedicada ao consumo. A variável P_y reflete o primeiro fator, enquanto k está relacionado ao segundo.

Friedman (1957), ao fazer algumas suposições, aponta alguns resultados relevantes. Caso P_y seja unitário, os fatores transitórios estão totalmente ausentes ou afetam as rendas de todos os membros do grupo na mesma proporção. Ou seja, uma diferença de uma unidade monetária na renda medida resulta em uma diferença de uma unidade monetária na renda permanente, o que, por sua vez, gera uma variação de k no consumo. Nesse caso, o valor de b seria igual a k . Por outro lado, se P_y for zero, não há diferenças na renda permanente. Nesse cenário, uma variação de uma unidade monetária na renda medida implica uma diferença de uma unidade monetária no componente transitório da renda, o qual é considerado não correlacionado com o consumo. Consequentemente, essa diferença na renda medida não estaria associada a nenhuma variação

²⁸Para detalhes, Friedman (1957, p. 31-32).

²⁹A variável y com traço deve ser entendida como a renda média do grupo de unidades consumidoras.

sistemática no consumo, fazendo com que b seja zero. Assim, Friedman explica que P_y , embora definido pela razão entre a variância do componente permanente da renda e a variância da renda total, pode ser interpretado como a fração de qualquer diferença na renda medida que, em média, é atribuída a uma diferença no componente permanente da renda.

Por fim, Friedman acrescenta que a HRP,

“gives a major role to certain features of the income distribution generally neglected in consumption studies. It asserts that some of the most strikingly uniform characteristics of computed regressions between consumption and income are simply a reflection of the inadequacy of measured income as an indicator of long-run income status. In consequence, differences among various groups of consumer units in observed marginal propensities to consume may not reflect differences in underlying preferences for consumption and wealth at all; they may reflect primarily the different strength of random forces, including errors of measurement, in determining measured income.” (FRIEDMAN, 1957, p. 37)

Em termos gerais, com base em sua pesquisa empírica, que inicialmente corrobora a Hipótese da Renda Permanente (HPR), Friedman afirma que o consumo registrado é, em média, positivo mesmo quando a renda registrada é zero, e que a fração da renda poupada tende a aumentar com o aumento da renda. A análise de Friedman distingue entre dois tipos de renda: a "renda medida" (ou registrada), que é observada diretamente, e a "renda permanente", na qual os consumidores baseiam suas decisões de consumo, ajustando seu comportamento ao longo do tempo. Da mesma forma, ele faz uma distinção entre consumo medido e consumo permanente.

Friedman observa que essa pesquisa revelou uma relação simples e consistente entre o consumo permanente e a renda permanente, conforme sugerido por considerações teóricas. Ele propõe que a razão entre o consumo permanente e a renda permanente seja a mesma para todos os níveis de renda permanente, embora dependa de outras variáveis, como a taxa de juros, a razão entre riqueza e rendimento, entre outras.

E ainda que, a crença generalizada de que a razão entre consumo e renda diminui à medida que a renda aumenta pode ser inteiramente explicada pela utilização de conceitos inadequados de renda e consumo. Outro ponto destacado pelo autor se refere ao “fato empírico” de que os componentes transitórios da renda não têm qualquer efeito sobre o seu consumo, exceto quando se traduzem em efeitos duradouros para além do seu horizonte. Este consumo é determinado por considerações de renda a mais longo prazo (a partir de três anos, segundo a pesquisa), mais fatores transitórios que afetam diretamente o consumo. Como citado anteriormente, os componentes transitórios do rendimento manifestam-se principalmente nas variações dos ativos e passivos das unidades consumidoras, isto é, nas suas poupanças medidas.

É importante destacar algumas implicações das suposições de Friedman. As equações apresentadas e desmembradas implicam no entendimento de que a razão entre consumo e rendimento diminui conforme a renda permanente, medida, aumenta. Além disso, implicam em uma elasticidade calculada do consumo medido em relação à renda medida que é proporcional à fração

da variância total da renda do grupo com uma contribuição importante do componente permanente. Friedman (1957) acrescenta que nem mudanças na elasticidades ou na posição da curva implicam, necessariamente, mudanças nos gostos ou preferências do consumidor pelo consumo atual em relação à acumulação de riqueza, ou nas oportunidades de troca entre uma e outra, podendo, inclusive representar mudanças em características específicas da distribuição de renda, ou um reflexo de mudanças na estrutura da renda.

Dos resultados empíricos Friedman também apresenta a conclusão de que a renda permanente para a comunidade como um todo pode ser considerada como uma média ponderada das rendas medidas, atuais e passadas, ajustada para cima por uma tendência secular constante e com pesos a diminuir à medida que recuamos no tempo. O intervalo de tempo médio entre a média das rendas medidas e a renda permanente atual é de aproximadamente 2 anos e meio. Além disso, afirma que a razão entre o consumo agregado e a renda agregada pode ser interpretada como a razão entre o consumo permanente e o rendimento permanente, ou como a taxa secular de crescimento da renda e também como o coeficiente de amortecimento que descreve o processo de formação de estimativas da renda esperado ou permanente a partir da renda medida atual e passada. Sob uma perspectiva keynesiana, tais observações remontam a própria estrutura matemática de Friedman, que poderia ser considerada uma simplificação excessiva da realidade, explicando o comportamento do consumo de forma muito linear e estável, desconsiderando os efeitos de choques econômicos e mudanças abruptas nas expectativas. Logo, dessa forma, Friedman poderia oferecer uma explicação mais conveniente, mas menos realista, do que seria o comportamento econômico real.

Por fim, é crucial destacar as implicações da aceitação da HRP para a gestão das políticas econômicas. Nesse contexto, a HRP tem repercussões diretas, especialmente em políticas nas quais a poupança privada desempenha um papel central no produto agregado. Isso ocorre porque o incentivo à poupança de longo prazo e o estímulo a uma renda permanente estável se tornam mais eficazes — ou até a única opção viável — quando comparados com medidas temporárias que buscam aumentar a renda ou o consumo de maneira pontual. Dentro da perspectiva monetarista, tais medidas temporárias tendem a ser ineficazes. Assim, políticas voltadas para a poupança, como incentivos à poupança privada ou ao investimento em ativos que aumentem a renda permanente, podem ter um impacto mais duradouro e estável na economia. Para Milton Friedman, dois problemas centrais continuam sendo temas recorrentes de debate: o processo de crescimento econômico e as flutuações econômicas associadas.

No primeiro, tende-se a atribuir um papel importante à disponibilidade de recursos para a formação de capital, notadamente a poupança interna, que seguindo o senso comum teria sua disponibilidade dependente de dois fatores, o nível de renda real, com um papel duplo, e a desigualdade de renda. Usualmente, o nível de renda é o responsável por definir o montante total

disponível tanto para consumo quanto para a poupança, logo, nesse sentido, se esse nível for baixo, o montante potencial disponível também o será. Friedman destaca que tal explicação se trata de um truísmo aritmético, que não é afetado pela hipótese aceita sobre os fatores que determinam a divisão do total entre consumo e poupança. (FRIEDMAN, 1957, p. 233) Para o autor, a aceitação da HRP remove as conexões entre baixa renda real e baixa taxa de poupança, pois, a taxa de poupança é independente do nível de renda. Segundo ele, a renda relativa está empiricamente relacionada à taxa de poupança, dentro de um país, porque a renda relativa, medida, é um índice tendencioso do status de renda permanente relativa. O autor, mesmo admitindo a possibilidade de que um país com uma renda real relativamente baixa também tenha uma baixa relação agregada de poupança em relação à renda, afirma que essa situação não é obrigatória, sendo possível ter uma proporção alta de poupança, e a explicação dessa situação não viria da análise do nível de renda, mas sim, em fatores diversos. Friedman afirma que mesmo que um baixo nível de renda real não resulte em uma baixa participação de poupança, uma taxa rápida de utilização da renda, qualquer que seja o nível, poderá fazê-lo³⁰.

Quanto ao segundo fator, Friedman destaca que o efeito da desigualdade depende da sua origem, logo, caso a desigualdade seja atribuível a diferenças na situação da renda permanente, não tem qualquer efeito sobre a razão de poupança. Caso seja atribuível a diferenças nas componentes transitórias, teríamos algum efeito já que a desigualdade pode ser interpretada como incerteza sobre as perspectivas da renda, do tipo que não reduz a taxa média de retorno sobre o capital e, portanto, aumenta a necessidade de uma reserva contra emergências. Dessa forma, em suma, para Friedman, a taxa de poupança não depende do nível de renda, mas de outros fatores, como a incerteza, notadamente uma incerteza de um tipo que não reduza a taxa média de retorno do capital, exatamente como, aparentemente, há com maior frequência nos países em desenvolvimento.

Com relação às flutuações econômicas, Friedman mira em especial nas interpretações keynesianas, ou a teoria da renda-despesa. Para o autor, a partir da Segunda Guerra, houve uma aceitação generalizada de explicações para as flutuações econômicas. Essas explicações interpretam as flutuações como resultado, principalmente, da interação entre o investimento instável e uma relação relativamente estável entre o consumo e a renda corrente. Essa dinâmica foi impulsionada por uma combinação de fatores, especialmente pela queda nos investimentos, juntamente com um aumento na razão entre poupança e renda, à medida que a renda real aumentava. Tal situação culminou na teorização da "estagnação secular", que apresenta a interpretação de que no pleno

³⁰ “The reason is that a rise expected to continue tends to raise permanent income relative to measured income and so to raise consumption relative to measured income. I conjecture that this effect shows itself is likely to depend critically on the source of the rise in real income. If it reflects development financed at least in part from domestic capital in an environment which makes for a high rate of return on domestic capital, the high rate of return to savings is an offset to the high ratio of permanent to current income and may well be more important. On the other hand, if the rise in income reflects primarily an external stimulus that gives little or no role to domestic capital, there may be no offset and one might expect the savings ratio to fall.” (FRIEDMAN, 1957, p. 234).

emprego há tendência à limitação do investimento e elevada razão de poupança e uma das soluções para o problema seriam políticas de incentivo ao aumento da propensão média a consumir.

Para Friedman, a HRP elimina tal possibilidade, pois não haveria razão para esperar que o aumento da proporção de poupança ocorra com um aumento secular da renda real, expressando objeções em relação à suposta flexibilidade do consumo e da poupança. Dentro da HRP, interpretada no longo prazo, a relação entre consumo e renda permanece relativamente constante ao longo do tempo. Ou seja, os indivíduos ajustam seus padrões de consumo com base em uma renda média entre vários períodos, resultando em uma propensão marginal a consumir e poupar calculada não a partir da renda total, mas sim da renda média "permanente". Aliás, para o autor, com base em seus dados empíricos, no longo prazo, a propensão média a consumir será constante, dependendo de fatores como a taxa de juros, gostos do consumidor e o grau de incerteza, e ainda, que a propensão marginal a consumir, que se tornaria igual a propensão média, será maior que no curto prazo.

Dessa forma, podemos observar que a Hipótese da Renda Permanente (HRP) resulta, ao menos, em dois pontos significativos como resposta à teoria keynesiana. O primeiro, abordado explicitamente anteriormente, refere-se à contestação da relação entre renda e propensão a poupar, o que leva a uma crítica direta à tendência à estagnação keynesiana, especialmente no que diz respeito ao fenômeno do "*savings glut*". O segundo ponto é que a HRP traz implicações importantes sobre a forma da função de consumo, o que impacta diretamente a interpretação da teoria de renda e despesa apresentada por Keynes. Para Friedman, a HRP implica que a função de consumo agregado seja determinada não apenas pela renda corrente, mas também pela renda passada, que exerce grande influência sobre o consumo atual. Esse efeito resulta na diminuição da potência do multiplicador, dada a redução da propensão marginal a consumir. Assim, a maior parte do consumo é considerada autônoma, enquanto uma parcela muito menor depende da renda corrente.

Em síntese, a HRP desafia a teoria keynesiana, especialmente em sua interpretação de longo prazo. Enquanto a teoria keynesiana, por meio da variação da propensão a consumir, aponta para uma tendência de estagnação secular, a HRP diverge da hipótese dos modelos marginalistas de crescimento, que pressupõem uma taxa de crescimento sustentável e uma solução de equilíbrio de pleno emprego (*steady state*). No entanto, na interpretação de curto prazo da teoria keynesiana, que se concentra nas flutuações da atividade econômica e no papel central da relação entre consumo e renda corrente, a HRP sugere que o consumo corrente é majoritariamente ajustado a alguma medida da renda de longo prazo, ou seja, à renda permanente, e não à renda corrente. Isso resulta em uma propensão marginal a consumir muito menor a partir da renda corrente do que seria obtido em uma função de consumo que dependesse exclusivamente da renda corrente. Ou seja,

it means that a much larger part of current consumption is interpreted as autonomous and a much smaller part as dependent on current income and hence, through the multiplier process, on investment. The result is a smaller investment multiplier, and an inherently cyclically more

stable system. For the particular consumption function we have estimated from the data, the multiplier of personal disposable income with respect to autonomous expenditures is only about 1.4, and this takes no account of the stabilizing effects of the progressive personal tax structure, corporate taxation and savings, and the like. (FRIEDMAN, 1957, p. 228)

2.3 A VISÃO DE FRIEDMAN PARA A TEORIA KEYNESIANA

Nesta seção, abordaremos algumas críticas de Milton Friedman à teoria keynesiana, notadamente a concepção de rigidez nos modelos keynesianos, com sua sugestão de que a suposição de um equilíbrio de curto prazo fixo e a ênfase na gestão da demanda agregada não eram suficientes para entender as dinâmicas da economia. Através de suas próprias abordagens monetaristas, Friedman ofereceu uma nova perspectiva sobre o funcionamento da economia, destacando o papel da oferta de moeda e contestando a validade da curva IS/LM como ferramenta explicativa para o comportamento econômico. Nesta seção, exploraremos essas críticas, destacando as diferenças fundamentais entre as visões de Keynes e Friedman e suas implicações para a teoria econômica.

Parte da explicação para a rigidez de preços no curto prazo pode ser rastreada à teoria proposta por Marshall, especialmente no que se refere ao ajuste dinâmico do mercado diante de flutuações. Marshall sugeria que os preços tendem a se ajustar mais rapidamente que as quantidades, com esse ajuste ocorrendo quase de forma instantânea. Friedman destaca que a equação de Cambridge segue a linha de raciocínio marshalliana. Ou seja, mudanças na quantidade nominal de moeda demandam uma compensação, a qual, em geral, ocorre predominantemente no nível de preços. Além disso, a posição final de equilíbrio não é impactada pelas velocidades relativas de ajuste. Para Friedman, não há nada na lógica da teoria quantitativa que especifique o caminho dinâmico do ajuste e que exija que todo o ajuste ocorra por meio dos preços.

Friedman também observa que, ao considerar Keynes um seguidor do método de Marshall, o economista diverge de sua inspiração em dois aspectos principais: primeiro, ao equiparar o "período de mercado" com o curto prazo, que foi o foco quase exclusivo de Keynes; e segundo, ao inverter os papéis atribuídos ao preço e à quantidade. Como mencionado, enquanto Marshall acreditava que o preço seria a variável que se ajustaria mais rapidamente, Keynes argumentou que a variável de ajuste rápido seria a quantidade, enquanto os preços, especialmente em direção descendente, ajustariam-se lentamente. Para Friedman, Keynes integrou essa suposição em seu modelo formal ao expressar todas as variáveis em unidades salariais. Dessa forma, sua análise, além de fazer algumas referências pontuais a uma situação de inflação "verdadeira", lidava com magnitudes "reais", e não com magnitudes "nominais". O autor afirma ainda,

[Keynes] rationalized the assumption in terms of wage rigidity arising partly from money illusion, partly from the strength of trade unions. And, at a still deeper level, he rationalized wage rigidity by proposition [that matter, there need not exist, even if all prices are flexible,

along-run equilibrium position characterized by "full employment" of resources]: under conditions when there was no full-employment equilibrium, there was also no equilibrium nominal price level; something had to be brought in from outside to fix the price level; it might as well be institutional wage rigidity. Put differently, flexible nominal wages under such circumstances had no economic function to perform; hence they might as well be made rigid. (FRIEDMAN, 1973, p. 209)

Para Friedman, durante o período entre o fim da Primeira Guerra Mundial e a redação da Teoria Geral de Keynes, as flutuações econômicas se concentraram mais intensamente na produção e no emprego do que nos preços. Dessa forma, o autor argumenta que esse intervalo de tempo permitiu a Keynes explorar essa percepção, levando-a ao extremo, onde o ajuste completo ocorre apenas através das quantidades, mesmo que apenas em situações de subemprego³¹. Como base nessa suposição, em Keynes, mudanças na quantidade nominal de moeda se traduzem em mudanças na quantidade real. Dessa forma, para Friedman, ao se dividir a equação por P , que torna o lado esquerdo na quantidade real de moeda, uma mudança na quantidade de moeda, nominal e real, será compensada por uma mudança na produção ou na proporção k . O autor complementa,

"Nothing up to this point seems to prevent Keynes from having a purely monetary theory of economic fluctuations, with changes in M being reflected entirely in y . However, this conflicted with Keynes's interpretation of the facts of the Great Depression, which he regarded, I believe erroneously, as showing that expansive monetary policy was ineffective in stemming a decline. Hence, he was inclined to interpret changes in M as being reflected in k rather more than in y . This is where his proposition about liquidity preference enters in. Indeed, in the most extreme, and I am tempted to say purest, form of his analysis, Keynes supposes that the whole of the adjustment will be in k " (FRIEDMAN, 1973, p. 210)

Friedman (1973) argumenta que esse resultado pode ser uma consequência direta da suposição de Keynes sobre a velocidade relativa de ajuste dos preços e das quantidades. No modelo keynesiano, o parâmetro k não é uma constante numérica, mas sim uma função de outras variáveis, o que permite que Keynes incorpore a preferência pela liquidez. Para Friedman, no sistema de Keynes, a principal variável dependente é a taxa de juros. Nesse contexto, Friedman acrescenta, que *"this too is a price. Hence, it was natural for Keynes to regard it as slow to adjust, and to take, as the variable which responds, the real quantity of money people desire to hold."* (FRIEDMAN, 1973, P. 210)

Em um cenário onde o ajuste do sistema ocorre exclusivamente em k , Friedman aponta que, como não haverá mudanças no produto com alterações na moeda, a resposta sugerida por Keynes, em sua visão, reside na necessidade de reconciliar o montante que algumas pessoas desejam gastar para aumentar o estoque de capital produtivo com o valor que a comunidade deseja poupar para aumentar seu estoque de riqueza. Assim, segundo Friedman, Keynes coloca no centro de sua análise

³¹ *"At "full"employment,[Keynes] shifted to the quantity-theory model and asserted that all adjustment would be in price he designated this a situation of "true inflation." However, Keynes paid no more than lip service to this possibility, and his disciples have done the same; so it does not misrepresent the body of his analysis largely to neglect the qualification."* (FRIEDMAN, 1973, p. 210)

a distinção entre consumo e poupança, ou, de forma mais fundamental, entre os gastos diretamente relacionados à renda corrente e os gastos que são em grande parte independentes da renda atual.

A suposição de Keynes, segundo Friedman, sobre a velocidade relativa de ajuste dos preços e das quantidades continua sendo central para a diferença de abordagem entre os economistas que se consideram keynesianos e aqueles que não se alinham com sua teoria. Embora os economistas keynesianos possam fazer qualificações em suas análises, Friedman afirma que eles ainda tratam o nível de preços como um dado institucional em suas análises teóricas formais, e ainda que,

*They continue to regard changes in the nominal quantity of money as equivalent to changes in the real quantity of money and hence as having to be reflected in k and y . And they continue to regard the initial effect as being on k . The difference is that they no longer regard interest rates as institutional data, as Keynes in considerable measure did. Instead, they regard the change in k as requiring a change in interest rates which in turn produces a change in y . Hence, they attribute more significance to changes in the quantity of money than Keynes and his disciples did in the first decade or so after the appearance of *The General Theory*. (FRIEDMAN, 1973, p. 211)*

Por fim, outra proposição de Keynes, para Friedman, que trata da preferência absoluta pela liquidez, como dito anteriormente, é relevante para o fechamento do pensamento apresentado até aqui. Keynes formulou uma teoria da demanda por moeda dividida em duas partes, uma mantida para transações e precauções, considerada uma fração constante da renda, e outra mantida por motivos especulativos, dependente da incerteza quanto à taxa de juros futura, com a quantidade demandada sendo influenciada pela relação entre as taxas atuais e esperadas. Friedman argumenta que embora Keynes reconhecesse a complexidade das taxas de juros, ele tratava principalmente da taxa de juros de longo prazo, associada a títulos de baixo risco, como os títulos do governo. A diferenciação entre títulos de curto e longo prazo era crucial para Keynes, pois refletia variações no risco de ganho ou perda de capital devido a mudanças nas taxas de juros. Para os títulos de curto prazo, mudanças nas taxas de juros teriam um impacto pequeno. Já para os títulos de longo prazo, o efeito seria significativo.

Além disso, Friedman, ao retomar os argumentos de Leijonhufvud (1968) sugere que Keynes via a moeda não apenas como moeda e depósitos, mas também como ativos de curto prazo que oferecem liquidez, ou seja, proteção contra perdas de capital associadas às mudanças nas taxas de juros. Nesse sentido, esses ativos líquidos são essenciais para evitar riscos de flutuação nas taxas de juros, mas ele desconsiderava os riscos relacionados às mudanças nos preços de bens e serviços, em parte devido à sua suposição de rigidez dos preços.

Para formalizar a análise keynesiana, a demanda por moeda de Keynes pode ser expressa com a taxa de juros corrente i , e a taxa de juros esperada i^* , com k representando o inverso da velocidade de circulação da moeda, considerado constante no curto prazo. A taxa corrente i é observável e igual para todos os detentores de moeda, enquanto i^* , não observável, varia entre os indivíduos e deve ser interpretada como uma média de probabilidades. Além disso, para Friedman,

Keynes omitiu o nível de preços P de sua equação, tratando-o como constante devido à rigidez nominal dos preços.

Na ótica monetarista, em relação à estabilidade da função de demanda por moeda, explicitamente abordada por Friedman (1956), houve uma interpretação equivocada da função como “vertical”³². Friedman argumenta que a demanda por moeda deve ser vista como uma função previsível, dependente de um conjunto definido de variáveis, e que ela é negativamente influenciada pela taxa de juros nominal. A estabilidade, nesse contexto, refere-se à ideia de que a função de demanda por moeda não está sujeita a mudanças imprevisíveis, frequentes e significativas. Nesse sentido,

“The significance that has been attached to the interest elasticity of demand for money reflects, I believe, sophisticated versions of the errors of confusing a movement along a demand or supply function with a shift of such a function and of confusing real with nominal magnitudes. If the interest elasticity is not zero, there will be movements along the function that it is easy to interpret as a sign of instability of the function. The tendency to treat prices as if they were determined outside the monetary system, or as if they were constant, which may be illuminating for some problems, tends to lead to the neglect of factors that may affect real but not nominal magnitudes.” (FRIEDMAN, 1966, p. 155)

Uma das formas mais usuais de apresentar tanto as principais ideias quanto as críticas das contribuições keynesianas é através da análise do modelo IS-LM (*Investment Saving – Liquidity Money*), formulado inicialmente por Hicks (1937). Este modelo representa uma combinação da economia keynesiana, aplicável ao curto prazo, com proposições clássicas válidas para o longo prazo, sendo reconhecido como a base da “síntese neoclássica” e um importante veículo para a difusão das ideias keynesianas nos manuais de macroeconomia, dominando o campo por décadas.

De maneira simplificada, o modelo IS-LM é utilizado para analisar o equilíbrio simultâneo no mercado de bens e no mercado monetário. A curva IS, com inclinação negativa, reflete o equilíbrio no mercado de bens, enquanto a curva LM, com inclinação positiva, representa o equilíbrio no mercado monetário. Cada uma dessas curvas é derivada a partir de interações e suposições específicas, refletindo o comportamento das variáveis em cada mercado.

A curva IS reflete a relação entre a taxa de juros e o nível de produção (renda) que garante o equilíbrio no mercado de bens. O ponto de equilíbrio no mercado de bens ocorre quando a demanda agregada é igual à oferta agregada. O componente fundamental da demanda agregada inclui o consumo (C), o investimento (I) e o gasto público (G), que são influenciados pela taxa de juros. A taxa de juros afeta o investimento de maneira inversa: à medida que a taxa de juros aumenta, o custo do financiamento torna-se mais alto, o que reduz o investimento das empresas. Assim, uma taxa de juros mais alta leva a uma menor demanda agregada e, conseqüentemente, a uma redução da

³² Tobin (1974) e outros autores, ao contrário de Friedman, que interpretava a equação de Fisher (TQM) como representativa do circuito dinâmico da moeda dentro do mercado de bens, argumentam que a equação de Fisher poderia ser interpretada como uma equação de demanda por moeda equivalente à equação de Cambridge. Caso interpretado dessa forma, dentro do contexto do modelo IS-LM, o resultado seria uma curva LM vertical.

renda e do produto. Por outro lado, uma diminuição na taxa de juros estimula o investimento, levando a um aumento da demanda agregada e, conseqüentemente, da produção. A inclinação negativa da curva IS reflete essa relação inversa entre a taxa de juros e o nível de produto, ou seja, à medida que a taxa de juros sobe, a produção e a renda tendem a cair.

Por outro lado, a curva LM reflete o equilíbrio no mercado monetário, onde a oferta de moeda é igual à demanda por moeda. A demanda por moeda é determinada pela renda (ou produto) e pela taxa de juros. Com o aumento da renda, as pessoas tendem a demandar mais moeda para transações, o que eleva a demanda por moeda. Se a quantidade de moeda for fixa (oferta monetária), um aumento na renda provoca um aumento na taxa de juros, já que a oferta de moeda não pode acomodar toda a demanda adicional sem ajustar os preços (no caso, as taxas de juros). A curva LM, portanto, tem uma inclinação positiva, já que um aumento na renda exige uma elevação da taxa de juros para equilibrar o mercado monetário, mantendo constante a oferta de moeda.

A relação entre a taxa de juros e a demanda por moeda é essencial na teoria keynesiana. Keynes argumenta que, quando a taxa de juros é alta, a atratividade de outros ativos financeiros (como títulos) aumenta, porque eles oferecem um retorno maior do que manter a moeda, que não paga juros. Nesse contexto, a preferência pela liquidez diminui, e as pessoas preferem investir em títulos ou outras formas de ativos que gerem retorno. Por outro lado, quando as taxas de juros são baixas, os ativos financeiros tornam-se menos atraentes porque o retorno é baixo. Isso aumenta a demanda por moeda, já que as pessoas preferem manter o dinheiro em mãos ao invés de investir em ativos com rendimentos pequenos ou incertos. Em outras palavras, a demanda por moeda aumenta quando os juros estão baixos, e diminui quando os juros estão altos. Em suma, a demanda por moeda de Keynes pode ser representada por uma curva de preferência pela liquidez que tem uma inclinação negativa em relação à taxa de juros. Isso significa que, conforme os juros caem, as pessoas demandam mais moeda, já que o custo de oportunidade de não manter moeda (ou seja, de não ganhar juros com outros ativos) se torna menor.

Em termos de política fiscal, um aumento no gasto público (G) ou uma redução nos impostos leva a um aumento na demanda agregada, deslocando a curva IS para a direita. Isso implica que, com maior gasto público, a renda e a produção aumentam, o que, por sua vez, eleva a demanda por moeda e, conseqüentemente, aumenta a taxa de juros, movendo-se ao longo da curva LM. O aumento das taxas de juros, por sua vez, pode diminuir o investimento, o que, dependendo da magnitude do aumento no gasto público, pode limitar o crescimento da produção.

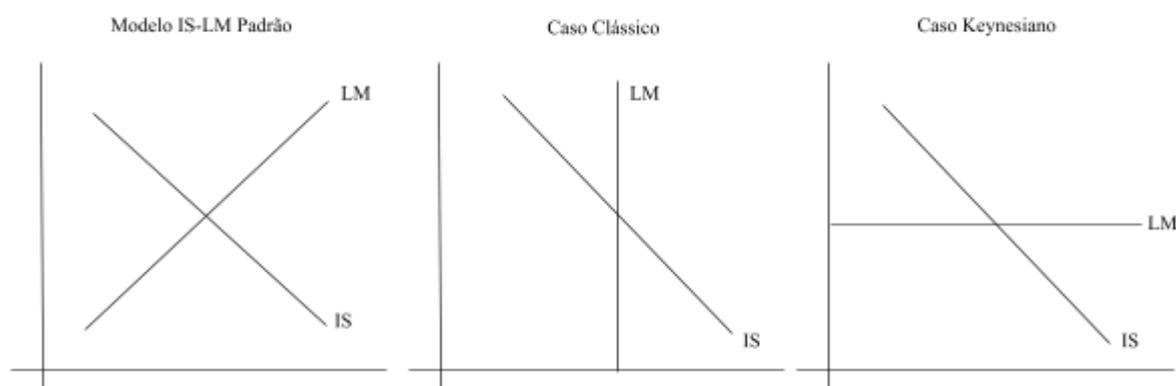
A interação entre as curvas IS e LM é crucial para a compreensão do impacto das políticas econômicas. Por exemplo, uma política fiscal expansionista (aumento do gasto público ou redução dos impostos) desloca a curva IS para a direita, aumentando a renda e a demanda por moeda. Se a oferta de moeda for exógena, isso levará a um aumento na taxa de juros, movendo-se ao longo da

curva LM. Esse aumento nas taxas de juros pode, por sua vez, afetar negativamente o investimento, contrabalançando parcialmente os efeitos expansionistas da política fiscal. Portanto, as políticas fiscal e monetária estão interligadas, e a efetividade de uma política depende do equilíbrio entre o impacto sobre a demanda agregada (curva IS) e as condições no mercado monetário (curva LM).

Em resumo, o modelo IS-LM ilustra como os mercados de bens e monetário interagem para determinar a taxa de juros e o nível de produção em uma economia, levando em consideração a resposta do investimento e da demanda por moeda a mudanças na taxa de juros e nas políticas econômicas.

Dessa forma, fica claro que a interpretação dos impactos das políticas econômicas no sistema econômico depende das inclinações dessas curvas, bem como da sensibilidade de seus parâmetros. Convencionalmente, são identificados dois casos extremos: o "caso clássico", onde a curva LM é vertical, resultando em políticas fiscais sem efeito sobre o produto e apenas alterações na taxa de juros; e o "caso keynesiano", onde a curva LM se torna horizontal, amplificando os impactos das políticas fiscais sobre o produto sem repercussões nas taxas de juros³³. Em termos gráficos temos:

Figura 1 - Formatos da IS/LM



Fonte: Elaboração própria, adaptado de Snowdon e Vane (2005)

Conforme apontado por Hicks (1937), a curva IS (derivada de $Y = C(Y - T(Y)) + I(r) + G + NX$) é diretamente influenciada pela elasticidade da demanda por investimento em relação à taxa de juros, ou seja, quanto menor a elasticidade mais inclinada será a IS, potencializando os efeitos de políticas fiscais. Já a curva LM (derivada de $\frac{M}{P} = L(r + \pi, Y)$) é influenciada pela elasticidade da demanda por moeda em relação à taxa de juros (ou em relação à renda), ou seja, quanto menor for a elasticidade mais inclinada será a curva LM. Como será explicado com detalhes a seguir, a maior inclinação da LM (mais vertical) indica a presença do chamado efeito *crowding-out*, que de forma simplória, representa a substituição de gasto privado por gasto público.

³³ Para Keynes, em condições de subemprego, quando as taxas de juros são positivas, mas baixas, existe uma armadilha da liquidez tal que a demanda por moeda tornou-se infinitamente elástica.

Segundo o modelo, supondo-se uma oferta monetária fixa, ocorre que um aumento na renda eleva a demanda por moeda, resultando em um aumento na taxa de juros que persiste até que a demanda por moeda se reduza para equilibrar o mercado monetário. Devido à baixa sensibilidade da demanda por moeda à taxa de juros, esta deve aumentar significativamente para compensar a necessária redução na demanda monetária. Nesse contexto, a política fiscal desestimula as decisões de gasto privado³⁴³⁵.

O caso intermediário, ou mais comum, na modelagem IS-LM, representa a possibilidade de diferentes mecanismos de intensidade variada operarem simultaneamente. Nesse contexto, a compreensão de como os processos estão ocorrendo exigirá explicações adicionais. O resultado final dependerá da inclinação das curvas e dos movimentos laterais delas. No entanto, essas inclinações só podem ser determinadas por meio da análise dos determinantes de cada curva isoladamente e da utilização de modelos matemáticos capazes de calcular não apenas a posição final do sistema, mas também a dinâmica de ajuste e a contribuição específica de cada variável para o equilíbrio. Vale ressaltar que essa questão é tanto teórica quanto empírica: teórica, pois depende da especificação das funções; e empírica, pois a magnitude dos parâmetros pode gerar diferentes resultados, especialmente no que se refere aos efeitos de *crowding-out* dentro de um mesmo sistema de equações.

As críticas de Milton Friedman à teoria keynesiana, de maneira geral, não estavam direcionadas à obra original de Keynes, mas sim às conclusões e suposições do modelo IS-LM. Embora suas objeções ao modelo IS-LM já estivessem implícitas em seus escritos anteriores, foi somente em um artigo de 1966 que ele apresentou suas críticas de forma explícita, como será discutido de maneira mais detalhada posteriormente. (Bordo e Schwartz, 2003) Em seu artigo de 1974, Friedman procurou facilitar a comunicação com seus críticos, formulando seus argumentos dentro dos termos do modelo IS-LM. No entanto, como ele mesmo reconheceu, "*It was really a waste, I think, trying to reconcile the Keynesian thinking with the monetarist thinking.*"

Friedman argumenta que as condições que levam à "quase preferência absoluta pela liquidez" são raras, sendo considerada na análise keynesiana como uma curiosidade teórica. Dessa forma, Friedman e os monetaristas, sustentam o pressuposto empírico oposto, ou seja, que a elasticidade é insignificante, o que tem implicações teóricas significativas a longo prazo para a separação das forças monetárias e reais, bem como para a eficácia da política monetária. Neste último caso, Friedman levanta duas questões: uma de natureza empírica e outra teórica.

³⁴ A análise anterior pode ser espelhada para interpretações pela chamada síntese neoclássica como o modelo OA-DA (Oferta e Demanda agregada), com a substituição da taxa de juros pelo nível geral de preços sem alterações relevantes em seus resultados.

³⁵ É importante destacar que a apresentação da síntese neoclássica para o curto prazo/keynesiana é uma redução das contribuições de Keynes, já que seus conceitos são resumidos pelas elasticidades e exemplificados como determinados por tendências determinísticas. Além disso, no modelo fica clara a ausência do fator tempo, e enfatizam a rigidez de preços e salários e as imperfeições no mercado de trabalho como indutoras do pleno emprego.

Em relação ao valor da elasticidade da demanda por moeda em relação à taxa de juros, que tem sido objeto de controvérsia conceitual, Friedman esclarece que sua posição anterior sobre os possíveis efeitos das taxas de juros na demanda por dinheiro não implica a inexistência desses efeitos. Segundo o autor, essa interpretação equivocada decorreu da ausência da taxa de juros como variável na função de demanda, especialmente em "*The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results*". De fato, Friedman destacou que seus estudos não encontraram evidências robustas de uma ligação entre mudanças na velocidade da moeda e a taxa de juros, o que seria uma evidência contra uma alta sensibilidade nesse contexto. Para o autor,

"However, inability to pin down the elasticity is very different from assigning a zero value to it. Neither in that article, nor, to the best of my knowledge, elsewhere, have I ever asserted that interest rates have no effect on the quantity of money demanded or on velocity, only that they appear to be less important as a determinant of quantity demanded than real per capita income and as a determinant of measured velocity than the ratio of measured to permanent income; and that the interest elasticity is not very high. Both of these conclusions have on the whole been supported by subsequent research". (FRIEDMAN, 1966, p. 142)

Observa-se, conforme destacado por Friedman (1972, p. 909-910), a existência de diferentes perspectivas sobre este ponto específico, com destaque para as visões monetaristas e keynesianas. Para os keynesianos, mudanças na quantidade de dinheiro afetam principalmente a taxa de juros ("*interpreted as a market rate on a fairly narrow class of financial liabilities*"), e essa alteração na taxa de juros influencia os gastos com investimentos ("*interpreted fairly narrowly*") os quais, por meio do multiplicador, impactam os gastos totais. Em contraste, os monetaristas enfatizam o impacto direto e mais amplo sobre os gastos. Friedman (1972, p. 910) argumenta que é exatamente por essa ênfase nos efeitos diretos que os keynesianos dedicam atenção à análise das elasticidades da demanda por moeda em relação à taxa de juros e dos gastos com investimento.

Antes de abordar diretamente a questão teórica, Friedman argumenta que, apesar da importância das elasticidades, seu valor preciso não tem grandes implicações nem para questões fundamentais, nem para o papel e funcionamento básico da política monetária. Primeiramente, Friedman analisa a hipótese de que o impacto da exclusão da taxa de juros da função de demanda por moeda, ou considerá-la zero, seria criar uma separação entre o setor monetário e o setor real da economia. Tal hipótese possui duas interpretações: a primeira sugere que o conhecimento da quantidade nominal de moeda, em princípio, permite a determinação da renda nominal e, talvez, do nível de preços³⁶. Friedman argumenta que a exclusão da taxa de juros, nesse contexto, seria uma condição necessária, mas não suficiente, para a divisão entre os setores na economia, e ainda que, se o nível de renda nominal for substituído pela variação da renda nominal, tal exclusão não seria nem necessária nem suficiente para a citada separação. Outra interpretação indica que a quantidade

³⁶ "*To keep the analysis simple, I am interpreting "monetary analysis" as referring to analysis of the quantity of a single monetary total called money. A more general treatment would recognize a number of monetary magnitudes, such as currency, demand deposits, time deposits, etc. This would complicate the exposition without, so far as I have been able to determine, affecting any essential point.*" (FRIEDMAN, 1966, p. 141)

nominal de moeda não tem efeitos sobre as magnitudes reais, como as taxas de juros, embora as magnitudes reais possam afetar o nível de renda e preços associados a uma determinada quantidade nominal de moeda. Para Friedman (1966, p. 141), *“in this, which I believe is much the more important sense, the exclusion of interest rates is neither a necessary nor a sufficient condition. It is simply irrelevant.”*³⁷

Em suma, a modelagem IS-LM, separa as decisões de consumo e poupança das decisões de portfólio que tratam da composição de ativos de riqueza. Isso significa que as curvas IS e LM são, de certa forma, independentes uma da outra em qualquer momento do tempo. A curva IS representa as combinações de taxas de juros e níveis de renda onde o excesso de demanda por bens é zero, enquanto a curva LM representa as combinações de taxas de juros/renda onde o excesso de demanda por dinheiro ou títulos é zero. Em outras palavras, o desequilíbrio no mercado de bens resulta em ajustes nos estoques não planejados, enquanto o desequilíbrio no mercado monetário provoca ajustes no mercado de títulos, o que por sua vez afeta as taxas de juros. Assim, o modelo IS-LM demonstra o mecanismo de transmissão keynesiano, onde o ajuste nas taxas de juros influencia o nível de demanda agregada, especialmente o investimento.

Na interpretação de Friedman (1972), a abordagem monetarista é compatível com uma curva LM positivamente inclinada, porém apresentam conclusões muito diferentes sobre muitas questões, particularmente os efeitos da política fiscal e monetária. Como uma resposta a Tobin, usando como ponto de partida a questão dos efeitos dos aumentos de impostos recomendados como meio de conter a inflação, Friedman assume que a quantidade de moeda ou sua taxa de crescimento não é afetada pelo aumento dos impostos. Dessa forma, nos termos de Tobin, se daria um deslocamento para a esquerda na curva IS que tende a baixar a taxa de juros. Supondo que os preços não sejam afetados, a curva LM permanece inalterada, mas como ela é positivamente inclinada, o efeito é reduzir a renda real. Se os preços caíssem, a curva LM se deslocaria para a direita, aumentando a pressão para baixo sobre a taxa de juros, mas compensando a pressão para baixo sobre a renda real. Todavia, o deslocamento para a esquerda na curva IS é um deslocamento definitivo, mesmo que a redução do déficit ou o aumento do superávit produzido por um aumento de impostos sem alteração nos gastos do governo continuasse indefinidamente. E afirma,

Put in monetarist terms, the lowered interest rate resulting from the federal government's absorbing a smaller share of annual savings will reduce velocity; the transition to the lower velocity reduces spending for a given money stock, but once the new velocity is reached there is no further downward pressure. (FRIEDMAN, 1972, p. 915)

³⁷ *“As a matter of experience, the conditions necessary for a divorce of the first kind are often approximated for changes in nominal income and, less frequently, in prices. I believe that they are seldom if ever approximated for a divorce of the second kind. Indeed, the central message of our Monetary History is precisely that monetary changes have an extraordinarily important impact on real phenomena.” (FRIEDMAN, 1966, p. 141)*

Friedman observa que o mecanismo de transmissão é mais amplo do que o sugerido pela interpretação keynesiana, e ainda que, as categorias de gastos afetadas por mudanças nas taxas de juros são muito mais amplas do que a formação de capital empresarial, construção de moradias e acúmulo de estoques aos quais os keynesianos tendem a restringir o investimento. Dessa forma, na interpretação de Friedman, mesmo um aumento de impostos bastante substancial produzirá apenas um pequeno deslocamento na curva IS. Além disso, embora a curva LM tenha inclinação positiva, ela está muito longe de ser horizontal, de modo que a redução na renda associada a um deslocamento "menor" na curva IS também será menor.

Complementando sua apresentação do “modelo IS-LM monetarista” Friedman indica a seguinte situação com sua interpretação:

Assume a one-year increase in the deficit, with the budget then returning to its initial position. If this is financed by borrowing from the public with no change in monetary growth, then, in the most rigid Keynesian system, the IS curve moves to the right and then back again; real and nominal income rise for one year, then return to their initial values. If the one-year increase in the deficit is financed by creating money, the LM curve moves to the right as well, and stays there after the IS curve returns to its initial position. If prices remain constant, real and nominal income stay at a higher level indefinitely. If, as is more reasonable, prices ultimately rise, real income may return to its initial level, but nominal income will stay at a higher level indefinitely. (FRIEDMAN, 1972, p. 916)

Nesse contexto, ao questionar os impactos da dívida, Friedman afirma que as evidências da dívida do governo estão em grande parte no lugar das evidências da dívida privada, logo o volume nominal total da dívida cresce menos, ou muito menos do que o tamanho do déficit. Além disso, o autor acrescenta que tal crescimento é compensado pelo aumento esperado nas obrigações fiscais futuras, acompanhando o crescimento da dívida pública, e pela redução do volume físico de ativos gerados pela redução do investimento produtivo privado.

Friedman (1972) também aborda outra questão que pertence ao contexto do Modelo IS-LM, o *first-round effect*, que se refere às consequências do 'novo dinheiro' na economia. Nesse sentido, é analisada, também, a destinação desse dinheiro. Em outras palavras, resgatando a visão de Tobin, Friedman argumenta que, quando a emissão de moeda é utilizada de imediato, na primeira rodada, para a compra de bens e serviços, ela aumenta diretamente a demanda por esses bens e serviços. Por outro lado, se o dinheiro for utilizado para a compra de dívidas, não há efeito imediato sobre a demanda por bens e serviços. Além disso, à medida que o 'novo' dinheiro se dissemina pela economia, os efeitos de primeira rodada tendem a se dissipar. Para Friedman, a abordagem keynesiana dá quase total ênfase ao efeito de primeira rodada, atribuindo maior importância aos fluxos de gastos, em detrimento dos estoques de ativos, o que difere da perspectiva monetarista. No entanto, Friedman destaca que essa questão é de natureza empírica, e não teórica.

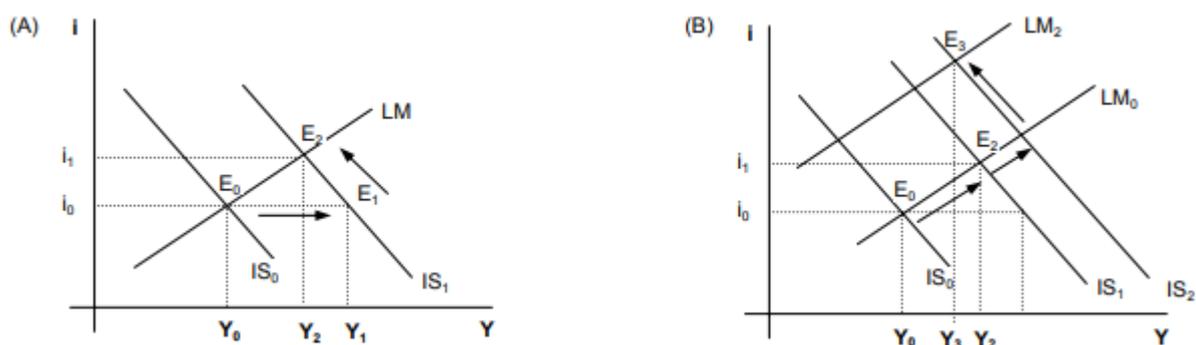
Em que pese que o Modelo IS-LM demonstre o efeito de fluxo, Friedman embute na sua discussão o efeito riqueza. Como já abordado anteriormente, o efeito riqueza tem um papel

importante no aparato monetarista no que se refere à crítica sobre a eficácia da política fiscal, principalmente. Dessa forma, Friedman (1970,1972) recorre ao efeito riqueza para demonstrar que a ineficácia da política fiscal ocorre não apenas no curto prazo, pelo ajuste walrasiano dos preços, mas também no longo prazo, com um segundo golpe do mecanismo de *crowding out*, pois estes efeitos riqueza produzem acomodações que não estão contempladas nas curvas IS-LM tradicionais de curto prazo.

O primeiro gráfico da figura abaixo, representa a situação tradicional de um modelo keynesiano que não leva em conta a existência de possíveis efeitos riqueza. O equilíbrio final ocorre em um ponto onde a renda de equilíbrio é superior à renda inicial, mas inferior àquela que seria esperada devido à atuação de um mecanismo indireto de *crowding out* por meio da taxa de juros. A magnitude do multiplicador dos gastos depende, portanto, da inclinação da curva LM, que é influenciada pela taxa de juros sobre a demanda por moeda para fins especulativos. A redução da renda é resultado da presença dos efeitos de *crowding out* de primeira ordem de Friedman.

Na abordagem monetarista o efeito *crowding out* completo somente poderá ser devidamente tratado e captado pela introdução do efeito riqueza. Quando existe efeito riqueza, o nível de renda apontado anteriormente não é uma posição final de equilíbrio, pois um maior nível de riqueza irá causar um incremento no consumo a um dado nível de renda, deslocando ainda mais para fora a curva IS, para sua nova posição. Mas um maior nível de riqueza afeta também o mercado financeiro, o que significa também um aumento da demanda por moeda e/ou títulos à um dado nível de renda e taxa de juros. Isto se traduz por um deslocamento para esquerda da curva LM mudando da posição da curva, como mostrado no gráfico posterior, com um novo ponto de equilíbrio. Friedman chamou tal efeito de “*second-round*”. O novo nível de renda de equilíbrio poderá ser maior, igual ou menor que o nível inicial. Para os monetaristas, políticas fiscais expansionistas financiadas com déficits, devido aos efeitos do tipo “*second-round*” produzem um *crowding out* completo de onde se conclui que a política fiscal financiada com emissão de títulos é ineficaz.

Figura 2 - IS/LM na abordagem monetarista



Fonte: Elaboração própria, adaptada de Snowdon e Vane (2005)

Em síntese, a abordagem monetarista no modelo IS-LM tem um papel importante na crítica à teoria keynesiana, notadamente com relação à eficácia da política fiscal. Por outro lado, a curva de Phillips aceleracionista, tratada a seguir, complementa essa análise, ao sugerir que a relação entre inflação e desemprego não é estável, sendo influenciada pela dinâmica das expectativas inflacionárias.

2.4 A CURVA DE PHILLIPS ACELERACIONISTA E A TAXA NATURAL DE DESEMPREGO

Conforme mencionado anteriormente, as propostas de política econômica de Milton Friedman não obtiveram sucesso desde o início de sua carreira. No entanto, em meados da década de 70, as condições econômicas e a aparente inadequação do paradigma da síntese neoclássica em fornecer explicações adequadas abriram caminho para uma reviravolta significativa. Levrero (1999) destaca dois fatores-chave nessa mudança de paradigma que fortaleceram a escola monetarista. O fenômeno da estagflação, observado em várias economias ao redor do mundo, desempenhou um papel crucial nesse processo. Nas palavras do próprio autor, a causa da inflação é "[...] *always and everywhere a monetary phenomenon - in the sense that it is and can be produced only by a more rapid increase in the quantity of money than in output*" (FRIEDMAN, 1970). O outro fator foi a discussão acadêmica com implicações políticas significativas surgiu da contribuição seminal de Phillips (1958), que apresentou uma relação empírica³⁸ e causal entre desemprego e taxa de variação dos salários. Essa contribuição foi posteriormente incorporada à teoria macroeconômica por economistas como Samuelson e Solow³⁹ (1960), resultando no conhecido *trade-off* entre inflação e desemprego.

Neste contexto, ao final da década de 1960, ocorreram mudanças significativas na conjuntura internacional que elevaram o reconhecimento das críticas de Milton Friedman. Em um de seus artigos mais influentes, intitulado "*The Role of Monetary Policy*", publicado em 1968, Friedman apresentou um modelo teórico, isto é, sem formalização matemática⁴⁰, que abordava a existência de informação imperfeita no mercado de trabalho, juntamente com o conceito da taxa natural de desemprego e uma curva de Phillips, nomeada posteriormente, aceleracionista. Esse modelo foi concebido para discutir os limites das políticas macroeconômicas expansionistas, particularmente as políticas monetárias, mas também as fiscais.

Vale destacar que, segundo Levrero (1999), Friedman, ao apresentar sua interpretação da Curva de Phillips, não nega a possibilidade de um *trade-off* entre a taxa de desemprego e a taxa de

³⁸A proposição original da curva de Phillips (1958), baseada em dados estatísticos do Reino Unido demonstrava as relações entre o nível de salário nominal e o nível de emprego.

³⁹As mesmas evidências de Phillips foram encontradas para os EUA pelos autores.

⁴⁰Quase simultaneamente, Phelps (1968) propôs um modelo formal nos mesmos termos.

inflação no curto prazo. Assumindo expectativas adaptativas, ele argumenta que, devido ao hiato gerado por uma mudança na oferta monetária entre os níveis de preços correntes e esperados, ocorre uma série de ajustes. Por um lado, os trabalhadores substituem variações nos salários nominais por mudanças nos salários reais, o que altera a oferta de trabalho; por outro, os empresários interpretam o aumento no nível geral de preços como uma alteração no preço relativo de seus produtos, o que afeta a produção (LEVRERO, 1999, p. 50-51). Dessa forma,

“Workers will initially interpret this as a rise in their real wage —because they still anticipate constant prices—and so will be willing to offer more labour (move up their supply curve), i.e. employment grows and unemployment falls. Employers may have the same anticipations as workers about the general price level, but they are more directly concerned about the price of the products they are producing and far better informed about that. They will initially interpret a rise in the demand for and price of their product as a rise in its relative price and as implying a fall in the real wage rate they must pay measured in terms of their product. They will therefore be willing to hire more labour (move down their demand curve).” (FRIEDMAN, 1975, p.7)

Partindo do conceito da taxa natural, conforme definido por Wicksell, com a finalidade de discernir entre as forças reais e as monetárias, e considerando também a análise da possível disparidade entre as taxas natural e de mercado, Friedman adaptou esses conceitos ao mercado de trabalho. Ele introduziu uma distinção crucial, baseada nos ensinamentos de Fisher, entre as taxas de juros nominal e real. Friedman resumiu a lógica subjacente desse processo ao afirmar que,

“let the monetary authority keep the nominal market rate for a time below the natural rate by inflation. That in turn will raise the nominal natural rate itself, once anticipations of inflation become widespread, thus requiring still more rapid inflation to hold down the market rate. Similarly, because of the Fisher effect, it will require not merely deflation but more and more rapid deflation to hold the market rate above the initial "natural" rate.” (FRIEDMAN, 1968, p. 8)

Para Friedman, há sempre um nível de desemprego que está em equilíbrio com a estrutura dos salários reais. Ele argumenta que, nesse nível de equilíbrio, os salários reais tenderiam a aumentar, em média, a uma taxa secular "normal", desde que as condições permaneçam inalteradas ao longo do tempo, *ceteris paribus*. Seguindo essa linha de raciocínio, um nível mais baixo de desemprego indica um excesso de demanda por mão de obra, o que resulta em uma pressão positiva sobre os salários reais. Friedman enfatiza que

“the "natural rate of unemployment," in other words, is the level that would be ground out by the walrasian system of general equilibrium equations, provided there is imbedded in them the actual structural characteristics of the labor and commodity markets, including market imperfections, stochastic variability in demands and supplies, the cost of gathering information about job vacancies and labor availabilities, the costs of mobility, and so on. [...] It is perhaps worth noting that this "natural" rate need not correspond to equality between the number unemployed and the number of job vacancies. For any given structure of the labor market, there will be some equilibrium relation between these two magnitudes, but there is no reason why it should be one of equality.” (FRIEDMAN, 1968, p. 8)

Ao resgatar o conceito da Curva de Phillips, Friedman identifica uma falha original que reside na ausência de distinção entre salários nominais e reais. Essa falta de distinção leva a resultados inadequados, pois pressupõe uma situação na qual todos os agentes econômicos

antecipam que os preços nominais permanecerão estáveis, independentemente das mudanças nos preços e salários reais. Friedman argumenta que essa premissa é irrealista, uma vez que as determinações do mercado de trabalho são influenciadas por fatores externos, como legislações sobre salário mínimo e a força dos sindicatos. Como resultado, a taxa "natural" de desemprego tende a ser mais elevada. É importante observar que melhorias na disponibilidade de informações sobre vagas de emprego, por exemplo, tenderiam a reduzir essa taxa de desemprego natural. Essa dinâmica evidencia a complexidade dos mercados de trabalho e a influência de fatores institucionais e estruturais na determinação do nível de desemprego de equilíbrio de longo prazo.

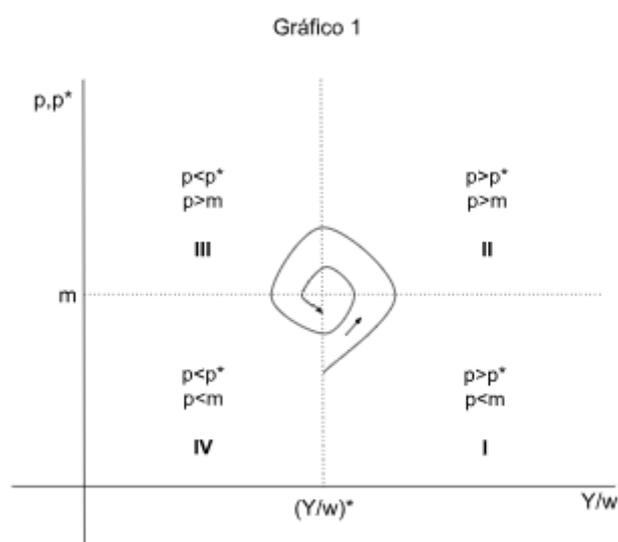
Friedman enfatiza que, embora os efeitos de uma política monetária expansionista — isto é, um aumento na taxa de crescimento da moeda — sejam amplamente reconhecidos no funcionamento do mercado, há consequências adicionais que precisam ser consideradas. De acordo com o autor, em caso de um aumento inesperado na demanda nominal, os preços dos bens tendem a responder mais rapidamente do que os preços dos fatores de produção. Isso resulta em uma queda nos salários reais, mesmo que os empregados tenham antecipado um aumento nos salários reais, pois eles tendem a avaliar seus salários com base nos preços passados. Em resumo, o aumento do emprego ocorre devido à queda simultânea *ex post* nos salários reais dos empregadores e ao aumento *ex ante* nos salários reais dos empregados. É importante notar que essa situação tem um impacto direto na formação de expectativas, especialmente se estas forem adaptativas ou *backward looking*, pois isso leva a um ciclo de aumento de preços e demanda por aumentos nos salários nominais.

Dessa lógica, como já mencionado, fica implícito que Friedman admite a possibilidade, seguindo a linha de pensamento de Fisher, de que, no curto prazo, possa existir um *trade-off* entre a taxa de desemprego e a taxa de inflação. Além disso, destaca-se a introdução de uma hipótese, conhecida como hipótese da imperfeição de informações, no funcionamento do mercado de trabalho. Uma das imperfeições mais significativas nessa lógica reside na especificação da oferta de trabalho, a qual depende das expectativas dos trabalhadores em relação ao salário real que prevalecerá no mercado. Em outras palavras, a oferta de trabalho é determinada pelo salário real esperado. Assim, os empregadores têm conhecimento prévio do valor do salário real, enquanto os empregados formam suas expectativas com base no nível geral de preços e, conseqüentemente, no valor do salário real. É importante notar que a existência de imperfeições nas informações, ou a ausência de ilusão monetária, é fundamental para o surgimento de um equilíbrio temporário, no qual prevalece uma situação de igualdade entre oferta e demanda por trabalho para um dado estado de expectativas. A longo prazo, essas expectativas são realizadas e o salário real esperado se iguala ao salário real observado.

Nesse contexto, o desemprego estaria situado abaixo de seu nível natural, indicando um excesso de demanda por mão de obra. Conseqüentemente, haveria uma tendência para aumentos nos salários reais até atingirem seu nível original. É importante observar que, caso a taxa de crescimento monetário aumentada seja mantida, os aumentos nos salários reais acabariam por reverter a queda no desemprego, levando-o de volta ao seu nível natural. No entanto, se o objetivo for manter a taxa de desemprego abaixo de seu nível natural por períodos prolongados, seriam necessárias novas acelerações na taxa de crescimento monetário. Em suma, para o autor, *“the “market” rate can be kept below the “natural” rate only by inflation. And [...] only by accelerating inflation.”* (FRIEDMAN, 1968, p.10) O fenômeno da estagflação durante os anos 70 foi visto como uma confirmação empírica das conclusões de Friedman, evidenciando que os únicos efeitos das políticas monetárias expansionistas são períodos de aumento simultâneo da inflação e do desemprego. Ao final do ciclo, espera-se que a taxa de inflação esteja mais elevada e a produção retorne ao seu nível natural.

Em termos gráficos, conforme Levrero (1999), considerando p como a taxa real de inflação, p^* como a taxa esperada de inflação, Y/m como a produção real, $(Y/m)^*$ como o produto potencial e m como a taxa de crescimento da oferta monetária, podemos descrever o processo de ajustamento cíclico proposto por Friedman, que se divide em quatro fases distintas. Essas fases são determinadas pelas relações entre as variáveis p e/ou m , notadamente se serão maiores ou menores que a unidade. Portanto, sempre que m/p e/ou p/p^* forem menores do que um, espera-se um aumento na inflação e uma diminuição na produção. Por outro lado, se m/p e/ou p/p^* forem maiores do que um, tanto a inflação quanto a produção tenderão a aumentar. Ou seja, somente quando ambas as relações forem iguais a um, ocorrerá um equilíbrio estável de longo prazo. Caso contrário, o processo de ajuste continuará.

Figura 3 - Processo de ajuste



Fonte: Levrero (1999, p.52)

Levrero (1999) destaca a interpretação de Friedman sobre o emprego, uma parte essencial da Curva de Phillips, enfatizando a ideia de que existe apenas desemprego voluntário, uma vez que Friedman não admite a existência de desemprego involuntário causado pela falta de demanda por bens. A explicação fundamental de Friedman para essa perspectiva, inclusive para o mecanismo de ajuste da taxa de desemprego em direção à sua taxa natural, está na aceitação de uma relação inversa entre a taxa de juros e a despesa agregada. Outro ponto relevante na interpretação de Friedman é que as divergências entre o equilíbrio temporário e o de longo prazo são, em geral, resultados de choques monetários. Tais choques provocam alterações nos preços e salários, que, combinados com imperfeições de informações, resultam em mudanças nos níveis de produto real e emprego. No entanto, a longo prazo, com a revisão das expectativas, o próprio mecanismo de mercado levaria a economia de volta ao seu equilíbrio de longo prazo. É importante ressaltar que, no modelo de Friedman, o desemprego durante as flutuações não pode ser classificado como involuntário, uma vez que são flutuações com salários e preços flexíveis. Ou seja, é a imperfeição de informações que desempenha o papel tradicional da rigidez nominal dos salários em permitir desvios em relação ao equilíbrio de longo prazo.

Em termos formais, a Curva de Phillips expandida pelas expectativas, também conhecida como aceleracionista⁴¹, proposta por Friedman, parte da expressão para a oferta agregada, $y_t = y_N + \gamma(p_t - p_t^e)$, e se formaliza como $\pi_t = \pi_{t-1} + \alpha(U - U_N)$ ⁴². É importante observar que essa curva, com inclinação negativa, reflete uma relação de curto prazo. No entanto, a longo prazo, os agentes econômicos realizam ajustes que impediriam a existência de uma relação estável entre a taxa de desemprego e os salários nominais, tornando a Curva de Phillips vertical em relação ao desemprego natural. Em outras palavras, a economia tende a se ajustar para atingir a taxa de desemprego natural no longo prazo, o que resulta na rejeição da ideia de que os governos podem usar a curva como uma ferramenta para alcançar uma combinação desejada de inflação e desemprego. Com a introdução do componente de inflação esperada, ou expectativas de inflação, o resultado se modifica, pois para cada nível de inflação esperada, existe uma curva de Phillips correspondente. Isso significa que o *trade-off* entre inflação e desemprego já não é mais estático, mas sim influenciado pelas expectativas de inflação dos agentes econômicos.

Friedman conclui, de forma crítica, que o uso de políticas econômicas focadas no desemprego se torna inviável, devido à impossibilidade de estimar com precisão e de forma

⁴¹Processos aceleracionistas, baseados em expectativas adaptativas, podem ser resumidos pela ideia de que ao transmitirem o passado para o presente e futuro e pelo simples fato de que choques de oferta aumentam a inflação hoje, e que será usada amanhã para formar as novas expectativas, e assim sucessivamente.

⁴²A expectativa de inflação seria uma média ponderada das taxas de inflação observadas no passado com pesos declinantes na medida que as observações ficam mais distantes do presente.

temporária a taxa natural de desemprego, além de suas flutuações naturais. Além disso, ele observa que a taxa efetiva de desemprego varia em relação ao seu valor natural devido a uma série de desvios temporários. Portanto, Friedman argumenta que *“there is always a temporary trade-off between inflation and unemployment; there is no permanent trade-off. The temporary trade-off comes not from inflation per se, but from unanticipated inflation, which generally means, from a rising rate of inflation.”* (FRIEDMAN, 1968, p.11) O autor sugere que parte da controvérsia em torno da existência de um *trade-off* permanente reside na confusão entre taxas de inflação elevadas e taxas de inflação em crescimento. Em outras palavras, Friedman argumenta que uma inflação em ascensão poderia reduzir o desemprego, enquanto uma taxa de inflação já alta não teria esse mesmo efeito.

Por fim, é possível resumir as implicações da dinâmica aceleracionista proposta por Friedman, que desempenha um papel fundamental na refutação da hipótese de um equilíbrio no mercado de trabalho que não converge para sua taxa natural, considerada a única taxa de desemprego na qual a taxa de inflação é estável, ou seja, a chamada NAIRU (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*). Essa formulação representa uma posição decisiva no retorno à visão "clássica" de que as economias capitalistas tendem ao pleno emprego, marcando assim um ataque direto à escola keynesiana. Além disso, reforça o papel dos mercados e do sistema de preços na promoção da tendência ao pleno emprego dos fatores de produção.

Por fim, destacamos que, além do próprio Friedman, nomes como os de Karl Brunner, Allan Meltzer e Philip Cagan nos Estados Unidos e David Laidler na Grã-Bretanha, foram figuras influentes para a propagação dos princípios de política econômica oriundos da moderna interpretação da Teoria Quantitativa da Moeda. Brunner e Meltzer aceitam a argumentação de Friedman, mas com algumas adaptações e uma nova perspectiva. A principal alteração consiste em uma flexibilização do modelo, reconhecendo que as mudanças na oferta de moeda podem provocar efeitos reais, devido às alterações nos estoques de diferentes ativos. Essas variações são geradas pela demanda por esses ativos no processo de ajuste econômico. Enquanto Friedman sugere que a análise completa dos efeitos das variações na oferta monetária levaria a uma situação real que retornaria ao seu estado original, Brunner e Meltzer abordam o keynesianismo destacando a importância dos fluxos, em contraposição à ênfase monetarista nas variáveis de estoque.

Segundo Carvalho (1994), esses autores argumentam que a crítica ao keynesianismo não precisa necessariamente sustentar a ideia de que a moeda é neutra no longo prazo; é suficiente mostrar a relevância dos efeitos de estoque na análise monetária. A atenção de Brunner e Meltzer se volta para as consequências dos estoques nas decisões de portfólio dos bancos, o que se reflete na relação entre a moeda gerada (o estoque do passivo bancário à vista) e a oferta de crédito (os estoques de suas aplicações, um item ativo). Embora esses conceitos estejam interligados, eles

operam de forma relativamente independente. Para uma compreensão adequada do funcionamento da política monetária, é fundamental considerar essa conexão, pois dela decorre a importância de instrumentos como a base monetária.

Essa crítica está naturalmente relacionada a outra bastante reconhecida, que diz respeito à escolha das metas e dos instrumentos da política monetária. Para os economistas keynesianos intervenham principalmente por meio das taxas de juros. Uma característica distintiva, embora não exclusiva, da abordagem keynesiana é a ênfase na capacidade de controlar o estoque de moeda. De fato, o ceticismo de Kaldor em relação à possibilidade de definir um único ativo que desempenhe exclusivamente a função de moeda, cujo controle assegurasse uma gestão eficaz do sistema, é um ponto de vista compartilhado por muitos especialistas. Desse último autor, faremos alguns comentários no próximo capítulo.

CAPÍTULO 3 - POLÍTICA FISCAL PÓS-MONETARISMO: UMA BREVE REVISÃO

A partir dos principais conceitos e ideias debatidos por Milton Friedman e outros pensadores monetaristas, apresentados anteriormente, buscar-se-á neste capítulo, explorar as influências significativas que essa corrente de pensamento exerceu na evolução da macroeconomia, tanto no âmbito teórico quanto na implementação prática de políticas econômicas. O monetarismo, ao desafiar as premissas fundamentais do keynesianismo, trouxe novas abordagens que impactaram diretamente a análise econômica e a formulação de políticas públicas, refletindo uma mudança paradigmática na forma como as economias deveriam ser geridas.

Dessa forma, o objetivo deste capítulo, portanto, é apresentar e discutir as contribuições teóricas e as principais escolas de pensamento que surgiram a partir da interação entre o monetarismo e o keynesianismo em sua vertente convencional, ou marginalista, destacando tanto as convergências quanto às divergências entre essas abordagens, ou matizes que a teoria ortodoxa passou a ter depois dos anos 1970. Além disso, serão analisadas as tensões e inconsistências existentes dentro de cada corrente de pensamento, com base em autores de grande relevância para o tema, cujas obras ajudaram a moldar o debate acadêmico dentro do campo marginalista. A análise será conduzida sob uma perspectiva histórica, considerando o contexto em que as ideias monetaristas e keynesianas se desenvolveram e como essas influências se manifestaram nas políticas econômicas de diferentes períodos históricos.

Para organizar a discussão, o capítulo será dividido em três seções. Na primeira, serão examinadas algumas extensões do modelo tradicional da síntese neoclássica envolvendo o impacto de estoques de riqueza acumulados nos processos de produção. Pode-se dizer que algumas das abordagens de Friedman já tem um aspecto intertemporal, como a hipótese da renda permanente. Entretanto, a inserção de considerações intertemporais é entendida, por exemplo, em Blinder e Solow, como uma resposta ao “desafio” monetarista ao tratar da questão de elasticidades de investimento e demanda por moeda num arcabouço onde variáveis de riqueza são consideradas. Posteriormente trataremos de uma hipótese específica de ligação intergeracional que elimina certos efeitos keynesianos, mais uma vez algo que de alguma forma foi explorado por Friedman. Essa discussão se encontra desenvolvida no modelo de Barro (1974) e suas hipóteses sobre o consumo da acumulação de riqueza na forma de dívida pública. Na terceira e última seção, analisamos as principais características das escolas de pensamento contemporâneas, com ênfase nos Novo-Clássicos, Novos-Keynesianos e o Novo Consenso Macroeconômico, destacando as influências diretas e indiretas do monetarismo nas formulações teóricas dessas correntes.

3.1. BLINDER E SOLOW: UMA CRÍTICA KEYNESIANA

Blinder e Solow (1972) revisam alguns resultados keynesianos relacionados à eficácia da política fiscal como uma tentativa de contra-argumentar os resultados propostos pelos monetaristas, especialmente Milton Friedman, seu maior expoente. Ao resgatar a Lei de Say e a teoria quantitativa da moeda, os monetaristas tratam do retorno do chamado efeito *crowding out*, bem como de um efeito multiplicador nulo, ou seja, a impossibilidade dos gastos públicos afetarem efetivamente o nível do produto. Em suma, como já mencionado, o efeito *crowding out* pode ser entendido como um movimento de compensação, no qual o efeito positivo de um evento é compensado por outro. Nota-se, então, que a magnitude desse efeito de compensação dependerá, em certa medida, dos pressupostos utilizados na análise.

O efeito *crowding out* completo pode ser compreendido como um movimento de substituição absoluto, no qual as ações do setor privado são substituídas pelo setor público. Para Blinder e Solow, tal interpretação remonta ao período pré-keynesiano, onde,

it was commonplace that government spending and taxation were powerless to affect the aggregate levels of spending and employment in the economy; they could only redirect resources from the private to the public sector. [...] In a full-employment context, each dollar of additional government spending can only crowdout exactly one dollar of private spending; it cannot alter the over all level of aggregate income. (Blinder e Solow, 1972, p. 319)

Além disso, conforme os autores reforçam que existem diversos níveis para o efeito *crowding out*, sendo o mais óbvio, quando o governo opta por realizar ações que poderiam ser realizadas pelo setor privado. No entanto, os autores apontam que é difícil imaginar que todos os gastos públicos estejam substituindo gastos privados, logo, passam a adotar uma outra linha de argumentação em relação ao efeito *crowding out*.

Segundo Blinder e Solow (1972, p. 320), há um *second level* ou *second round* do efeito *crowding out* que possui pouca contestação teórica. Essa fase refere-se à ideia de que os gastos do governo que resultam em déficits públicos, não financiados através da emissão de moeda, criam a necessidade de financiamento por meio da emissão de títulos, gerando assim uma competição com os títulos privados no mercado financeiro. Como resultado, os autores afirmam que "*the resulting upward pressure on interest rates will reduce any private expenditures which are interest elastic[...]this financial side-effect will partially offset the expansionary effect of the original increase in public spending*".

Nesse caso, os autores alertam que o multiplicador será menor do que o esperado por Keynes⁴³, e também será menor para gastos financiados por títulos do que para gastos financiados por meio da emissão de moeda. Em que pese, para os autores não haver controvérsia teórica quanto

⁴³ Considerando a fórmula keynesiana mais básica, multiplicador = $1/(1 - \text{propensão marginal a gastar})$.

a esse nível do efeito *crowding out*, há uma questão empírica, notadamente com relação à resposta da taxa de juros a maior demanda por moeda e oferta de títulos gerada pelos gastos governamentais além de seus efeitos sobre os investimentos. Vale ressaltar que Friedman (1970) já alertava para a existência do efeito riqueza e considerava esses *second round effects*, que reduzem a renda através do aumento da taxa de juros, como relevantes para justificar a ineficácia da política fiscal, especialmente quando os gastos são financiados por emissão de títulos. Os autores complementam,

It is by now well-known that only a zero interest-elasticity of the demand for money will give rise to a multiplier of zero, that is, make fiscal policy im-potent. While this assumption was formerly associated with the new quantity theorists, there is by now an overwhelming accumulation of empirical evidence against it, and the monetarists have more or less disavowed it. 3 Yet monetarists still cling to the view that fiscal policy is powerless, that is, that the multiplier for bond-financed government spending is approximately zero. How can this be so? A possible answer is that when there are significant wealth effects the simple Keynesian story (as summarized, say, in the IS-LM model) closes the books too soon. (Blinder e Solow, 1972, p. 321)

Além disso, Blinder e Solow (1972, p. 321) indicam que os "gastos deficitários" têm como contrapartida a emissão de algum tipo de dívida, seja ela de dinheiro ou de títulos. Isso implica em impactos adicionais na riqueza privada. Os autores buscam analisar de forma explícita os impactos desse efeito na economia, que eles chamam de "*third level*" do efeito *crowding out*.

Como já mencionado anteriormente, dentro do escopo de um modelo IS-LM básico, o efeito *crowding out* primário seria representado pelo deslocamento da curva IS causado, por exemplo, por um aumento nos gastos do governo, que aumentaria a renda nacional. No entanto, segundo Blinder e Solow (1972, p. 321-2), esse efeito seria atenuado pelo "*second level*" do efeito *crowding out*, justificado por um efeito riqueza pouco significativo. Dito de outra forma, em que pese, a curva IS tenha se deslocado, como a curva LM se manteve na mesma posição, o efeito final sobre renda é menor do que poderia ser⁴⁴. Os autores destacam que, em caso de um efeito riqueza significativo, haveria novas consequências. Primeiramente, o aumento da renda potencializaria o efeito multiplicador, resultando em outro deslocamento da curva IS. Em seguida, haveria consequências no mercado financeiro devido ao aumento da riqueza, o que causaria uma pressão sobre as taxas de juros e um deslocamento "negativo" da curva LM.

Silber (1970, p. 465) explicita que, quando se consideram os efeitos do déficit sobre os estoques de ativos financeiros em circulação, no curto prazo, o aumento da riqueza causado pelo aumento da oferta de títulos do governo gera um aumento na demanda por moeda, desde que não seja acomodado pela autoridade monetária, gerando assim a necessidade, para a manutenção do equilíbrio, de uma queda na própria renda ou um aumento da taxa de juros, o que se traduz em um deslocamento da curva LM para a esquerda. De acordo com os autores, a magnitude desses efeitos

⁴⁴ Rever Figura 2A (pag. 56).

pode ser interpretada de maneira diferente, seja de forma contracionista, notadamente pelos monetaristas, ou expansionista pelos "keynesianos", e ainda que:

“Advocates of complete crowding out, of course, believe the results to be contractionary. If they are correct, as long as a budgetary deficit exists there will be increases in private wealth which have deflationary impacts on the level of national income. In the long run, the fiscal policy multiplier is negative.” (BLINDER e SOLOW, 1972, p. 322)

Segundo Blinder e Solow (1972, p. 323), Friedman, que anteriormente mantinha perspectivas divergentes sobre o tema, especialmente no que diz respeito à inclinação da curva LM, a partir de 1972 direcionou seu foco para o efeito riqueza e suas consequências, de maneira explícita:

“One way to characterize the Keynesian approach is that it gives almost exclusive importance to the first round effect. This leads it to attach importance primarily to flows of spending rather than to stocks of assets. Similarly, one way to characterize the quantity-theory approach is to say that it gives almost no importance to first-round effects. The empirical question is how important the first-round effects are compared to the ultimate effects. Theory cannot answer that question.” (FRIEDMAN, 1972, p. 922)

Em resumo, Blinder e Solow (1972, p. 323) destacam que, na perspectiva monetarista, os efeitos subsequentes de déficits financiados pela emissão de moeda são significativamente superiores e na mesma direção do "impulso expansionista" inicial. No entanto, quando financiados por emissão de títulos públicos, o efeito riqueza terá magnitude semelhante, porém em direção oposta ao impulso inicial na curva IS. Os autores discordam de Friedman, que considera o debate sobre a potência do primeiro nível do efeito *crowding out* com algo essencialmente empírico. Para Blinder e Solow, alguns fundamentos teóricos podem ser adicionados para fortalecer o apoio à política fiscal. Eles também afirmam que a questão dos "*the subsequent wealth effects of bond-financed deficits, while less expansionary than money-financed deficits in the short run (Friedman's 'first round'), are actually more expansionary on the long run*", também pode ser tratada empiricamente.

Para formalizar o debate em questão, Blinder e Solow (1972) dividem sua apresentação em dois momentos: um utilizando um modelo IS-LM modificado e outro considerando o estoque de capital como variável no longo prazo. Para uma melhor compreensão da metodologia e dos resultados apresentados pelos autores, apresentaremos apenas o modelo básico, de forma condensada, para os propósitos deste trabalho. O modelo IS-LM "básico" proposto pelos autores incorpora o efeito-riqueza, a partir do qual são realizadas comparações e críticas à abordagem monetarista, principalmente a de Friedman. Este modelo baseia-se nas seguintes relações, que incluem algumas simplificações e considerações, como a determinação exógena do nível de preços (resultando na geração de inflação e na redução do multiplicador), a exogeneidade da oferta de

moeda e a inclusão dos títulos do governo na riqueza privada, que será abordada em detalhes posteriormente. As relações incluem a curva IS, a curva LM, a equação de riqueza do modelo⁴⁵:

$$IS: Y = C(Y, W) + I(r) + G$$

$$LM: r = L(r, Y, W)$$

$$W = K + M + B$$

Na representação do modelo, a curva IS é definida pelo consumo, que é uma função da renda (Y), além da variável recém-adicionada, a riqueza privada (W). Da mesma forma, a curva LM também considera a riqueza privada. A equação da riqueza explicita a inclusão dos títulos públicos no modelo. Dentro do escopo de uma análise dinâmica do modelo IS-LM, que introduz a interação entre fluxo e estoque, Heijdra (2009, p. 50) aponta que o esquema proposto por Blinder e Solow (1972) parte da aceitação do efeito riqueza, tanto no consumo quanto na demanda por moeda, caso o governo decida emitir títulos extras ou imprimir mais dinheiro para financiar seu déficit, tornando necessário considerar a dinâmica resultante da riqueza privada e da restrição orçamentária do governo. Sobre essa restrição, simplificadamente, temos que:

$$G = T + M + B$$

Das relações estabelecidas, Blinder e Solow (1972, p. 326) indicam que a restrição orçamentária é responsável por conduzir *“the model from one instantaneous equilibrium to the next by changing the stocks of money and/or bonds.”*. Em suma, segundo Heijdra (2009) o lado esquerdo representa o nível de gasto nominal do governo, já o lado direito da restrição orçamentária do governo mostra os três métodos de financiamento disponíveis para o governo, ou seja, tributação, financiamento monetário e financiamento por títulos. Em síntese, para o autor o consumo privado depende da riqueza total além da taxa de juros. Como veremos adiante, para a abordagem ortodoxa, os títulos detidos pelas famílias não devem ser contados como parte da riqueza privada, ao contrário da teoria keynesiana do consumo, que sugere um papel central para a renda corrente. Para o autor, a demanda por moeda simboliza um modelo de alocação de carteira, ou seja, as famílias alocam sua riqueza entre títulos, créditos sobre capital físico e dinheiro, logo, *“if wealth rises, one would expect all components of the wealth portfolio to rise, including the demand for money. This explains the positive wealth effect in money demand.”* (HEIJDRÁ, 2009, p. 52).

Ao reescrevermos as curvas IS e LM, utilizando relações lineares entre as variáveis, o modelo pode ser apresentado como:

$$IS: Y = \frac{1}{1-c(1-t)} (c_w W - er + G)$$

$$LM: r = \frac{fY + hW - M}{q}$$

$$M + B = G - tY$$

⁴⁵ Para fins de simplificação, a formalização apresentada considera a inflação nula.

Nesse formato, as relações da IS decorrem do efeito multiplicador sobre o consumo, do efeito riqueza sobre o consumo (c_W), do efeito negativo dos juros reais sobre o investimento ($-er$) e dos gastos públicos. Por outro lado, a LM reflete o equilíbrio no mercado monetário entre a oferta e a demanda por moeda, sendo que fY e hW , respectivamente, representam os efeitos da renda e da riqueza sobre a demanda por moeda – ambos com impacto positivo sobre a demanda por moeda e, portanto, sobre a taxa de juros. M indica a oferta de moeda (exógena) e q é a sensibilidade da demanda por moeda em relação aos juros. Logo, temos que quanto menor for essa sensibilidade (o denominador q), maior será o impacto de uma variação na quantidade demandada de moeda sobre os juros.

Com o intuito de apresentar o efeito final da expansão das variáveis exógenas, considerando as relações de interdependência do modelo, trazemos r da equação da curva LM para a curva IS, assim como a renda da curva IS para a curva LM, dessa forma temos:

$$\text{Demanda agregada: } Y = \frac{1}{1-c(1-t)+\frac{ef}{q}} [(c_W - \frac{eh}{q})W + G + \frac{e}{q}M]$$

$$\text{Efeito sobre os juros: } r = \frac{1}{q+f\mu e} [(h + f\mu c_W)W + f\mu G - M]$$

Para efeitos de simplificação, o multiplicador keynesiano apresentado na equação de demanda agregada foi reescrito como μ . Dessa forma, com o intuito de avaliarmos os efeitos das variações de gastos públicos no modelo, utilizamos as derivadas parciais de G nas equações apresentadas:

$$\frac{\delta Y}{\delta G} = \frac{1}{1-c(1-t)+\frac{ef}{q}} > 0$$

$$\frac{\delta r}{\delta G} = \frac{f\mu}{q+f\mu e} > 0$$

Em suma, tais derivadas parciais refletem o deslocamento inicial da curva IS. O efeito multiplicador dos gastos é atenuado pelo efeito de *crowding out* sobre os investimentos privados, que ocorre devido ao aumento da demanda por moeda gerado pelo estímulo inicial à renda. Dessa forma, o impacto da expansão dos gastos é o aumento da taxa de juros, conforme mostrado pela sua derivada parcial. Graficamente, como já mencionado acima, esse efeito resulta no deslocamento da curva IS para a direita, mantendo constante a oferta de moeda, ou seja, sem que a LM se mova.

Porém, como há um efeito adicional derivado da forma de financiamento desse gasto, para analisar o efeito parcial da variação no estoque de riqueza, Blinder e Solow partem da premissa de que a economia está inicialmente em uma situação onde os gastos do governo são iguais à arrecadação tributária. Assim, qualquer expansão dos gastos exigirá financiamento, que pode ocorrer através do aumento da oferta de moeda ou por meio da emissão de dívida pública. Ao optar pela segunda alternativa, ou seja, financiar os gastos com a emissão de dívida, a variação no estoque de riqueza será exatamente igual à variação na dívida pública, conforme indicado pela equação da identidade do estoque de riqueza privada (com a suposição de que o estoque de capital e a moeda

são fixos). Esse aumento no estoque de riqueza, portanto, provocará um novo efeito sobre o produto e a taxa de juros. Para verificar esse efeito, calculamos as derivadas parciais em relação ao estoque de riqueza nas equações de demanda agregada e efeito final sobre os juros.

$$\frac{\delta Y}{\delta W} = \frac{c_w - \frac{ef}{q}}{1 - c(1-t) + \frac{ef}{q}} \leq 0$$

$$\frac{\delta r}{\delta W} = \frac{f\mu + f\mu c_w}{q + f\mu e} > 0$$

A análise da derivada parcial da renda em relação à riqueza se torna essencial para indicar o efeito (o sinal) do efeito riqueza. Caso a propensão a consumir a partir da riqueza (c_w) seja maior (ou menor) do que a sensibilidade da demanda por moeda ao efeito riqueza (h), ajustada pela sensibilidade dos juros ao investimento e à demanda por moeda (e e q), o efeito riqueza líquido será positivo (ou negativo), mesmo com o efeito de *crowding out*, já que a derivada parcial em relação aos juros será sempre positiva.

Como já mencionado, graficamente, tal resultado culmina em um novo deslocamento da IS, causado pelo efeito riqueza sobre o consumo. No entanto, o efeito riqueza também afetará a demanda por moeda, deslocando-a para a esquerda. O aumento da taxa de juros, que leva à redução dos investimentos privados, gera a indefinição sobre a derivada parcial da variação dos gastos públicos sobre o produto. Assim, ao assumir que a propensão a consumir a partir da riqueza seja maior do que a sensibilidade da demanda por moeda ao efeito riqueza (ajustada pelos coeficientes de resposta do investimento e da demanda por moeda à taxa de juros), o efeito ainda será positivo.

Dito de outra forma, tal efeito secundário, por sua vez, provoca uma redução adicional no multiplicador keynesiano. No contexto do modelo IS-LM da síntese neoclássica, o multiplicador keynesiano já era enfraquecido pelo *crowding out*, resultado do aumento da demanda por moeda. No entanto, a inovação trazida por Silber (1970) e Blinder e Solow (1972) acrescenta um novo canal de *crowding out*, que vem do financiamento dos gastos públicos por meio da emissão de dívida. Isso cria um novo impacto, em que o aumento do endividamento público eleva as taxas de juros.

Para avaliar o impacto do multiplicador dos gastos do governo, no contexto do financiamento por emissão de dívida, quando o efeito riqueza leva a uma retração do produto, é necessário comparar os efeitos parciais expressos nas derivadas parciais da renda em relação aos gastos e à riqueza, lembrando que o primeiro efeito é positivo, enquanto o segundo é negativo. Isso se traduz em verificar, em termos gráficos, se o deslocamento da LM supera a expansão inicial da IS, resultando em um novo ponto de equilíbrio com um produto inferior ao original. Para que essa situação se concretize, deve ser atendida a seguinte condição:

$$\frac{ef}{q} > c_w + 1$$

Dessa forma, o efeito, ponderado, sobre a demanda por moeda, resultante do aumento do estoque de riqueza, deve ser superior à soma da propensão a consumir dessa riqueza com um unidade, que é exatamente a propensão a gastar do governo. Vale notar que esse resultado, com as simplificações citadas, é o mesmo apresentado por Blinder e Solow (1972) ao estudarem a dinâmica da dívida pública.

No caso do financiamento de déficits públicos por meio da emissão de dívida, os autores questionam se esse efeito seria ou não explosivo. Como demonstrado acima, é possível concluir que, se a expansão dos gastos gerar uma retração do produto e a condição $\frac{ef}{q} > c_w + 1$ se verificar, o déficit público continuará aumentando em cada período, mesmo que as despesas se estabilizem, pois a queda no produto também resultará em uma redução na arrecadação pública. Nesse cenário, Blinder e Solow (1972) argumentam que, quando há um efeito multiplicador negativo dos gastos públicos devido ao efeito riqueza, o sistema será instável. No entanto, caso a condição não seja atendida, o efeito dos gastos será, em última instância, positivo sobre o nível de produto.

Para analisar se esse efeito é suficiente para estabilizar a dívida, recorre-se à análise matemática. A estabilidade do sistema descrito é obtida pela equação $M + B = G - tY$, que expressa a necessidade de financiamento do setor público. A condição de equilíbrio do sistema, quando o déficit público é financiado por emissão de dívida, e, para nossos fins, incluindo pelo lado da arrecadação o efeito das despesas sobre o produto, e também o efeito multiplicador dos gastos público, como em Heijdra (2009), pode ser expressa como:

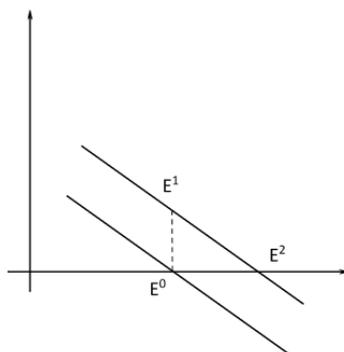
$$\frac{d\bar{B}}{dB} = 1 - t\left(\frac{dy}{dG} + \frac{dy}{dW}\right) = 1 - t\mu\left(1 + c_w - \frac{eh}{q}\right) < 0$$

ou,

$$(1 + c_w) > \frac{eh}{q} + \frac{1}{t\mu}$$

Logo, para garantir a estabilidade do sistema, o efeito dos gastos, somado ao efeito da riqueza sobre o consumo, deve ser maior do que o impacto do aumento dos juros combinado com o efeito dos gastos sobre o endividamento. Para analisarmos situações hipotéticas, o uso de diagrama de fase pode ser útil, dessa forma, temos:

Figura 4 - Diagrama de Fase



Fonte: Elaboração própria, adaptada de Blinder e Solow(1972)

Hipoteticamente, partindo de uma situação de equilíbrio entre gastos e arrecadação, um choque de gastos provocará uma variação positiva na emissão de dívida, o que, no diagrama de fase acima, corresponde ao deslocamento de E⁰ para E¹. Como $(1 + c_w) > \frac{eh}{q} + \frac{1}{t\mu}$ garante a convergência do sistema, o que implica que, após o choque inicial, o efeito no produto compensará ao longo do tempo, por meio do impacto sobre a arrecadação, até reduzir o déficit público a ponto de eliminar a necessidade de novas emissões, representado no gráfico pelo ponto E². Vale ressaltar que, como mencionado, a despesa com juros sobre a dívida pública não foi considerada na necessidade de financiamento do setor público (como é apresentado no modelo de Blinder e Solow (1972)). Isso simplifica a demonstração da condição de estabilidade da dívida. Caso esse efeito fosse incluído, seria necessário considerar tanto o impacto do aumento do endividamento nas despesas quanto as variações na taxa de juros. No fim, a inclusão desse fator indicaria que o efeito riqueza sobre o consumo precisaria ser ainda mais forte para compensar as despesas com os juros da dívida pública.

Em síntese, assim como os modelos completos de Blinder e Solow(1972) e Silber (1970), o principal resultado do modelo é o impacto que o financiamento do déficit público por meio da emissão de dívida tem sobre os juros e como isso afeta o multiplicador keynesiano. Observamos que o canal por meio do qual esse efeito se manifesta é, no lado da IS, o efeito riqueza sobre o consumo, e no lado da LM, o efeito riqueza sobre a demanda por moeda. Assim, o aumento do endividamento público leva à elevação dos juros. Como mencionado, esse efeito está alinhado com a crítica monetarista, baseada na teoria quantitativa da moeda. No entanto, no caso da IS-LM com o efeito riqueza, a LM se desloca para cima sempre que o governo se endivida.

Em suma, os autores argumentam a favor da política fiscal, em oposição ao que defendem os monetaristas, que se baseiam mais fortemente nos efeitos negativos causados pelo efeito riqueza associados aos gastos públicos associados ao financiamento via emissão de títulos. Como conclusão, apontam que,

“is that if such an economy is stable at all under bond finance, fiscal policy is normally effective. If the monetarists are right, the system must be unstable. And then fiscal policy is worse than impotent: bond-financed spending drives income down without limit. Both the stability of the economy and the effectiveness of fiscal policy are in principle empirical matters.” E ainda que “The case of monetarist instability-deficit spending contracts the economy, thus enlarging the deficit and contracting the economy still more, thus... - hardly sounds plausible.” (Blinder e Solow, 1972, p. 335-336)

Além da crítica apresentada por Blinder e Solow, podemos destacar que uma abordagem que defende uma teoria sobre a endogeneidade da moeda, que também teve influência nas escolas contemporâneas que se seguiram após o auge do monetarismo. Ao elaborar suas ideias Nicholas Kaldor apresentou uma linha de pensamento, de certa forma crítica tanto aos keynesianos quanto aos monetaristas, baseada na sua conclusão sobre a endogeneidade da moeda que, em suma, implica em uma revisão dos instrumentos de política monetária, ou seja, não haveria a existência de uma determinação exógena da oferta de moeda. Seguindo o aplicado na prática, o que seria determinado exogenamente seria a taxa de juros.

Para Kaldor (1982), a interpretação da teoria keynesiana, que, como apontamos, apresenta a velocidade de circulação da moeda como função da taxa de juros, que equilibra a demanda e a oferta de moeda, de certa forma, reacendeu o interesse pela TQM. Para o autor, Friedman busca dados empíricos para refutar a visão keynesiana, apresentando sua visão sobre a estabilidade da velocidade de circulação da moeda. Na visão kaldoriana, Friedman, ao assumir que caso a velocidade fosse variável, não haveria razão para a existência de uma correlação entre moeda e renda. Mas, como mencionado anteriormente, as observações empíricas, indicavam a existência de defasagens entre alterações na moeda e alterações na renda monetária, culminando na conclusão da estabilidade da velocidade.

Em suma, Kaldor busca evidenciar que a visão monetarista de Friedman acaba por exigir a moeda como determinada exogenamente, e mais do que isso, a crítica de Kaldor promove a ideia de que a conclusão sobre a correlação não implica em uma causalidade. Dessa forma, dentro da lógica kaldoriana, a causalidade poderia, inclusive ser invertida, ou seja, em termos práticos, as firmas realizam empréstimos visando financiar investimentos, fazendo com que a expansão monetária ocorra antes do aumento da atividade econômica.

O autor defende, dessa forma, que a maneira que a Autoridade Monetária tem de interferir na expansão de moeda, é através do controle das taxas de juros, mesmo que tal controle seja efetuado de forma indireta. Dentro dessa lógica, a taxa de juros afeta o investimento, que por intermédio do multiplicador keynesiano impacta a renda, e por fim, na demanda por moeda. Por fim, vale destacar que, para Kaldor, uma eventual estabilidade da velocidade da moeda representaria uma impotência da política monetária sobre a demanda de moeda via taxa de juros.

Tal interpretação atacaria diretamente às pretensões de Friedman sobre a importância dada às políticas monetárias.

3.2 BARRO: UMA CRÍTICA À CRÍTICA

Dentro da linha de análise macroeconômica que incorpora a questão intertemporal como elemento central de análise, destaca-se a contribuição de Robert Barro, especialmente em seu trabalho seminal de 1974. Assim como Blinder e Solow, que mencionam as hipóteses de Friedman sobre a suposta ineficiência do gasto público na expansão da renda, uma vez considerado o efeito riqueza da acumulação de dívida pública, Barro tenta mostrar, de certa forma, o inverso dessa hipótese, pois,

the assumption that government debt issue leads, at least in part, to an increase in the typical household's conception of its net wealth is crucial for demonstrating a positive effect on aggregate demand of "expansionary" fiscal policy, which is defined here as a substitution of debt for tax finance for a given level of government expenditure (see, e.g., Patinkin 1964, sec. XII.4; and Blinder and Solow 1973, pp. 324-25). (BARRO, 1974, p. 1096)

Em oposição a essa perspectiva, Barro argumenta que a dívida pública não deve ser tratada como riqueza líquida do setor privado. Consequentemente, a emissão de títulos não deslocaria a curva IS para o nordeste, logo, não desencadearia o segundo efeito de expansão fiscal identificado por Blinder e Solow. Barro, nesse sentido, questiona diretamente o impacto da dívida pública sobre a riqueza líquida das famílias, buscando evidenciar que alterações no estoque de dívida pública não possuem, em si, efeitos reais expansionistas sobre a demanda agregada. De maneira complementar, o autor também destaca a não neutralidade de mudanças no estoque de moeda, ressaltando a necessidade de avaliar com maior precisão os efeitos padrão da política fiscal expansionista sobre a demanda agregada.

Ao desenvolver sua argumentação, Barro se alinha parcialmente à tradição de Modigliani (1961), reconhecendo que, sob certas condições, em um ambiente de pleno emprego, o aumento da dívida pública poderia inicialmente elevar a riqueza percebida pelas famílias. Esse aumento de riqueza, por sua vez, estimularia o consumo em detrimento da poupança, o que tenderia a elevar as taxas de juros e a reduzir a parcela da produção alocada à formação de capital. No entanto, Barro enfatiza que esse raciocínio depende crucialmente da suposição de que o aumento da dívida pública é de fato interpretado pelas famílias como acréscimo permanente de riqueza líquida. Esse ponto é central para a crítica de Barro: a riqueza percebida é fortemente condicionada à percepção intertemporal de que a dívida precisará ser paga no futuro, anulando o impacto positivo sobre o consumo.

Antes de avançar na análise da dinâmica da acumulação de dívida, é fundamental observar que o modelo de Barro, mesmo em sua formulação original, não estabelece um diálogo direto com o modelo de Blinder e Solow. Enquanto Blinder e Solow oferecem uma extensão dinâmica do modelo IS-LM tradicional, em que o aumento do gasto público eleva o produto e gera um efeito riqueza adicional sobre o consumo, Barro trabalha com uma lógica distinta. No modelo de Barro, a emissão de dívida pública é tratada essencialmente como uma "doação" de riqueza temporária, e o foco recai sobre a possibilidade de essa riqueza adicional alterar o consumo presente e futuro. Contudo, Barro sustenta que há um consenso razoável de que o aumento futuro de impostos necessários para o pagamento dos juros e do principal da dívida tende a anular o efeito positivo direto sobre o consumo.

Dois argumentos centrais são frequentemente mobilizados para defender a tese de que a compensação intertemporal (via impostos futuros) seria apenas parcial. O primeiro argumento baseia-se no horizonte finito da vida dos agentes, ou seja, a expectativa de vida remanescente dos contribuintes é, em média, inferior ao horizonte de pagamentos de juros e amortização da dívida pública. Com isso, mesmo um fluxo equilibrado entre juros pagos e impostos recolhidos poderia ter um valor presente líquido positivo para os agentes atuais⁴⁶. O segundo argumento vincula-se à presença de mercados de capital imperfeitos, em que a taxa de desconto relevante para obrigações fiscais pode ser superior à taxa de juros dos títulos públicos, resultando em um valor presente líquido positivo para o fluxo intertemporal de impostos e pagamentos^{47,48}.

De forma mais detalhada, o modelo baseado em vidas finitas, no qual Barro (1974) fundamenta sua análise inicial, representa uma versão do modelo de gerações sobrepostas de dois períodos, com capital físico⁴⁹, inspirado nas formulações de Samuelson (1958) e Diamond (1965). Neste modelo, o autor pressupõe uma emissão de dívida por meio de títulos, e os detentores de ativos consideram as ações e os títulos do governo como substitutos perfeitos. Além disso, Barro considera que os pagamentos de juros futuros sobre a dívida governamental devem ser financiados, e que o próprio principal será pago. Os juros poderiam ser financiados, por exemplo, por meio de uma cobrança de imposto global sobre os domicílios da geração 2 (enquanto jovens), enquanto o principal é pago no início do próximo período por meio de uma cobrança adicional de imposto global sobre os domicílios da geração 2 (enquanto idosos).

Uma das conclusões de Barro, é que, essencialmente, um valor positivo de dívida pública, financiado por uma cobrança de imposto na próxima geração, permite que um membro da geração

⁴⁶ Thompson (1967, p. 1200).

⁴⁷ Mundell (1971).

⁴⁸ A princípio, a questão sobre o principal da dívida não é diretamente relevante para essa discussão, pois o foco está no custo de carregamento da dívida (os juros) e na percepção dos agentes sobre essas obrigações futuras. Notadamente, por haver uma assunção de que a dívida pública pode ser rolada indefinidamente, ou seja, que o governo pode refinanciá-la continuamente emitindo novos títulos.

⁴⁹ A configuração do modelo está explicitada em Barro (1974, p. 1098-1101), seção I.A.

original deixe a dívida para seu descendente. O autor ressalta, porém, que no caso do membro da geração original já possuir uma herança positiva (uma solução de canto) antes da emissão de títulos do governo, esse indivíduo teria a opção de transferir recursos de seu descendente para si mesmo. Contudo, havia determinado que tal transferência, no limite, não era ótima. Logo, tendo em vista que uma mudança na dívida pública não altera o conjunto de oportunidades relevante nesse sentido, conclui-se que, por meio do ajuste na herança, os valores do consumo atual e futuro e da utilidade alcançada não serão afetados.

No entanto, caso o membro da geração original não tivesse ativos, então um aumento na dívida pública de fato cria uma nova oportunidade relevante. Nessa situação, o aumento da dívida pública teria como reação o aumento do consumo e, como o aumento da dívida corresponde a um excesso de oferta de ativos sobre a demanda, tendencialmente teríamos um aumento da taxa de juros. E esse aumento, assim como previsto por Modigliani, induziria uma queda na formação de capital, constituindo o efeito real da emissão de dívida do governo. No entanto, Barro reforça que tal efeito depende essencialmente da não existência de herança, ou dita de uma forma mais acurada, uma transferência intergeracional operativa. Em suma,

“The results [...] have demonstrated that changes in government debt would not induce any alteration in consumption plans. [...] A sufficient condition for changes in government debt to have no impact on consumption plans and, hence, no effect on aggregate demand and interest rates is that the solution for the current generations inheritances be interior; and that the solutions for future generations inheritances (as perceived by current generations) also be interior. More generally, the result will hold as long as current generations are connected to all future generations by a chain of operative intergenerational transfers, either in the direction from old to young or in the direction from young to old.” (BARRO, 1974, p. 1106)

No modelo proposto por Barro, a dívida do governo assume a forma de uma perpetuidade, que implica um pagamento de juros real anual, e tem como objetivo a transferência única de recursos para as famílias ou uma redução única de impostos, levando em conta também os custos de transação. Para o grupo com uma taxa de desconto padrão, o raciocínio do modelo anterior é mantido, ou seja, a venda de títulos não tem efeito na riqueza. No entanto, para as famílias com altas taxas de desconto, o efeito líquido do efeito riqueza dependerá dos custos de transação do governo para a emissão de títulos, bem como da arrecadação de impostos, sendo que estes devem ser menores do que os custos de transação privados implícitos no padrão existente de taxas de desconto, considerando o risco de inadimplência. De acordo com Barro,

“the government bond issue amounts to effecting a loan from the low-discount-rate to the high-discount-rate individuals. On the other hand, this sort of transfer could already have been accomplished privately, except that the transaction costs, [...], made this transfer marginally unprofitable. Hence, the government-induced transfer implied by its bond issue can raise net wealth only if the government is more efficient than the private capital market in carrying out this sort of lending and borrowing operation.” (BARRO, 1974, p. 1111-1112)

A partir desse resultado, Barro pondera que, se o governo fosse mais eficiente do que o mercado privado no processo de empréstimo, possivelmente devido a benefícios de economias de escala informacionais e capacidade de coerção que superariam os problemas de incentivo e controle do governo, ele poderia explorar essa eficiência por meio de um programa de empréstimo direto em vez da emissão de títulos. Além disso, um programa específico para os indivíduos com alta taxa de desconto seria mais eficiente nesse aspecto, embora os requisitos informacionais possam ser proibitivos. Conforme o autor, *“the crucial point which can make the bond issue work as a loan program is that the purchasers of the bonds automatically discriminate among themselves as to their discount rates.”* Para o autor, embora o governo possa ser mais eficiente do que o mercado privado em uma faixa específica de venda de títulos/dívida, pode haver um valor da dívida pública suficientemente grande, na margem, com efeito líquido na riqueza do governo igual a zero. Ou seja, para o autor, isso acontece porque os agentes privados vão internalizar o fato de que essa dívida precisará ser paga com impostos futuros. Se o valor da dívida atingir esse nível, conforme esperado em um ambiente eficiente, então *“the net-wealth effect of government bonds would be zero, despite the continued existence of “imperfect private capital markets.”* (BARRO, 1974, p. 1112),

Outro ponto abordado por Barro diz respeito à possibilidade da dívida governamental ser considerada uma *proxy* para liquidez para seus detentores, além do pagamento de juros direto. Novamente, o autor conclui que, em um ambiente eficiente, se o processo de escolha pública for tal que motive o governo a agir como um produtor competitivo de serviços de liquidez, o efeito marginal na riqueza da dívida do governo seria nulo. Se o governo decidir agir de modo monopolista, de modo que a avaliação do valor dos serviços de liquidez seja superior aos custos marginais por título por ano associados, então, neste caso, o efeito marginal na riqueza da dívida do governo seria positivo. No entanto, é possível que o governo estenda excessivamente sua produção de serviços de liquidez, tornando seus custos superiores, logo, o efeito marginal na riqueza da dívida do governo seria negativo, e este último é o resultado implícito dos pormenores discutidos anteriormente.

O autor destaca também que caso o mercado privado, competitivo, fornecesse o serviço de liquidez e fosse considerado um substituto próximo ao fornecido pelo governo, a atuação monopolista do governo só surgiria caso este fosse mais eficiente. Para Barro, mesmo que o governo fosse mais eficiente, uma expansão da liquidez pelo governo eliminaria essa diferença de eficiência, na margem, caso os serviços de liquidez estivessem sujeitos a custos marginais crescentes. Logo, *“as in the case of an imperfect private capital market, [...], the net-wealth effect of government debt depends on the relative efficiency at the margin of government versus private production.”* (BARRO, 1974, p. 1116)

O autor resume parte de suas conclusões ao afirmar que:

“The basic conclusion is that there is no persuasive theoretical case for treating government debt, at the margin, as a net component of perceived household wealth. The argument for a negative wealth effect seems, a priori, to be as convincing as the argument for a positive effect. Hence, the common assertion (as in Patinkin 1962, chap. 12, p. 289) that the marginal net-wealth effect of government bonds is somewhere between zero and one and is most likely to lie at some positive intermediate value has no a priori foundation. If, in fact, the marginal net-wealth effect were negligible, the implications for monetary and fiscal analysis would be far reaching. In particular, in the case where the marginal net-wealth effect of government bonds is close to zero, (1) the Metzler-type argument for non neutrality of changes in the stock of outside money would not be valid, (2) a change in the stock of government debt would have no effect on capital formation, and, more generally, (3) fiscal effects involving changes in the relative amounts of tax and debt finance for a given amount of public expenditure would have no effect on aggregate demand, interest rates, and capital formation.” (BARRO, 1974, p. 1116)

Todos os argumentos delineados convergem para o que ficou historicamente conhecido como Teorema da Equivalência Ricardiana. Após a divulgação do artigo de Barro, Busato (2022) enfatiza que o subsequente debate destacou a necessidade de incorporar hipóteses adicionais e, inclusive, questionou a validade intrínseca do teorema. Entre os principais críticos destacaram-se Buchanan (1976) e Feldstein (1976), cujas contribuições tensionaram o debate sobre a neutralidade da dívida pública e os efeitos reais da política fiscal. A autora observa certa polarização no debate, uma vez que muitos estudiosos neoclássicos projetavam impactos negativos de longo prazo decorrentes de mudanças nas obrigações fiscais, especialmente em virtude de alterações nas políticas tributárias ou previdenciárias. Tais modificações, segundo essa linha de pensamento, inevitavelmente afetariam a poupança, a taxa real de juros e a acumulação privada de capital.

Feldstein (1976), situando-se na tradição neoclássica, formulou uma crítica estrutural ao modelo de Barro. Para Feldstein, o resultado da neutralidade fiscal de Barro depende crucialmente da ausência de crescimento econômico e populacional no modelo original. Ao expandir o modelo para incorporar crescimento populacional e progresso tecnológico — elementos centrais em qualquer modelo dinâmico de longo prazo —, Feldstein argumenta que as conclusões de Barro deixam de se sustentar.

Em particular, Feldstein destaca o caso especial em que a taxa de crescimento da economia supera a taxa de juros sobre a dívida pública. Nesse cenário, o governo pode refinanciar indefinidamente sua dívida, pagando apenas os juros, sem jamais precisar amortizar o principal. Isso implica que nenhuma geração futura herdaria uma carga líquida de tributos adicional para honrar essa dívida, pois a relação dívida/PIB se manteria estável ou declinante em termos relativos.

Diante disso, Feldstein conclui que, mesmo que a geração atual leve em consideração o bem-estar das gerações futuras ao tomar suas decisões de consumo e poupança, a ausência de necessidade de amortização da dívida afeta o comportamento intertemporal. A primeira geração que recebe a transferência fiscal por meio de endividamento aumenta seu consumo, reduzindo a acumulação privada de capital. Esse efeito negativo sobre a formação de capital é especialmente

relevante em uma economia com crescimento positivo, pois a restrição intertemporal agregada muda substancialmente.

Complementarmente, Feldstein argumenta que, para manter estável a relação dívida/PIB em uma economia em crescimento, o governo pode simplesmente refinar os juros emitindo nova dívida. Nesse caso, o crescimento da base tributária decorrente da expansão da renda seria suficiente para cobrir os encargos adicionais. Portanto, segundo Feldstein, a redução de impostos financiada por dívida gera um aumento permanente da riqueza disponível para os agentes, ao contrário do que sugere Barro. Ainda que as conclusões de Barro possam se sustentar em um contexto estático, em uma economia em crescimento as dinâmicas fiscais e intertemporais modificam-se, reintroduzindo efeitos reais sobre a acumulação de capital.

É importante notar que, ao incorporar crescimento econômico ao modelo, Feldstein realiza uma crítica externa ao arcabouço de Barro, uma vez que altera uma das premissas centrais do modelo original — a ausência de crescimento. Por essa razão, Barro (1976) reconhece a validade dos resultados de Feldstein nesse caso específico, embora argumente que o cerne da equivalência ricardiana permanece válido em ambientes estacionários ou de crescimento moderado.

Paralelamente, Buchanan (1976) formula uma crítica de natureza distinta, mais focada nos aspectos institucionais e comportamentais relacionados à política fiscal. Ao contrário de Feldstein, que discute a validade analítica do modelo sob diferentes regimes de crescimento, Buchanan concentra-se nas condições políticas e institucionais que afetam a forma como os agentes percebem e respondem ao endividamento público.

Buchanan questiona a suposição central de Barro de que os passivos tributários futuros são integralmente capitalizados pelas famílias. Segundo Buchanan, essa suposição só seria válida sob um conjunto bastante restrito de condições: a estabilidade da política fiscal ao longo do tempo, a ausência de incerteza política e o perfeito alinhamento entre o ciclo político e a gestão fiscal intertemporal. Na prática, os agentes podem não perceber integralmente a ligação entre dívida pública atual e impostos futuros, seja por miopia fiscal, seja por limitações de informação.

Além disso, Buchanan enfatiza que a equivalência proposta por Barro só pode ser sustentada para um nível constante de gasto público. Mudanças no volume ou na composição do gasto público alteram as condições de substituíbilidade entre consumo público e privado, introduzindo efeitos reais sobre o comportamento das famílias e das empresas. Em particular, aumentos de gastos públicos podem deslocar consumo e investimento privados, mesmo quando financiados por impostos ou dívida.

Outro ponto destacado por Buchanan é a possibilidade de competição entre títulos públicos e ativos privados nos mercados financeiros. Se a expansão da dívida pública eleva a taxa de juros real, o investimento privado pode ser desestimulado, configurando um efeito crowding-out. Mesmo

que os agentes antecipem o aumento de impostos futuros, a competição por poupança privada entre governo e setor privado pode afetar a alocação intertemporal de recursos, algo negligenciado no modelo original de Barro.

Barro (1976) responde a Buchanan reiterando que, sob a hipótese de completa capitalização intertemporal dos passivos fiscais, a neutralidade da dívida pública permanece válida. Se os agentes internalizam integralmente a equivalência entre dívida e impostos futuros, o aumento da poupança privada compensará exatamente a emissão de dívida pública, preservando a taxa de juros e a acumulação de capital. No entanto, Barro reconhece que essa neutralidade depende criticamente da hipótese de mercados de crédito perfeitos e da ausência de restrições institucionais ou políticas, elementos que Buchanan destaca como relevantes.

É interessante notar que essa discussão se insere na tradição marginalista intertemporal, cujas conclusões convergem para a negação de um eventual impacto positivo da política fiscal. No caso de Barro, como observa Feldstein, essa negação está restrita à política tributária, sem envolver uma política ativa de gastos públicos. Supondo um cenário sem distorções nos mercados de crédito, como discutido anteriormente, Barro argumenta que uma política fiscal que aumente a dívida pública em posse do setor privado não terá efeito positivo sobre o consumo, sendo, portanto, anódina. Feldstein, por sua vez, apresenta uma visão ainda mais “pessimista”, sustentando que haveria, sim, uma expansão do consumo, mas com impacto negativo sobre a formação de poupança e investimento, prejudicando, conseqüentemente, a própria acumulação de capital.

Assim, as duas primeiras seções deste capítulo buscaram fornecer uma análise crítica da literatura que dialogou, direta ou implicitamente, com Friedman. A primeira seção apresentou uma reação ao monetarismo, abordando as contribuições de Blinder e Solow, que buscaram oferecer uma interpretação dinâmica ao modelo IS/LM tradicional, incorporando possíveis efeitos riqueza. Esses autores concluíram que o efeito riqueza de uma política fiscal expansionista levaria a uma ampliação do produto, tornando-a efetivamente expansionista em um contexto de estabilidade dinâmica. Já a segunda seção apresentou uma reação ortodoxa às conclusões de Blinder e Solow, ainda que baseada em princípios razoavelmente distintos: a suposição de uma economia em pleno emprego e a formulação da política fiscal pelo lado tributário. Considerando a relação intergeracional, isto é, o fato de que o setor público não pode influenciar a escolha dos agentes privados quanto aos legados para gerações futuras - Barro argumenta que a política fiscal não teria efeitos sobre a economia real. Esse movimento deu origem, dentro da ortodoxia, a uma nova interpretação da dinâmica fiscal e intertemporal. Além disso, foi apresentada uma posição ainda mais radical, segundo a qual, caso a política fiscal alterasse o consumo dos agentes privados, essa mudança resultaria em uma retração da acumulação de capital.

Fica claro que a agenda de pesquisa de Friedman marcou, de alguma forma, o debate macroeconômico a partir dos anos 1970. Embora muitas de suas hipóteses, como o uso de expectativas adaptativas, tenham sido abandonadas, pode-se argumentar que, ainda que de forma embrionária, as questões intertemporais e o comportamento microeconômico dos agentes, como a teoria da renda permanente, se consolidaram como pilares das novas vertentes da macroeconomia contemporânea. A título de ilustração, abordaremos na próxima seção algumas ideias que, preservando heranças do monetarismo original, tornaram-se fundamentais para a teoria e a prática econômicas ortodoxas no século XXI.

3.3 AS INFLUÊNCIAS CONTEMPORÂNEAS DO MONETARISMO

Esta seção tem como propósito examinar as principais características das escolas de pensamento contemporâneas, com ênfase nos Novo-Clássicos, Novos-Keynesianos e o Novo Consenso, destacando as influências diretas e indiretas do monetarismo nas formulações teóricas dessas correntes. O monetarismo, como mencionado, não apenas marcou uma ruptura com as abordagens keynesianas tradicionais, mas também exerceu um impacto profundo e duradouro nas discussões sobre política econômica e modelos macroeconômicos. Ao longo das últimas décadas, muitas das suas premissas fundamentais — como a ênfase na política monetária como ferramenta central de estabilização econômica, a crítica à intervenção estatal excessiva e a defesa da neutralidade da moeda — foram absorvidas, adaptadas e, em certos casos, transformadas por outras escolas de pensamento.

De acordo com Snowdon e Vane (2005), as ideias monetaristas não foram descartadas ou superadas, mas sim integradas e revisadas por novas abordagens, formando um elo crucial entre as teorias macroeconômicas do pós-guerra e as modernas. Esse processo de “adaptação” das sugestões monetaristas, longe de ser um simples endosse passivo, reflete uma contínua evolução teórica, na qual aspectos centrais do pensamento de Friedman — como a ênfase no controle da inflação — continuam a moldar as políticas econômicas adotadas por governos e instituições globais. Ao abordar essas escolas contemporâneas, esta seção busca ilustrar como as contribuições de Friedman, em certo sentido, transcenderam os limites do monetarismo original.

3.3.1 NOVO-CLÁSSICOS

Esta seção oferece uma análise do que ficou conhecido na literatura como o pensamento Novo-Clássico, com base nos argumentos e conclusões apresentados nos capítulos anteriores. Esse pensamento também foi denominado monetarismo tipo II, conforme reconhecido por Tobin, sendo

uma extensão do monetarismo tipo I de Friedman, sem rejeitar completamente as hipóteses adotadas anteriormente. Em essência, a abordagem novo-clássica visa resgatar os fundamentos da teoria marginalista, com foco nas expectativas racionais, no equilíbrio contínuo dos mercados, tópicos que discutiremos nas seções subsequentes.

3.3.1.1 Moeda

Parte da explicação sobre questões monetárias dentro da escola novo-clássica é baseada nas conclusões sobre a hipótese da oferta agregada de Lucas. Tal hipótese parte da assunção de que os mercados são perfeitamente competitivos, e que as empresas são típicas tomadoras de preços, conforme o arcabouço microeconômico marginalista. Dessa forma, formando suas expectativas de forma racional, como veremos com detalhes a seguir, a tomada de decisão sobre o nível produtivo será feito acerca do nível geral de preços.

A herança monetarista, especialmente no que se refere à hipótese do produto natural e ao principal resultado da Teoria Quantitativa da Moeda — segundo o qual variações no estoque nominal de moeda provocam mudanças proporcionais no nível de preços, assumindo velocidade-renda constante e produto em seu nível natural — fundamenta um dos pilares do arcabouço novo-clássico: a oferta agregada de Lucas. Em sua formulação simples, essa teoria sustenta que o produto, em determinado período, só se desvia de seu nível natural quando o nível geral de preços difere do esperado, ou seja, quando os agentes econômicos são surpreendidos. Dito de outra forma, a economia ficaria fora, temporariamente, do seu estado natural, devido à confusão entre preços nominais e relativos por parte tanto das firmas quanto dos trabalhadores.

Como apontam Snowdon e Vane (2005), as suposições básicas do modelo novo-clássico implicam que,

changes in the quantity of money should be neutral and real magnitudes will be independent of nominal magnitudes. However, empirical evidence shows that there are positive correlations (at least in the short run) between real GDP and the nominal price level (an upward-sloping aggregate supply curve), between changes in the nominal money supply and real GDP, and negative correlations between inflation and unemployment (a Phillips curve); that is, empirically money does not appear to be neutral in the short run. Solving this puzzle between the neutrality of money predicted by classical/neoclassical theory and empirical evidence showing non-neutralities would be a considerable intellectual achievement (Zijp, 1993, refers to this as the 'Lucas problem'). Lucas's (1972a) seminal paper, 'Expectations and the Neutrality of Money', was just such an achievement. Lucas's key insight was to change the classical assumption that economic agents have perfect information to an assumption that agents have imperfect information. (SNOWDON AND VANE, 2005, p. 224)

3.3.1.2 Equilíbrio de Mercado

É possível argumentar que uma das grandes diferenças entre os monetaristas e os novo-clássicos esteja assentada no funcionamento das expectativas. Como já apontado, Friedman conclui pela existência de expectativas adaptativas, que, em resumo, é baseada na predição de variáveis na economia pelos resultados passados. Já para os novo-clássicos, assim como para novos-keynesianos, como veremos a seguir, as expectativas seguiriam um padrão racional⁵⁰.

Em resumo, nos anos 70, a partir dos trabalhos, principalmente, de Robert Lucas, Thomas Sargent e Neil Wallace, as expectativas racionais foram amplamente difundidas na análise macroeconômica, resgatando as ideias originais de Muth (1961). A teoria novo-clássica, uma análise de equilíbrio geral ampliada pelas expectativas racionais, apresentou uma visão alternativa à teoria keynesiana para os modelos de ciclos econômicos, de certa forma repudiando intervenções estatais na economia, e também criticando a versão de Friedman para a curva de Phillips. O contexto para o surgimento dessa corrente está profundamente ligado ao período de estagflação, marcado por altas taxas de desemprego aliadas a um aumento nos níveis de preços, o que colocava em questionamento toda a formulação teórica que se baseava na curva de Phillips, a qual postulava uma relação inversa entre desemprego e inflação.

Como destacado, o conceito fundamental de expectativas racionais pressupõe que a economia seja composta por agentes racionais, os quais maximizam suas utilidades com base nas informações disponíveis. Segundo Muth (1961), se todos os agentes tiverem acesso igual às informações e formarem suas expectativas de maneira semelhante, eles tenderão a basear suas expectativas não apenas no passado, como previsto pela teoria das expectativas adaptativas (*backward-looking*), mas também considerarão informações sobre o futuro (*forward-looking*). Dessa forma, o melhor preditor do nível de preços futuro é a expectativa condicionada ao conjunto de informações observadas no passado. Consequentemente, no modelo, um agente racional não comete os mesmos erros sistematicamente, ajustando suas expectativas conforme novas informações são recebidas. Assim, com base nesse comportamento, em média, a expectativa inflacionária se igualará ao comportamento real da inflação. Ferrari (1996) argumenta que as análises sobre a existência de um *trade-off* (temporário ou permanente) entre inflação e desemprego passam a ser questionadas e rejeitadas pelos novo-clássicos. Para eles, as políticas de administração da demanda agregada não têm impacto na determinação do nível de equilíbrio da economia, o qual é determinado pela sua taxa natural de desemprego.

No contexto abordado, Lopreato (2013) afirma que a avaliação da política fiscal foi diretamente influenciada pelo domínio teórico da visão das expectativas racionais, associada à

⁵⁰ Parte da crítica às expectativas adaptativas pode ser resumida como em Aftalion & Poncet (1981, p. 80), onde afirmam que “[tal] formação pressupõe um comportamento por parte dos lares não conforme com o postulado de racionalidade da teoria econômica: as antecipações formadas segundo um mecanismo qualquer dado a priori apresentam quase sempre um desvio sistemático. Os agentes que fundamentam as suas decisões nesses mecanismos poderiam ser fácil e constantemente induzidos em erro por uma política apropriada.”

escola novo-clássica. Conforme o autor, o enfoque da análise passou da manipulação da demanda agregada para a questão da sustentabilidade da dívida pública, e, em certa medida, a definição da política fiscal foi subordinada à avaliação do mercado sobre o comportamento futuro das contas públicas. O autor destaca que, desde a revolução keynesiana, o principal indicador da situação fiscal de um país era o déficit público, e que “*o controle do déficit público ocupava lugar central na política macroeconômica e a redução do déficit externo, da taxa de juros e da inflação dependia do sucesso obtido com o ajuste fiscal.*” (LOPREATO, 2013, p. 127)

Entretanto, o autor ressalta que, em meados dos anos 80 do século passado, o debate sobre as implicações do déficit público na demanda agregada foi relegado a um plano secundário, com questões relativas ao tamanho do Estado e à implementação de regras na condução da política econômica ganhando destaque. Observa-se que o fortalecimento do pensamento novo-clássico teve uma influência decisiva na revisão da política fiscal em termos práticos, especialmente diante do contexto de crise das contas públicas global, que reforçou a necessidade de substituir a prática de sustentação da demanda por políticas restritivas, acompanhadas de uma visão liberal do papel do Estado. Ainda que não diretamente, pode-se vislumbrar um eco das ideias de política econômica Friedmaniana, já que partem de teorias específicas sobre relação entre formação de expectativas e políticas públicas que tem em Kydland e Prescott (1977) seu artigo seminal, na nova abordagem de política fiscal na qual prevalecem regras em contraste com discricionariedade

Lopreato (2013) observa que, embora a escola novo-clássica tenha desenvolvido sua argumentação com um foco predominante na política monetária, todo o corpo teórico pode ser aplicado à análise da política fiscal. Isso se deve ao questionamento central sobre a eficácia das políticas ativas de manipulação da demanda agregada para estabilizar o produto e o emprego de forma geral. Em outras palavras, com a suposição de mercados competitivos combinados com expectativas racionais, os novo-clássicos concluem “*pela não existência de desemprego além da taxa natural e pela irrelevância das políticas macroeconômicas governamentais.*”, e ainda que:

“No ideário dos novos clássicos, a política macroeconômica deveria pautar-se por medidas rígidas, sustentadas no tempo, cujo objetivo seria o de ancorar as expectativas de mercado e balizar o comportamento de agentes racionais com perfeita previsibilidade dos riscos de médio e longo prazos envolvidos em decisões de curto prazo. O compromisso com a estabilidade e com as práticas econômicas dela decorrentes negava as políticas anteriores de curta duração voltadas à sustentação da demanda agregada e assumia o papel de fiador do ambiente favorável ao setor privado.” (LOPREATO, 2013, p. 132)

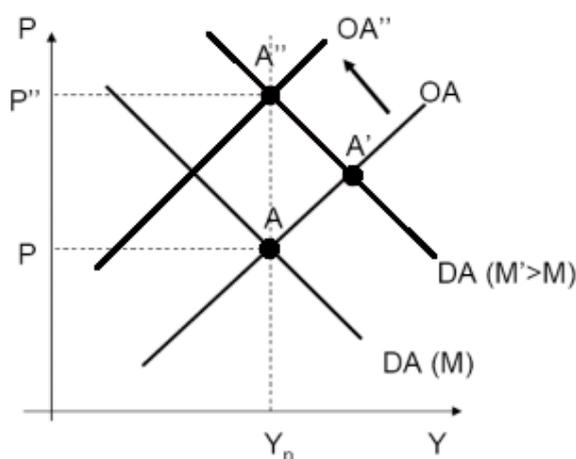
3.3.1.3 Interpretação da Curva de Phillips

Como já apontado, a Escola Novo-Clássica, ao aceitar a possibilidade da existência de informação incompleta, aponta que os empresários interpretam equivocadamente um movimento de preços decorrente do aumento de moeda na economia, aumentando, então, a produção e,

possivelmente, contratando mais trabalhadores. Nesse cenário, a taxa de desemprego seria menor que a taxa natural, já que, durante um período, os desempregados receberiam ofertas de trabalho com salário real superior ao salário de “rejeição”. Como Carvalho (2007) destaca, já no curtíssimo prazo, ao perceberem a realidade os agentes retornariam ao nível de produção normal da economia e a taxa de desemprego voltaria para o natural.

Para Carvalho (2007), por definição, no longo prazo é aceita a possibilidade de ocorrência de choques, e o produto na economia é gerado pela quantidade de trabalhadores que estão empregados quando a taxa de emprego é igual a taxa natural. Dessa forma, políticas macroeconômicas são ineficientes, no sentido de não afetarem o produto. Já no curto prazo, dada a inclinação positiva da curva de oferta, em caso, por exemplo, de um choque de política monetária, o produto poderia ficar acima do produto de equilíbrio. Um ponto importante da análise de curto prazo, é que sua lógica resulta em um componente inflacionário, pois, como no exemplo, uma expansão monetária tem um impacto positivo na demanda (em termos gráficos, um deslocamento da curva de demanda, do ponto A para o ponto A'), culminando no citado produto maior que o produto de equilíbrio, porém, tal deslocamento causa aumento de preços, que percebidos pelos agentes econômicos, têm o efeito de redução da produção (em termos gráficos, um deslocamento da curva de oferta, do ponto A' para A''). Além disso, no contexto do mercado de trabalho, após as movimentações, a taxa de desemprego voltaria ao seu nível natural, tal conclusão do mercado de trabalho é comumente expressa como a Curva de Phillips vertical de Lucas, que também culmina na explicação de que a expansão monetária somente consegue diminuir o desemprego temporariamente e depois retorna para o desemprego natural.

Figura 5 - OA/DA - Escola Novo-Clássica



Fonte: Elaboração própria, adaptada de Blachard (2004)

É importante ressaltar que na economia novo-clássica, baseada no pressuposto da racionalidade dos agentes, a economia está sempre em equilíbrio, independentemente da posição da taxa de desemprego em relação à taxa natural, desde que haja plena flexibilidade de preços e salários. Assim como no monetarismo, os novo-clássicos assumem a existência de uma taxa natural de desemprego, considerando a economia em equilíbrio quando essa taxa se iguala à taxa de desemprego efetiva. Isso decorre da premissa de que, no mercado de bens e serviços, os empresários aumentam a produção somente quando percebem um aumento nos preços decorrente do aumento da demanda por seus produtos. Se houver um aumento generalizado nos preços, a produção permanecerá inalterada. Essa hipótese também se aplica à oferta agregada, resultando na curva de oferta da economia, ou curva de Lucas, como é denominada pela Escola Novo-Clássica, sendo vertical. Essa curva só é deslocada por choques de oferta, corroborando, em certa medida, o modelo da curva de Phillips aceleracionista adotado pelos monetaristas. Como ressalta Ferrari (1996)

“[...] as flutuações econômicas são explicadas como manifestações temporárias de choques exógenos de oferta, tais como variações tecnológicas e de produtividade, que implicam mudanças nos preços relativos da economia. Dessa maneira, ao centrar as atenções na oferta agregada, a teoria novo-clássica resgata os principais pressupostos teóricos que fundamentam a economia clássica, quais sejam: lei dos mercados, caracterizada pela idéia de que a economia é *self-correcting*, e neutralidade da moeda.” (FERRARI, 1996, p. 88-89)

3.3.1.4 Críticas contemporâneas e desafios

A abordagem novo-clássica, com sua ênfase nas expectativas racionais e no equilíbrio contínuo, em termos práticos, tem baixíssima aderência com a realidade. Assim, uma das críticas mais persistentes refere-se à sua visão rígida sobre a neutralidade da moeda e à irrelevância das políticas macroeconômicas. As previsões dos novo-clássicos não se concretizam, como evidenciado pela incapacidade de modelar com precisão períodos de instabilidade financeira ou de inflação alta, que muitas vezes desafiam a premissa de que os mercados se autorregulam rapidamente, e mesmo a existência de desemprego relativamente elevado por períodos persistentes.

Além disso, o foco exclusivo na oferta agregada como motor das flutuações econômicas tem sido criticado por desconsiderar os efeitos das demandas e dos ciclos econômicos em longo prazo. A crítica de keynesianos aponta que a estrutura de mercado real é longe de ser perfeitamente competitiva e que as falhas de mercado, como rigidez nos preços e salários e informações assimétricas, são comuns. Esses fatores desafiam a visão de mercados sempre equilibrados dos novo-clássicos⁵¹.

⁵¹ Outras escolas, cuja crítica à própria teoria marginalista são muito mais radicais, não serão consideradas nesta breve apresentação.

Outro desafio contemporâneo para a teoria novo-clássica reside na sua aplicação às políticas fiscais. Como mencionado, a escola novo-clássica questiona a eficácia da manipulação da demanda agregada para estabilizar a economia, enfatizando a necessidade de controle fiscal e um papel limitado para o Estado, o que pode ser inteiramente confrontado pelas reações a episódios de forte desaceleração, como a crise de 2008, ainda que as ideias ortodoxas estejam por trás de políticas expansionistas insuficientes no período.

Como já mencionado, a relação entre o novo-clássico e o monetarismo é evidente em vários pontos, especialmente nas questões relacionadas à moeda e à neutralidade da mesma. O modelo novo-clássico, ao resgatar as ideias do monetarismo, reforça a premissa de que as políticas monetárias expansionistas não são eficazes no longo prazo, pois apenas geram inflação sem impactar a produção real, alinhando-se à visão monetarista de que o controle da moeda é essencial para a estabilidade econômica.

Em síntese, a escola novo-clássica, ao combinar elementos do monetarismo e do pensamento marginalista mais puro, trouxe uma interpretação, com ênfase na racionalidade dos agentes e na eficiência do mercado. Contudo, sua visão sobre a neutralidade da moeda, a irrelevância das políticas monetárias e fiscais e a ideia de um equilíbrio contínuo da economia tem sido alvo de críticas, ainda mais desde que o chamado período de grande moderação foi sacudido pelas crises do século XXI. As ideias novo-clássicas em políticas públicas, particularmente em relação ao papel do Estado, carecem de flexibilidade para lidar com a realidade, e mesmo a própria história econômica que não se ajusta à lógica do modelo. A influência do monetarismo é clara, mas sua aplicação prática continua sendo debatida, à medida que economistas, mesmo marginalistas, buscam uma abordagem que leve em consideração a dinâmica das economias modernas.

3.3.2 NOVOS-KEYNESIANOS

A Escola Novo-Keynesiana, surgida em meados dos anos 1980, tinha como objetivo, como apontado por Ferrari (1996), revitalizar certas conclusões do keynesianismo, enquanto se distanciava do pensamento da síntese neoclássica e, em certo sentido, se opunha aos novo-clássicos. Embora incorporassem em sua análise a ideia de que os agentes formam suas expectativas de forma racional, os novo-keynesianos contestaram a existência do ajuste contínuo do mercado (*market clearing*), ou seja, não consideraram os preços e salários como flexíveis, um ponto central na teoria de Keynes, segundo seus seguidores.

Vale destacar que, apesar de clara oposição aos resultados e a alguns pontos centrais da escola novo-clássica, os modelos novo-keynesianos conservam e são construídos com as mesmas ferramentas utilizadas pelos novos-clássicos, a saber, agentes individuais racionais dotados de

expectativas racionais; agentes egoístas e maximizadores do próprio bem-estar; busca de fundamentos microeconômicos para justificar flutuações macroeconômicas; e abordagem matemática.

3.3.2.1 Moeda

Em que pese, a escola novo-keynesiana seja bastante heterogênea, em termos amplos, Mankiw e Romer (1991) apontam que dois quesitos são indiscutíveis entre suas vertentes, o primeiro se refere a rejeição da dita dicotomia clássica, ou seja, é admissível a possibilidade de variações em variáveis nominais, como o estoque nominal de moeda, exercerem impacto sobre variáveis reais, como o produto e o nível de emprego, ou seja, temos o entendimento da não neutralidade da moeda, aqui, decorrente da rigidez de preços. O segundo quesito se refere a assunção de que existem imperfeições reais de mercado na economia, tais como competição imperfeita, informação imperfeita e rigidez de preços relativos, além de imperfeições nominais, sendo elas relevantes para a explicação das flutuações econômicas, ou seja, a explicação para a rigidez de preços neste arcabouço.

Seguindo uma perspectiva keynesiana no curto prazo, os novo-keynesianos reconhecem o papel crucial da política monetária na gestão de políticas anticíclicas, devido à rigidez de preços e salários, que influenciam positivamente os níveis de produto e emprego. No entanto, é relevante ressaltar que a percepção da rigidez de preços e salários está mais relacionada à conexão com a síntese neoclássica, uma escola que buscou formalizar e matematizar o modelo keynesiano, conforme discutido anteriormente. No longo prazo, os novo-keynesianos adotam uma abordagem semelhante à da escola novo-clássica, incorporando a hipótese de expectativas racionais e a consequente neutralidade da moeda sobre as variáveis reais.

Dessa forma, como apontam Snowdon e Vane (2005), os novos-keynesianos buscam um embasamento microeconômico para a existência de rigidez de preços e salários, que expandido para a escopo macroeconômico, permite que distúrbios nominais afetem variáveis reais.

3.3.2.2 Equilíbrio de Mercado

É importante destacar que, dada essa rigidez⁵², uma ação anticíclica no curto prazo pode ser eficaz, já que a política macroeconômica tem o poder de alterar as variáveis reais.

⁵² É válido ressaltar que o termo rigidez não deve ser entendido no significado estrito da palavra, pois, para os novo-keynesianos a complexidade de estruturas bastante comuns do relacionamento econômico impediria que os agentes alterassem livremente seus preços. Nesse ambiente, uma situação de estoques indesejados não pode ser ajustada através de redução dos preços. Logo, não é necessário apontar o termo preços rígidos, e sim, que estes se movem em uma velocidade insuficiente para que se formem estoques indesejados.

Consequentemente, a moeda não é neutra no curto prazo, o que sugere que uma política monetária anticíclica também pode ser empregada, em oposição ao que geralmente é defendido pelos novo-clássicos.

Em resumo algumas justificativas são utilizadas para a rigidez defendida pelos novo-keynesianos e, uma delas podem ser identificadas, no mercado de bens, custos de menu⁵³, como apresentado por Mankiw (1985), sendo uma análise de como a rigidez de preço nominal pode resultar de uma escolha ótima no nível individual das firmas, mas do ponto de vista social, de uma escolha subótima.

Ferrari (1996) ressalta que a teoria novo-keynesiana tem sua premissa central na rigidez de preços e salários, considerados determinantes para as flutuações econômicas. A originalidade da teoria reside na busca por uma fundamentação teórica consistente para as falhas de mercado e o comportamento dos agentes econômicos em um ambiente de mercado imperfeito. No entanto, o autor observa que a teoria novo-keynesiana se distancia do keynesianismo original, no qual o desemprego involuntário é atribuído à falta de demanda efetiva, e não à inflexibilidade de preços e salários. É importante notar que, como destacado por Busato e Freitas (2015), embora haja algum consenso sobre a não neutralidade da moeda no curto prazo, o mesmo não se aplica à formulação da política econômica. Cada vez mais a condução da política monetária não segue uma regra quantitativa como em Friedman, mas sim por um sistema de metas de inflação.

No que se refere à política fiscal, novamente não há consenso sobre sua viabilidade, no entanto, a visão predominante não considera necessária a adoção desse tipo de ação governamental. Vale notar que existe uma corrente importante entre os novo-keynesianos que argumenta que as flutuações econômicas surgem de sua hipótese fundamental de rigidez de preços e salários. Não havendo variação rápida nos preços, qualquer mudança de curto prazo no PIB nominal explica-se através de uma alteração na produção. Tal interpretação torna novamente justificada a atuação governamental no âmbito fiscal, posto que, em um mercado problemático ou ineficiente, ações corretivas podem beneficiar o conjunto econômico, ou seja, um retorno, de certa forma, aos resultados propostos pela síntese neoclássica.

No mercado de trabalho, os novo-keynesianos observam uma rigidez nos salários reais, mesmo diante de pressões de demanda ou de uma oferta abundante de trabalhadores, resultando na incapacidade dos salários de se ajustarem aos níveis necessários para o equilíbrio contínuo ou para o *market clearing*. Conforme ressaltado por Ferrari (1996, p. 90), “o desequilíbrio no mercado de trabalho, decorrente da inflexibilidade do salário nominal, é explicado pelos modelos de salário-eficiência, contrato implícito e insider-outsider.” Em suma, as teorias novo-keynesianas,

⁵³ Ressalta-se que atualmente tal custo se reduziu fortemente ao longo do tempo, devido ao uso intensivo de programas computacionais que permitem a mudança rápida de preços e a geração de cenários de mercado.

assim como a novo clássica, reforçam a necessidade de fundamentos microeconômicos marginalistas com agentes racionais, porém buscando explicar não tão-somente a presença de rigidezes de preço e salário nominais, mas, sim, numa combinação de rigidezes nominais e reais, com aquelas tendo seus efeitos potencializados por estas.

3.3.2.3 Interpretação da Curva de Phillips

Dentro desse arcabouço, a curva de Phillips Novo-Keynesiana (CPNK), inicialmente derivada por Roberts (1995), relaciona a inflação de um período com a inflação esperada para o próximo período além de uma medida de custo marginal real das firmas, tais como o custo unitário do trabalho e hiato do produto.

Em termos exemplificadores, Gordon (2009) aponta que a literatura Novo Keynesiana prevê que países com maior variabilidade da demanda e maior nível de inflação devem apresentar uma curva de Phillips menos inclinada. Tanto uma elevação na variabilidade da demanda, como da inflação média, provocam uma redução no período entre o reajuste de preços. Se o reajuste de preços ocorre mais frequentemente, a rigidez nominal da economia diminui. Por sua vez, uma menor rigidez nominal faz com que os choques nominais passem a ter menores efeitos sobre o nível de produto real e maiores efeitos sobre o nível de preços. Gordon (1982) afirma que o *trade-off* entre inflação e produto desempenha um papel chave no estudo dos ciclos econômicos e efeitos de política monetária. Ao contrário de grande parte da pesquisa sobre a curva de Phillips desenvolvida depois da década de 70, cujo foco é empírico, os desenvolvimentos da curva de Phillips na economia Novo-Keynesiana tem a vantagem de serem economicamente fundamentados. Basicamente, o *trade-off* entre produto e inflação é obtido a partir de um modelo que incorpora o problema de otimização das firmas nas suas decisões de precificação num cenário de rigidez de preços.

A princípio a curva de Phillips Novo-Keynesiana se assemelha à curva de Phillips aumentada de Friedman, mas ao invés de incorporar a expectativa de inflação do período inicial, a Phillips Novo-Keynesiana traz a expectativa da inflação do período seguinte como variável relevante na dinâmica inflacionária. Tal alteração introduz diversas consequências importantes para questões como credibilidade da autoridade monetária e a possibilidade de desinflação pouco custosa. Outra mudança importante em relação à curva de Phillips aumentada é a ausência do termo que capture os choques de oferta. Apesar de ausente na equação de ajuste da inflação, os choques afetam indiretamente a inflação a partir das mudanças na expectativa de inflação futura.

Destaca-se que a economia Novo-Keynesiana tem se tornado nas últimas décadas o espaço de estudo e discussão do *trade-off* entre inflação e produto. Apesar das críticas em relação à Curva

de Phillips Novo-Keynesiana, ela continua sendo o ponto de referência de qualquer tentativa de compreender a dinâmica inflacionária.

3.3.2.4 Observações Gerais

A teoria Novo-Keynesiana, como observado, buscou uma interpretação microeconômica para tentar manter algumas premissas keynesianas, superando assim, na visão dos keynesianos marginalistas, limitações da antiga síntese neoclássica.

Obviamente que a adoção acrítica dos fundamentos marginalistas leva a que a abordagem novo-keynesiana tenha uma ênfase no curto prazo, quando a teoria aceita a rigidez de preços e salários, o que justifica a intervenção do Estado para corrigir falhas de mercado e promover políticas anticíclicas. No entanto, no longo prazo, a teoria se alinha com a visão novo-clássica, que considera a neutralidade da moeda e defende o autoajuste do mercado. Essa transição, evidentemente, retira desta abordagem uma relevância, ou originalidade, para políticas de longo prazo, ou de crescimento econômico

Embora os novo-keynesianos aceitem o impacto da política monetária sobre o produto e o emprego no curto prazo, sua dependência da ideia de rigidez de preços é questionada por seus críticos novo-clássicos. Estes argumentam que, ao não enfatizar a neutralidade da moeda no longo prazo, a teoria subestima os custos e riscos de políticas monetárias expansivas, como a emissão excessiva de moeda, que pode resultar em inflação e instabilidade econômica.

A Curva de Phillips Novo-Keynesiana, ao sugerir uma relação entre inflação e produto com base na rigidez de preços e expectativas racionais, foi alvo de críticas por não capturar adequadamente os efeitos dos choques de oferta. A ausência de um termo para choques de oferta na equação da inflação enfraquece a explicação das flutuações econômicas e limita a aplicabilidade de modelos que buscam explicar recessões e crises de oferta.

Apesar de se afirmar como uma evolução da teoria keynesiana, a escola novo-keynesiana se afasta de várias das conclusões de Keynes, particularmente no que diz respeito à natureza do desemprego. No modelo novo-keynesiano, o desemprego é explicado pela rigidez de preços e salários, enquanto, na visão keynesiana original, é uma consequência direta da falta de demanda efetiva. Isso coloca em questão a fidelidade teórica da escola e sua capacidade de fornecer uma explicação robusta para fenômenos econômicos como o desemprego involuntário.

Um dos aspectos mais polêmicos da teoria novo-keynesiana é a presença da crítica monetarista, especialmente no que diz respeito às políticas monetárias discricionárias. A adoção de um sistema de metas de inflação, com base nas sugestões de Milton Friedman, reflete a influência do monetarismo na escola, embora de forma moderada. Esse alinhamento com o monetarismo se

traduz em uma visão de política econômica que, embora reconheça o papel da intervenção governamental, também enfatiza os limites e as consequências da manipulação monetária.

Em resumo, a Escola Novo-Keynesiana representa uma tentativa de atualizar o pensamento keynesiano, mantendo algumas de suas premissas, como a rigidez de preços e salários, enquanto incorpora conceitos da teoria da expectativa racional, próxima da linha da síntese neoclássica. Sua principal contribuição reside no reconhecimento de que a moeda não é neutra no curto prazo e que a política monetária pode ser eficaz na estabilização econômica, principalmente por meio da gestão de distúrbios nominalmente originados. No entanto, a teoria enfrenta críticas substanciais, especialmente pela sua inconsistência ao transitar entre análises de curto e longo prazo, a ausência de uma explicação completa para as flutuações econômicas e sua subordinação a uma visão monetarista moderada, com a adoção de metas de inflação como política preferencial.

3.3.3 NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO

Em meados dos anos noventa do século passado se identificou a existência de um novo consenso macroeconômico, ou uma nova síntese neoclássica, que seria, para Licha (2015), uma resposta de natureza keynesiana aos autores da Escola Novo Clássica, que combinavam instrumentos tanto dos Novo-Clássicos (como o modelo de equilíbrio geral dinâmico) com os utilizados por keynesianos da Síntese Neoclássica (especialmente a ideia que os preços e salários se ajustam lentamente frente à desequilíbrios nos mercados) e dos Novos-Keynesianos (com modelos baseados em firmas que operam em mercados monopolísticos, e preços que mudam de forma intermitente). Vale destacar que tal consenso apresentava um conjunto de proposições centrais sobre a interpretação do processo de crescimento econômico das economias capitalistas.

Os elementos centrais, segundo Taylor (1997, 2000), seriam, o aceite da hipótese da decomposição ciclo-tendência, ou seja, a análise das flutuações no produto real de longo prazo da economia é entendida via descolamentos da função de produção; a negação do *trade-off* entre inflação e desemprego no longo prazo, e o consenso de que a política monetária expansionista resulta em uma maior taxa de inflação de longo prazo, ao passo que deve manter inalterada a taxa de desemprego (defesa da adoção de uma meta de longo prazo para a inflação); existência de *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego, derivado da hipótese de expectativas racionais com rigidez de preços e salários; as expectativas dos agentes econômicos são sensíveis às ações de políticas econômicas (política de desenvolvimento e melhorias em relatórios de comportamento de agregados macroeconômicos, com vistas a ampliar o acesso de informações relevantes.); demanda agregada sensível à taxa de juros (taxa de juro de curto prazo como instrumento de política econômica). Segundo Mikhailova e Piper (2012),

[...] parece implícita a ideia de que o NCM consista em uma massa cognoscente resultante do trabalho de estudiosos que buscaram congregar os elementos de diferentes linhas de pensamento que são aceitos de modo amplo entre os macroeconomistas. O NCM tem sido também retratado como uma tentativa de incorporação das principais ideias dentro do arcabouço teórico neoclássico, dada uma busca pela construção de um corpo teórico unificado que congregue as ideias largamente difundidas de diferentes linhas de pensamento, mas tenha como base a teoria *mainstream* dominante; daí ter sido inicialmente designado Nova Síntese Neoclássica. (MIKHAILOVA E PIPER, 2012, p. 205 e 206)

Para Modenesi (2008), o NCM marca um duplo movimento na teoria convencional. Por um lado, representa a rejeição do “verticalismo” de Friedman, o qual considerava a oferta de moeda exogenamente determinada pelo Banco Central. Por outro, significa a aceitação da teoria da moeda endógena, segundo a qual a base monetária é subproduto da atuação dos bancos centrais no mercado de reservas bancárias. Assim, o instrumento principal de condução da política monetária passa a ser a taxa de juros nominal, não mais os agregados monetários.

3.3.3.1 Moeda

É importante destacar que a origem monetarista da abordagem, com a introdução das expectativas racionais e a adoção de regras ativas (como a Regra de Taylor), em contraste com regras passivas, como o controle dos agregados monetários proposto por Friedman, tem implicações significativas na interpretação do papel da moeda no modelo. Embora o instrumento de política monetária predominante no Novo Consenso Macroeconômico (NCM) seja a taxa de juros, em vez do controle de agregados monetários, como sugerido por Friedman, Taylor (1998) argumenta que a regra de política monetária difere da equação quantitativa da moeda, mas está intrinsecamente conectada a ela. Para o autor, a regra pode ser derivada da equação quantitativa de maneira relativamente simples. Essa conexão com a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) ocorre principalmente por meio do pressuposto da neutralidade da moeda, evidenciado pela consideração do produto potencial da economia como inalterado pelas variações nas taxas de juros.

Em suma, a implantação do regime de metas de inflação assume papel de destaque no Novo Consenso, que engloba vários dos objetivos de política sugeridos pelos seus apoiadores. Nesse contexto, algumas das proposições da abordagem podem ser listadas, sendo algumas delas, a neutralidade da moeda (o valor de equilíbrio das variáveis reais é independente da oferta de moeda); o processo de mitigação da inflação dar-se-á pela taxa nominal de juros, via política monetária; a curva de Phillips é vertical; a taxa de desemprego, no longo prazo é determinado por fatores ligados à oferta de bens e pelas condições no mercado de trabalho, ou seja, no longo prazo, a economia opera na NAIRU (*Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment*); necessidade de uma âncora nominal (a meta de inflação é o mais utilizado); a credibilidade e transparência são conceitos chave para o sucesso de uma âncora nominal, inibindo problemas de inconsistência dinâmica e viés

inflacionário (a la Kydland-Prescott (1977) e Barro-Gordon (1983)); a política fiscal exerce influência secundária no objetivo primordial da política econômica, a estabilidade do nível de preços; e também a independência da autoridade monetária.

Por fim, como afirma Lavoie (2006), mesmo uma estrutura estilizada do novo consenso, depende fundamentalmente de suas hipóteses para apresentar seus resultados. Segundo o autor, caso seja incluída a hipótese de endogeneidade da taxa natural de crescimento, a moeda torna-se não neutra no longo prazo e os impactos de curto prazo passam a influenciar o desempenho da economia no longo prazo. Ou seja, parte do debate do Novo Consenso retoma a discussão sobre a síntese neoclássica. Arestis e Sawyer (2003) ressaltam, ainda, o fato do estoque de moeda não ser modelado no NCM, sendo mero resíduo do processo econômico.

3.3.3.2 Equilíbrio de Mercado

Como se nota, algumas das proposições e hipóteses do Novo Consenso remontam à contribuição ora de keynesianos ora de monetaristas, além de incluir expectativas racionais e parte das contribuições da Teoria dos Ciclos Reais (RBC). O *core* das implicações de política monetária, se relacionam diretamente aos pressupostos monetaristas, mesmo que se afastando de Friedman no que tange à oferta de moeda ser a variável de ajuste, alinhando-se a ideia de que o instrumento de conduta é a taxa de juros, principalmente por seu fácil manuseio, mas se aproximando de Friedman com o desfavorecimento do uso de política fiscal. Ressalta-se que outras das proposições foram desenvolvidas pela corrente Novo-Clássica, como a hipótese de expectativas racionais e de agentes otimizadores; pela RBC, com os modelos de equilíbrio geral dinâmicos; e pelos Novos Keynesianos, com a microfundamentação de modelos, ou em análise que incorporam a rigidez nominal e real além da concorrência monopolística.

Em síntese tais proposições e hipóteses culminam, essencialmente, em um modelo dinâmico com três equações, a equação de demanda agregada, a curva de Phillips e uma regra de política monetária, mas mantém diferenças importantes em relação às contribuições de autores. No modelo formulado por Clarida et al (1999) a primeira equação segue uma estrutura similar à curva IS, porém derivada de uma estrutura de otimização intertemporal (que relaciona a forma como o produto responde às mudanças na taxa real de juros). A segunda função relaciona o ajustamento de preços que especifica o comportamento da inflação em resposta às variações na capacidade produtiva e nas expectativas. Sobre a nova IS, vale ponderar que nela existe uma dependência de comportamento da demanda agregada com relação às variações nas expectativas esperadas tanto em termos de produtos quanto de taxa de juros.

Dessa forma, um aumento esperado do produto eleva o produto corrente, já que os agentes têm preferências de suavizar o consumo futuro. Por outro lado, o efeito negativo do aumento da taxa de juros ocorre a partir da substituição intertemporal dos agentes entre o consumo e a poupança, logo, aumentos na taxa de juros tendencialmente elevam o nível de poupança em detrimento do consumo presente. Nota-se que a trajetória do produto passa a ser determinada também pela trajetória futura das expectativas, além das taxas de juros e choques de demanda corrente. Nesse sentido, tanto ações de política corrente (pela política monetária que afeta a taxa de juro real, via rigidez temporária) como as esperadas (via mudanças nas expectativas dos agentes) têm efeitos sobre a demanda agregada.

3.3.3.3 Interpretação da Curva de Phillips

A curva de Phillips, nessa abordagem, é derivada de um problema de otimização sob competição monopolística, onde cada firma define seu nível de preços sujeitos à ajustes futuros. Ela passa a ter uma diferença importante em relação ao seu escopo original, que é a inclusão de uma variável que expressa as expectativas em relação à inflação futura, em detrimento à inflação passada, além de apresentar um hiato do produto decrescente em relação ao grau de rigidez dos preços e a possibilidade de choques de oferta. Com relação à citada regra de política monetária, ela passa a ser baseada na taxa de juros, que com base na Regra de Taylor avança no sentido de incluir uma resposta à inflação esperada, ao contrário da concentração em inflação passada.

Por fim, reforçando o caráter digamos, “híbrido”, do Novo Consenso Macroeconômico (NCM), observa-se que a conclusão de que, no curto prazo, o produto é determinado pela demanda agregada e a curva de Phillips tem inclinação negativa provém da escola dos Novos-Keynesianos. Já a conclusão de que, no longo prazo, a política monetária é ineficaz e a oferta é a principal determinante do crescimento, é originária da abordagem dos Ciclos Reais de Negócios. Além disso, os Novo-Clássicos contribuíram com a incorporação das expectativas racionais e a ênfase na independência do Banco Central. Como foi apontado ao longo deste trabalho, o monetarismo desempenha um papel fundamental no NCM, trazendo consigo pilares importantes, como a curva de Phillips vertical, a ideia de que a oferta é determinante do crescimento, a centralização da política monetária no controle do nível de preços, a primazia da política monetária sobre a fiscal e a preferência por regras em detrimento da discricionariedade.

3.3.3.4 Críticas ao NCM

Uma das principais críticas ao NCM se refere à sua ênfase na política monetária, em detrimento da política fiscal. A visão monetarista que permeia o NCM, com sua ênfase na taxa de juros como principal ferramenta para o controle da inflação e a estabilidade econômica, limita a flexibilidade das políticas fiscais, mesmo em contextos em que a utilização de gastos públicos seria necessária para estimular a economia ou corrigir desigualdades. A ideia de que a taxa de juros pode controlar a inflação no longo prazo, enquanto a política fiscal exerce um papel secundário, é muito problemática, mesmo para autores que não adotam o princípio da demanda efetiva em sua versão original. Assim, tal simplificação, para autores keynesianos “convencionais”, desconsidera a complexidade das interações entre a política fiscal e a política monetária em diferentes cenários econômicos.

Estes mesmos autores que, de alguma forma, utilizam um substrato marginalista de análise, criticam o pressuposto de que a moeda é neutra no longo prazo, e ignoram o impacto potencial de políticas monetárias expansionistas, que podem afetar a taxa natural de crescimento e a distribuição de renda ao longo do tempo. A crença na "ineficácia" da política monetária no longo prazo, defendida por alguns autores do NCM, é questionada por economistas que apontam que a estrutura dinâmica da economia pode levar a efeitos duradouros da política monetária, especialmente em contextos de recessão prolongada ou inflação persistente. Aliás, a discussão sobre histerese não se limita a críticos mais ligados à abordagem marginalista e, até de forma mais consistente, é tratada por autores cujo trabalho não tem como fundamentos tal abordagem. Como exemplo temos a interpretação de Stirati (2001) sobre a histerese que, cujo conceito,

is usually understood to entail: that changes in unemployment tend to persist even when there has apparently been enough time for the economy to adjust to an initial negative shock; and that more than one level of unemployment is consistent with stable inflation. Thus, while an increase in unemployment initially reduces the inflation rate, the latter subsequently tends to stabilize, while unemployment persists at the higher level: there isn't just one NAIRU. (STIRATI, 2001, p. 448)

O Novo Consenso Macroeconômico, que combina elementos da teoria monetarista, dos novos keynesianos e da escola nova clássica, tem sido fundamental na definição das políticas monetárias contemporâneas. Suas influências monetaristas são particularmente evidentes na centralidade da taxa de juros como principal instrumento de controle da inflação e no foco da política monetária na estabilidade dos preços, em vez de um papel mais ativo da política fiscal.

A adoção de uma postura ortodoxa no controle da inflação, embora eficaz em determinadas circunstâncias, como através do canal do câmbio no Brasil, tem efeitos negativos tanto sobre crescimento quanto distribuição de renda. A adoção de uma política monetária mais flexível, que leve em consideração a necessidade de coordenação com a política fiscal, não ortodoxa, ou não baseada em um modelo de equilíbrio fiscal intertemporal poderia oferecer soluções mais robustas para os desafios econômicos atuais.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A dissertação, ao longo de sua análise, traçou um percurso detalhado sobre a evolução do monetarismo de Milton Friedman, investigando não apenas os fundamentos teóricos dessa corrente, mas também suas interações com as críticas que surgiram ao longo do tempo e sua perene influência sobre as abordagens econômicas contemporâneas. A partir de uma base histórica e política que marcou a ascensão do monetarismo, a análise de como o contexto pós-Segunda Guerra Mundial – caracterizado por crises inflacionárias e estagnação econômica – favoreceu a recepção das ideias de Friedman, permitiu compreender a importância da teoria monetarista como uma resposta à suposta falência percebida das abordagens keynesianas. Friedman, ao destacar que a inflação seria um fenômeno monetário resultante da expansão excessiva da oferta de moeda, e ao questionar a eficácia das políticas fiscais expansionistas, propôs uma ruptura decisiva com o pensamento econômico predominante, buscando uma solução no controle rigoroso da moeda como principal instrumento para garantir estabilidade econômica.

Esse rompimento com a ortodoxia keynesiana foi aprofundado através da análise da fundamentação teórica do monetarismo, onde os conceitos centrais, como a teoria quantitativa da moeda e a hipótese da renda permanente, foram apresentados como instrumentos-chave para a reinterpretação das relações entre consumo, renda e expectativas. A reconfiguração da curva IS-LM e a crítica à curva de Phillips, com a ênfase na taxa natural de desemprego, evidenciaram a visão de Friedman sobre o papel limitado do Estado e sua ênfase na autonomia da política monetária para controlar as variáveis econômicas. Em sua proposta de afastamento da intervenção fiscal ativa, ele forneceu uma nova lente para se compreender a relação entre inflação e crescimento, desafiando, assim, os pressupostos da intervenção keynesiana e enfatizando a necessidade de políticas monetárias voltadas para o longo prazo, mais do que soluções fiscais temporárias.

A interação entre o monetarismo e as críticas provenientes do pensamento econômico mais tradicional foi explorada a partir das análises de economistas como Blinder, Solow e Barro. Blinder e Solow tentaram, através de um instrumental típico de IS/LM, provar que mesmo uma abordagem não estática e levando em consideração o impacto dos estoques/riqueza privada, políticas keynesianas de expansão do gastos continuariam a ser expansionistas do ponto de vista macroeconômico. Uma suposta resposta a este resultado foi proposta por Barro e a sua teoria da equivalência ricardiana. Barro buscou criticar essa visão ao negar o impacto nulo de uma política fiscal que aumentasse a riqueza dos agentes privados. Estes, não alterariam seus legados às gerações futuras que teriam que arcar com o sacrifício de pagar juros e principal da riqueza transformada em consumo

As influências do monetarismo nas abordagens econômicas contemporâneas, analisadas nas escolas novo-clássica e novo-keynesiana, revelaram uma continuidade, no sentido de uma influência do pensamento, ou melhor, ideário monetarista nas teorias convencionais modernas. As ênfases em expectativas racionais, a importância da política monetária para garantir a estabilidade econômica e o papel central da moeda na economia continuaram a ser marcas deste pensamento ortodoxo contemporâneo, sendo integradas nas discussões destacam a rigidez de preços e salários, características da economia real. O novo-consenso, que emergiu dessas interações, é um reflexo claro da tentativa de conciliar elementos das abordagens keynesiana e monetarista.

Desde o início de sua carreira como acadêmico e figura pública, Milton Friedman destacou-se como um ideólogo, conforme elucidado no primeiro capítulo desta dissertação. O que fica evidenciado por sua atuação em instituições fundamentais para o renascimento do liberalismo no pós-guerra, como a Sociedade de Mont Pèlerin, da qual foi um dos principais líderes. Seu esforço sistemático consistiu em demonstrar "teoricamente" os efeitos negativos da política fiscal e, de forma mais ampla, da intervenção governamental na economia. Para isso, utilizou diversos instrumentais analíticos. Inicialmente, retomou a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) em uma versão próxima às formulações de Cambridge, mas enfatizando a "centralidade" da política monetária nos movimentos de preços e quantidades, sem, no entanto, esclarecer analiticamente a contribuição de cada um dos seus componentes.

Posteriormente, desenvolveu o conceito de renda permanente como uma forma de criticar e, em grande medida, negar o mecanismo do multiplicador keynesiano. Ao fazê-lo, incorporou uma dimensão intertemporal à análise econômica e reforçou a visão marginalista, na qual a decisão de consumo reflete uma escolha intertemporal de um agente representativo. Em outro momento, procurou contestar a teoria keynesiana dominante expressa no modelo IS-LM, concentrando-se na discussão sobre elasticidades, especialmente a sensibilidade do investimento e da demanda por moeda. No que se refere a esta última, Friedman destacou a armadilha da liquidez, situação em que a demanda por moeda se torna infinitamente elástica. Esse caso limite, por sua vez, relaciona-se a um ponto central em toda a formulação da TQM friedmaniana: a estabilidade da demanda por moeda.

Por fim, a fragilidade original da TQM de Friedman foi, em certa medida, contornada com sua formulação da Curva de Phillips aceleracionista, na qual ele estabeleceu uma relação quantitativa explícita entre inflação e variação do produto. Dessa forma, o restante desta dissertação examina até que ponto a herança intelectual de Friedman sobrevive nas abordagens *mainstream* subsequentes. De maneira objetiva, verificou-se que muitos dos elementos centrais de suas teorias foram, ao menos em termos teóricos, superados dentro do pensamento econômico dominante, como a hipótese das expectativas adaptativas e o controle quantitativo da moeda. No entanto, sua

influência permanece evidente em conceitos e “ideias” mais gerais que passaram a moldar o *mainstream* da profissão e até a ideologia dominante do capitalismo.

No que tange a essa última dimensão, é inegável que o ataque de Friedman à intervenção estatal na economia foi bem-sucedido, pelo menos até o primeiro quarto do século XXI. Tal ideia foi reforçada por outras abordagens que, progressivamente, buscaram trazer os fundamentos da eficiência marginalista para uma posição central no debate econômico. Ademais, a reafirmação da centralidade das taxas naturais, que, mais uma vez, retomam os fundamentos marginalistas básicos, a incorporação de considerações intertemporais e a ênfase na formulação de regras para a política econômica constituem legados definitivos do pensamento de Friedman dentro das abordagens *mainstream* contemporâneas.

Em síntese, mesmo que Friedman não tenha conquistado vitórias teóricas absolutas, não há dúvida de que triunfou na maior batalha ideológica de sua trajetória. Sua obra e suas ideias foram fundamentais para inspirar a guinada anti-keynesiana ocorrida a partir da década de 1970.

REFERÊNCIAS

- ARESTIS, P.; SAWYER, M.. “New Consensus”, New Keynesian, and the Economics of the “Third Way”. The Levy Institute of Bard College, **Working Paper 364**. Nova York, 2003.
- BARRO, R. J. Are government bonds net wealth? **Journal of Political Economy**, v. 82, n. 6, p. 1095-1117, 1974.
- BARRO, R. J. Perceived Wealth in Bonds and Social Security and the Ricardian Equivalence Theorem: Reply to Feldstein and Buchanan. **Journal of Political Economy**, The University of Chicago Press, vol. 84, No. 2, p. 343-350, 1976.
- BARROS, A.; BASTOS, P. Comparative analysis of different heterodox interpretations about the end of the “Golden Age” of Western capitalism. **Revista De Economia Política**. São Paulo, v. 45, no 1, 2025
- BEKER, V. Fake Economics: How Friedman Mistook Walras for Marshall. **Academia Letters**, p. 2, 2021.
- BLINDER, A. S.; SOLOW, R. M. "Does Fiscal Policy Matter?" **J. Public Econ.**2, p. 319-37, 1973.
- BORDO, M. D; SCHWARTZ, A. J. "IS-LM And Monetarism," **History of Political Economy**, v36(4,Winter), P. 217-239, 2004,.
- BUCHANAN, M. Barro on the Ricardian Equivalence Theorem. **Journal of Political Economy**, **The University of Chicago Press**, vol. 84, o. 2, pp. 337-342, 1976.
- BURNS, J. **Milton Friedman: The Last Conservative**. New York: Farrar, Straus and Giroux, 2023.
- BUSATO, M. I.; FREITAS, F. N. P. . Novos Keynesianos. In: **Escolas de Macroeconomia**. 1ed. Rio de Janeiro: Albatroz, v. 1, p. 62-66, 2015.
- BUSATO, M. I. Ricardian Equivalence revisited: introductory notes. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 42, n. 1, p. 113-127, 2022.
- CARCANHOLO, M. D.. A Nova Macroeconomia Clássica. In: Freitas, F.; Busato, M. I.; Carcanholo, M. D.; Gonçalves, R.. (Org.). **Escolas da Macroeconomia**. 1ed. Rio de Janeiro: Albatroz, v. 1, p. 49-54, 2015
- CARLSON, K. M. Monetary and fiscal actions in macroeconomic models. **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, n. January, 1974.
- CARLSON, K. M. & SPENCER, R. W.,. Crowding out and his critics, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, Vol. 52, p.2-17, 1975.
- CARVALHO, F. C. de et al. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. 2 a ed. Rio de Janeiro: Campus, 2007.

CARVALHO, F. C. Temas de política monetária keynesiana. **Ensaio FEE**, v. 15, n. 1, p. 33-61, 1994.

CORAZZA, G.; KREMER, R. Friedman e o monetarismo: a velha teoria quantitativa da moeda e a moderna escola monetarista. **Análise econômica**. Porto Alegre. Vol. 21, n. 40 (set. 2003), p. 65-87, 2003.

DIAMOND, P. A. National debt in a neoclassical growth model. **American Economic Review**, v. 55, n. 5, p. 1126-1150, 1965.

EBENSTEIN, A. **Milton Friedman: A Biography**. 2. ed. New York: Free Press, 2009.

FELDSTEIN, M. Perceived Wealth in Bonds and Social Security: A Comment. **Journal of Political Economy**, The University of Chicago Press, vol. 84, No. 2, p. 331-336, 1976.

FERRARI FILHO, F. "Keynesianos", monetaristas, novos-clássicos e novos-keynesianos: uma crítica pós-keynesiana. **Análise Econômica**, v. 14, n. 25 e 26, 1996.

FISHER, I. The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest, and Crises. 2. ed. **New York: Macmillan**, 1911.

FISHER, I. The Theory of Interest. **New York: Macmillan**, 1926.

FRIEDMAN, M. The permanent income hypothesis. In: A theory of the consumption function. **Princeton University Press**, p. 20-37, 1957.

FRIEDMAN, M. Capitalism and freedom. Chicago: **University of Chicago Press**, 1962.

FRIEDMAN, M. Neoliberalism and Its Prospects. **Farmand**, p. 89-93, 1951.

FRIEDMAN, M. The methodology of positive economics. In: Essays in Positive Economics. Chicago: **University of Chicago Press**, 1974

FRIEDMAN, M.; Unemployment versus inflation?: an evaluation of the Phillips curve. This paper was first published by the IEA as **Occasional Paper 44** in 1975. Reproduced with permission of the IEA.

FRIEDMAN, M. The Counter-revolution in Monetary Theory. **The Institute of Economic Affairs**, 1970.

FRIEDMAN, M. The optimum quantity of money and other essays. Chicago: **University of Chicago Press**, 1972.

FRIEDMAN, M. The Quantity Theory of Money: A Restatement. In: FRIEDMAN, Milton (Ed.). Studies in the Quantity Theory of Money. Chicago: **University of Chicago Press**, 1956.

FRIEDMAN, M. Interest Rates and the Demand for Money. **The Journal of Law & Economics**, vol. 9, pp. 71-85, 1966.

FRIEDMAN, M. A theoretical framework for monetary analysis. **Journal of Political Economy**, v. 78, n. 2, p. 193-238, 1970.

FRIEDMAN, M. The role of monetary policy. **American Economic Review**, v. 58, n. 1, 1968.

FRIEDMAN, M; SCHWARTZ, A. J. A monetary history of the United States, 1867-1960. 1. ed. Princeton: **Princeton University Press**, 1963.

HEIJDRA, B. J. Foundations of modern macroeconomics. 2. ed. Oxford: **Oxford University Press**, 2009.

HUME, **David. Of Money.** 1752. Disponível em: <http://www.econlib.org/library/Essays/hm.html>.

JOHNSON, H. G. The Keynesian revolution and the monetarist counter-revolution. **American Economic Review**, vol. 61, issue 2, p. 1-14, 1971.

KALDOR, Nicholas. The scourge of monetarism. **Oxford; New York: Oxford University Press**, 1982.

KOGUT, E. L. A teoria monetária de Simon Newcomb. **Revista Brasileira de Economia**, v. 28, n. 4, p. 109-117, 1974.

LAVOIE, M. A post-Keynesian amendment to the new consensus on monetary policy. **Metroeconomica**, v. 57, n. 2, p. 165-192, 2006.

LEIJONHUFVUD, A. On Keynesian economics and the economics of Keynes: a study in monetary theory. Oxford: **Oxford University Press**, 1968.

LEVRERO, E. S. Milton Friedman, **Studi Economici**, 68,p. 5-79, 1999.

LICHA, A. L., Macroeconomia no Novo Consenso. In: Freitas, F.; Busato, M. I.; Carcanholo, M. D.; Gonçalves, R.. (Org.). **Escolas da Macroeconomia. 1ed.**Rio de Janeiro: Albatroz, v. 1, 2015

LOPREATO, F. L. C. Milton Friedman e a efetividade da política fiscal. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 17, p. 201-220, 2013.

MARGLIN, S. A.; SCHOR, J. The golden age of capitalism: Reinterpreting the postwar experience. Oxford: **Clarendon Press**, 1990.

MIKHAILOVA, Y.; PIPER, J. A nova síntese neoclássica e suas implicações para a política econômica. **Revista de Economia e Política Internacional**, v. 4, n. 2, p. 205-206, 2012.

MODIGLIANI, F. "Long-Run Implications of Alternative Fiscal Policies and the Burden of the National Debt." *Econ. J.* 71, p. 730-55, 1961.

MUNDELL, R. "Money, Debt, and the Rate of Interest." In *Monetary Theory*, edited by R. Mundell. **Pacific Palisades**, Calif.: Goodyear, 1971.

PANITCH, L.; GINDIN, S. *The making of global capitalism: The political economy of American empire*. London: **Verso**, 2012.

PATINKIN, D. The Chicago tradition, the quantity theory, and Friedman. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 1, n. 1, p. 46-70, 1969.

PHILLIPS-FEIN, K. . *Business Conservatives and the Mont Pèlerin Society. The road from Mont Pèlerin: The making of the neoliberal thought collective*. Cambridge: **Cambridge University Press**, 2009a.

PHILLIPS-FEIN, K. *Invisible Hands: The Making Of The Conservative Movement From The New Deal To Rea*. **Yayasan Obor Indonesia**, 2009b.

PLEHWE, D. *The road from Mont Pèlerin: The making of the neoliberal thought collective*. Cambridge: **Cambridge University Press**, 2009.

REIS, C. FB; CARDOSO, F. G. A Crítica de Keynes e Kalecki à Tendência ao Pleno Emprego: Breve Discussão Sobre a Centralidade da Hipótese de Rigidez de Preços e Salários. **Boletim de Informações da FIPE**, p. 38-41, 2010.

ROBERTS, J. M. New Keynesian economics and the Phillips curve. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 27, n. 4, p. 975-984, 1995.

SAMUELSON, P A. An exact consumption-loan model of interest with or without the social contrivance of money. **Journal of Political Economy**, v. 66, n. 6, p. 467-482, 1958.

SILBER, W. L. Fiscal policy in IS-LM analysis: a correction. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 2, n. 4, p. 461-472, 1970.

SILK, L.; VOGEL, D. *Ethics and profits: The crisis of confidence in American business*. **Simon & Schuster**, 1976.

SNOWDON, B; VANE, H. R. *Modern macroeconomics: its origins, development and current state*. Cheltenham: **Edward Elgar Publishing**, 2005.

STIRATI, A. Inflation, unemployment and hysteresis: an alternative view. **Review of Political Economy**, v. 13, n. 4, p. 427-451, 2001.

TAYLOR, J. B. Discretion versus policy rules in practice. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, v. 39, p. 195-214, 1993.

TAYLOR, J. B. The monetary policy transmission mechanism: An empirical analysis. **Journal of Economic Perspectives**, v. 11, n. 4, p. 3-26, 1997.

THOMPSON, E. A. "Debt Instruments in Macroeconomic and Capital Theory." **A.E.R.** 67 p. 1196-1210, 1967.

VAN HORN, R; MIROWSKI, P. The rise of the Chicago School of Economics and the birth of neoliberalism. In: MIROWSKI, P; PLEHWE, D. (Orgs.). The road from Mont-Pèlerin: the making of the neoliberal thought collective. Cambridge: **Harvard University Press**, p. 139-178, 2009.

VAN HORN, R. Reinventing monopoly and the role of corporations: the roots of Chicago law and economics. In: MIROWSKI, P; PLEHWE, D (Orgs.). The road from Mont-Pèlerin: the making of the neoliberal thought collective. Cambridge: **Harvard University Press**, p. 204–37, 2009.