

O “legado” monetarismo de Milton Friedman Milton friedman’s “legacy”

Milton friedman's "legacy" monetarismo Milton friedman's "legacy".

DOI: 10.46814/lajdv3n5-001

Recebimento dos originais: 01/07/2021

Aceitação para publicação: 31/08/2021

Pedro Henrique Nascimento

Doutor em Teoria Econômica (Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP), Professor do Centro Universitário de Franca – UniFACEF, Endereço: Avenida Av. Major Nicácio, 2433, Bairro São José, CEP 14401-135, Franca-SP, Brasil
E-mail: ph_economia@yahoo.com.br

RESUMO

O presente estudo se propõe a discutir o legado teórico deixado por um dos maiores economistas do século XX, Milton Friedman, autor esse que revolucionou a teoria econômica ao questionar as proposições keynesianas e propor a moeda como a variável relevante a ser analisada e prescrições políticas que assegurassem a estabilidade econômica por meio de regras sobre esse agregado monetário. O roteiro da avaliação empreendida nesse trabalho foi, primeiramente, uma avaliação empírica da experiência monetarista implementada nos governos Margaret Thatcher (Inglaterra) e Paul Volcker (EUA) e, na sequência, uma discussão teórica sobre o que foi absorvido ou não pelas teorias econômicas que sucederam o monetarismo de Friedman. Com base nessas discussões, o estudo sustenta que a “herança” deixada pelo autor foi pequena quando comparada ao que não foi absorvido pelas demais teorias e a principal razão para esse fato repousa na baixa aderência verificada pela teoria de Friedman e os resultados empíricos observados durante sua experiência nos EUA e na Inglaterra.

Palavras-chave: Friedman, Monetarismo, Novos-Clássicos, Novos-Keynesianos.

ABSTRACT

This study aims to discuss the theoretical legacy left by one of the greatest economists of the 20th century, Milton Friedman, who revolutionized economic theory by questioning Keynesian propositions and proposing money as the relevant variable to be analyzed and political prescriptions that ensure economic stability through rules on this monetary aggregate. The evaluation tour undertaken in this work was, firstly, an empirical evaluation of the monetarist experience implemented in the Margaret Thatcher (England) and Paul Volcker (USA) governments, and then a theoretical discussion on what was or was not absorbed by the economic theories that succeeded Friedman's monetarism. Based on these discussions, the study argues that the legacy left by the author was small when compared to what was not absorbed by other theories and the main reason for this fact lies in the low adherence verified by Friedman's theory and the empirical results observed during his experiment. in the USA and England.

Keywords: Friedman, Monetarism, New Classics, New Keynesians.

1 INTRODUÇÃO

Milton Friedman é, sem sombra de dúvidas, um dos principais nomes da economia do século XX com contribuições teóricas e metodológicas que até hoje ecoam nas teorias das principais correntes do pensamento econômico. Na elaboração de sua teoria, Friedman procurou contrapor-se as ideias keynesianas tal como sintetizadas pelos modelos de Hicks-Hansen¹, em particular pelo resgate da validade da Teoria Quantitativa da Moeda, pela observância da estabilidade do sistema capitalista e pela condução das políticas monetárias por meio de regras para a emissão de agregados monetários.

O artigo procura analisar o “legado” deixado pela teoria monetarista de Friedman tendo como foco a avaliação deste autor por seus pares da economia *mainstream*. Sendo assim, o trabalho procurará focar menos na construção teórica friedmaniana e mais em como ela se desenvolveu e foi absorvida – ou não – pelas demais escolas de pensamento que o sucederam (novos clássicos, novos keynesianos e nova síntese neoclássica).

Após essa breve introdução, a análise focalizará em como se comportou a principal recomendação de política monetária friedmaniana – o estabelecimento de regras sobre o crescimento dos agregados monetários – aplicada na prática durante os anos Paul Volcker nos EUA e Margaret Thatcher na Inglaterra. Esse será o ponto de partida para as demais discussões sobre o legado de Friedman que virão na sequência, tão logo o foco seja estabelecido sobre como as correntes novo-clássica, novo-keynesiana e da nova síntese neoclássica evoluíram após a ocorrência dos eventos que permearam as economias norte-americana e inglesa no final dos anos 1970 e início dos anos 1980.

2 A HERANÇA MONETARISTA DE FRIEDMAN PARA A TEORIA ECONÔMICA

Na história do pensamento econômico, os anos 1970 representam o auge da escola monetarista, liderada pelo seu expoente maior Milton Friedman. Naquela época, as conclusões de Friedman a respeito da impossibilidade de se diminuir, a longo prazo, as taxas de desemprego abaixo do seu nível natural tiveram grande aderência com a estagflação vivenciada nos países desenvolvidos, como EUA e Inglaterra. Tal aderência proporcionou a possibilidade das proposições monetaristas deixarem o âmbito acadêmico e começassem a serem ouvidas pelos mais altos escalões econômicos dos governos e de seus bancos centrais.

Dessa forma, a mais importante prescrição friedmaniana de controle da política monetária pela adoção de uma regra sobre o crescimento dos agregados monetários passou a fazer parte das políticas econômicas dos EUA sob o comando de Paul Volcker e na Inglaterra de Margareth Thatcher. A expectativa era de que as políticas monetárias implementadas a partir de regras sobre os agregados

¹ Cf. Hicks (1937); Hansen (1953).

monetários pudessem controlar a inflação e trazer de volta a estabilidade macroeconômica. Entretanto, essas expectativas acabaram sendo frustradas e, do mesmo modo que os anos 1970 representaram o auge monetarista, pode-se afirmar que os anos 1980 marcaram o início de um questionamento teórico e empírico do monetarismo, em especial das explicações friedmanianas.

Para o propósito do presente artigo que é o de avaliar o “legado” da teoria monetarista de Friedman, esse período fornece uma oportunidade única para se avaliar como as proposições monetaristas se comportaram na prática e de que forma as teorias econômicas que a sucederam evoluíram a partir desses eventos.

Como forma de avaliação, o trabalho aborda, primeiramente, o lado empírico da discussão ao retomar os dados referentes aos três anos da experiência monetarista norte-americana interpretados por Benjamin Friedman (1984). O passo seguinte será analisar o papel da desregulamentação financeira do período para o fracasso das regras *a lá* Friedman. Por fim, será analisado como as outras teorias do *mainstream* questionam algumas das proposições monetaristas, com destaque para a teoria novo-clássica e o seu modo racional dos agentes formularem suas expectativas e para a teoria novo-keynesiana e a nova síntese neoclássica, que passariam a destinar um papel bem menos notório a moeda do que aquele papel desempenhado por esta nos modelos monetaristas de Friedman.

2.1 O MONETARISMO NA PRÁTICA I: A CRÍTICA DE BENJAMIN FRIEDMAN (1984)

Em B. Friedman (1984), o objetivo do autor foi questionar o uso das metas monetárias como um instrumento eficiente de condução da política monetária. O método utilizado foi o de confrontar algumas das principais proposições monetaristas com os resultados empíricos apurados durante os anos (1979 – 1982) de experiência monetarista adotada pela administração Volcker no comando do FED.

Dessa feita, a primeira proposição questionada refere-se, especificamente, a escolha do agregado monetário a ser controlado pelo Banco Central e a dificuldade envolvida nesse processo, como pode ser observada na Tabela 1 a seguir:

Tabela 1- Crescimento da Oferta de Moeda e Renda Nominal, 1978 – 1982

Anos	M1	M2	M3	Renda Nominal
1978	8,1%	8,0%	11,2%	14,7%
1979	7,4%	8,1%	9,6%	9,7%
1980	7,2%	9,0%	9,7%	9,3%
1981	5,1%	9,4%	11,7%	10,8%
1982	8,5%	9,3%	10,1%	2,6%

Fonte: Benjamin Friedman (1984), p. 3.

Nota-se que a trajetória básica de M1, M2 e M3 não convergiram. Enquanto M1 registrou um decrescimento médio em seus registros nos anos² do experimento monetarista de Volcker (1979 – 1982), M2 cresceu ao longo de todo o período analisado e M3 não demonstrou qualquer trajetória aparente. O problema que esses dados apontam, segundo B. Friedman (1984), é a dificuldade em se responder a simples e mais básica questão para a teoria monetária: a oferta de moeda está crescendo ou diminuindo? A ausência de uma resposta conclusiva é um forte indício da limitada aplicabilidade das regras monetaristas como foco central para a política monetária (B. Friedman, 1984, p. 3).

Uma segunda proposição que pode ser questionada por meio dos dados da tabela acima se refere ao importante resultado obtido pelo *framework* de Friedman, o qual aponta que movimentos dos agregados monetários explicam movimentos da renda nominal ao longo do tempo. Neste caso específico, ainda que se considerem plausíveis *lags* temporais entre o movimento de ambos, praticamente nenhum resultado permite concluir que existe uma correlação entre a trajetória dos agregados monetários e a trajetória da renda nominal.

Nos dados apurados, nota-se que o único agregado a registrar, de fato, uma queda no decorrer desses três anos de política monetarista foi o M1. No entanto, justificar a queda de mais de oito pontos percentuais na renda nominal em 1982 em função do declínio de dois pontos percentuais no agregado citado entre os anos de 1980 – 1981 seria levar a hipótese até as últimas consequências e dar mais crédito do que ela realmente merece.

Já quando o foco passa a ser o recuo da inflação e a estabilidade macroeconômica, novamente a teoria monetarista deixa a desejar. Segundo M. Friedman (1983), os indivíduos, aos poucos, iriam incorporando em suas expectativas inflacionárias os resultados observados nos preços, resultados esses que seriam reflexos das políticas do governo e do seu comprometimento em manter a inflação sobre controle. Como repousa nessas expectativas a chave para se atingir a estabilidade econômica, Friedman esperava que a queda na inflação ocorresse mais rapidamente e sem grandes prejuízos para o desemprego e para o crescimento do produto. Não é, contudo, o que os dados da Tabela 2 abaixo registram:

Tabela 2 – Inflação, crescimento e desemprego, 1978 – 1983

Anos	Inflação de Preços	Crescimento Real	Taxa de Desemprego	Desemprego Acumulado ³
1978	7,4%	5,0%	6,1%	-
1979	8,6%	2,8%	5,8%	-
1980	9,3%	-0,4%	7,1%	1,1%

² Exceção feita ao ano de 1982.

³ Esta coluna refere-se ao excesso de desemprego acumulado acima de 6%, valor esse que seria a média aproximada para os dois primeiros anos. Ou seja, no ano de 1981 que registrou um desemprego acumulado de 2,7% seria o somatório do valor registrado no ano anterior (1980 – 1,1%) e o resultado do próprio ano (desemprego 7,6% - 6,0% = 1,6%).

1981	9,4%	2,6%	7,6%	2,7%
1982	6,0%	-1,9%	9,7%	6,4%
1983	5,0%	3,4%	9,7%	10,1%

Fonte: Benjamin Friedman (1984), p. 8.

Ainda que a teoria de Friedman permitisse alguma resposta negativa do produto e do emprego a curto prazo, por conta das expectativas adaptativas reconhecerem com um ligeiro atraso o comportamento dos preços, era de se esperar que tal resposta não se mantivesse com o passar do tempo. B. Friedman (1984) questiona a veracidade da hipótese, ao afirmar que um anúncio das regras não só foi incapaz de evitar uma queda brusca no produto, como ainda a deixou pior.

Utilizando-se dos dados apurados por Okun (1978), os quais indicam que o custo de se reduzir 1% na taxa de inflação, mensurada em termos da queda no produto, deve se situar entre 2% e 6%, B. Friedman (1984) pode constatar que a queda da inflação do período 1980 – 1983 (9,3% para 5,0%) teve como contrapartida um desemprego acumulado da ordem de 10,1%, superando o limite máximo estipulado⁴ pelas projeções de Okun e, portanto, desqualificando as posições monetaristas de se atingir a estabilidade sem maiores consequências para a trajetória de crescimento do produto.

Esses resultados econômicos considerados politicamente insustentáveis – aliados à dificuldade de se atingir as metas de crescimento dos agregados monetários previamente estipuladas – forçaram o abandono das políticas monetaristas tanto nos EUA, em 1982, como na Inglaterra de Thatcher, em 1985. Em relação à dificuldade relatada de não se cumprir as metas de controle monetário, diversos autores como Bateman (2002), Backhouse (2002) e Taylor (1993, 2007) convergem para uma mesma explicação a respeito da incapacidade dos Bancos Centrais em controlar o estoque de moeda: a desregulamentação do sistema financeiro. Esse será o assunto discutido a seguir.

2.2 O MONETARISMO NA PRÁTICA II: O PAPEL DA DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA.

Segundo Bateman (2002, p. 308), quando o Banco da Inglaterra (*Bank of England*) e o FED (*Federal Reserve*) sob a administração de Volcker implementaram as prescrições políticas monetaristas, eles introduziram também a desregulamentação financeira como parte integrante de seu pacote de políticas, algo que ambos compreendiam como sendo condizentes com as ideias liberalizantes e pró-mercado que davam suporte à teoria friedmaniana. O que não foi previsto pelos gestores da política monetária é que a implementação desse processo fez surgir uma série de ativos altamente líquidos sob os quais o Banco Central não possuía qualquer controle.

⁴ Segundo B. Friedman (1984, p. 7) essa situação ocorreria caso a economia americana demorasse ainda mais para se recuperar das prescrições políticas monetaristas.

A incapacidade de se controlar a oferta de moeda deixaria esvaziada a regra de política monetária justamente pela manipulação desses agregados monetários. As mudanças no setor bancário e financeiro foram, no caso inglês, a principal razão para o abandono das metas, como alega Backhouse (2002):

[...] deregulation of the financial system meant that monetary aggregates lost their significance. For example, one aspect of deregulation was that building societies (the British equivalent of saving and loan associations in the U.S.) were allowed greater freedom, both in the way they raised funds and in the type of lending they could undertake. Building society deposits, therefore, became much like bank deposits, but they were not a part of £M3⁵ (Backhouse, 2002, p. 320).

Enquanto Bateman (2002) e Backhouse (2002) concentraram-se sobre os efeitos da desregulamentação financeira sobre a oferta de moeda, Taylor (1993, 2007) tomou um caminho diferente. Em sua teoria, Taylor resgata o argumento de Poole (1970) ao afirmar que a desregulamentação financeira tornou a demanda por moeda instável, o que inviabilizou o funcionamento adequado da regra monetarista.

O argumento de Poole (1970) recuperado por Taylor é o seguinte: se um choque tecnológico atingisse o sistema financeiro de tal forma que fosse possível desestabilizar a velocidade da moeda, tanto a parcela de renda nominal a ser mantida sob a forma de moeda, como aquela a ser reservada sob a forma de outros ativos tornar-se-iam instáveis. Com a velocidade da moeda – e, conseqüentemente, a demanda por moeda – instável, qualquer modificação no estoque de moeda teria resultados imprevisíveis, o que inviabilizaria as regras de controle de oferta monetária tal como preconizadas por Friedman. Caso se considere que as modificações no mecanismo de depósitos gerados pela desregulamentação financeira representem, de fato, um choque tecnológico, o argumento de Poole-Taylor torna-se uma explicação plausível sobre como a instabilidade na demanda por moeda impossibilita o gerenciamento dos agregados monetários.

O fato de que a desregulamentação financeira trouxe dificuldades para o controle monetário foi algo que o próprio Friedman teve que admitir. Mas o que chama a atenção é que o autor não enxergava essas dificuldades relatadas como uma justificativa suficientemente forte para que o FED e o Banco da Inglaterra abandonassem sua recomendação de política monetária. Ao contrário, Friedman (1983) acreditava que tanto a velocidade da moeda como os choques causados pela desregulamentação

⁵ As metas sobre os agregados monetários eram expressos em termos de uma particular medida de oferta monetária, a £M3. Esta, por sua vez, compreende as disponibilidades monetárias de instituições financeiras e monetárias no Reino Unido *vis-à-vis* disponibilidades monetárias e financeiras de residentes excluindo o governo (definição extraída da página do *Bank of England*).

financeira seriam apenas eventos isolados e que a uma regra de política monetária devidamente aplicada deveria servir para trazer de volta a estabilidade ao mercado monetário.

Diante dos pífios resultados de suas recomendações de política monetária, Friedman se defende refutando a ideia de que a política implementada por Volker tenha sido, de fato, monetarista. Para Friedman (1983), o objetivo central a ser alcançado com a implantação de uma meta sobre o crescimento dos agregados monetários era eliminar a incerteza, gerando, assim, estabilidade na economia. O Fed, por sua vez, continuou com expansões e contrações monetárias imprevisíveis, crescendo 10% em um trimestre e no trimestre seguinte 3%⁶. Essas flutuações sem o menor rigor seriam, para o autor monetarista, a prova irrefutável de que a política implementada por Volker era uma mera continuação da política errática que o FED adotou durante as décadas de 1960 e 1970, as quais respondiam com contrações monetárias sempre que a inflação aumentasse, ao passo que, diante de recessões, haveria incrementos na oferta de moeda. O resultado inevitável desse processo foi a introdução de uma severa instabilidade que fez crescer os custos (em termos de desemprego e queda no produto) de forma desnecessária.

Esse debate empírico tornou-se a base para os desenvolvimentos subsequentes de diversas escolas do pensamento econômico, as quais serão analisadas na sequência, sempre com um foco particular sobre a interpretação destas acerca dos principais pontos teóricos do monetarismo friedmaniano.

2.3 A POSIÇÃO NOVO-CLÁSSICA DIANTE DO MONETARISMO DE FRIEDMAN

No desenvolvimento de sua teoria, Friedman afirma que os agentes econômicos formulam suas previsões a respeito dos eventos econômicos futuros tendo como base expectativas adaptativas. Por esse enfoque de formação de expectativa, os agentes poderiam falhar de forma sistemática em suas previsões econômicas em função da falta de informações disponíveis, como nos episódios de “ilusão monetária”.

No entanto, nem todos os economistas estavam convencidos de que as expectativas adaptativas seriam as mais apropriadas para representar como os agentes formulavam suas previsões. Dentre esses economistas que questionavam a aderência das expectativas adaptativas a realidade dos agentes, encontra-se Robert Lucas. Principal expoente dos novos-clássicos, Lucas (1977) propôs a utilização de um modelo de expectativas racionais baseadas em Muth (1961). Segundo este último autor, os agentes, ao formularem suas expectativas, utilizar-se-iam de todas as informações disponíveis na economia e não apenas olhariam para o passado, como no caso das expectativas adaptativas de Friedman.

⁶ Cf. Tabela 1 de B. Friedman (1984, p. 9).

Utilizando-se de todas as informações, os agentes “acertariam”, na média, as suas previsões, com as suas expectativas convergindo para as previsões da teoria econômica. Quando isso ocorre, a conclusão de Friedman acerca do dilema de curto prazo entre inflação e desemprego passa a estar incorreta, já que seria praticamente impossível que os agentes incorressem em erros sistemáticos causados por políticas monetárias não previstas afetassem o produto no curto prazo.

Lucas (1977) afirma que, uma vez que os agentes econômicos acertam (na média) suas previsões, eles quase sempre antecipam os resultados das políticas monetárias e, desse modo, raramente são surpreendidos. Nestas circunstâncias, uma expansão da demanda agregada por uma política expansionista não resultaria em um maior produto da economia mesmo no curto prazo. Os trabalhadores perceberiam rapidamente que os preços se elevaram e passariam a exigir aumentos salariais, eliminando o que seria, no modelo monetarista de Friedman, um ganho real dos empregadores a curto prazo.

Sendo assim, o *trade off* entre inflação e desemprego que, para Friedman poderia ocorrer no curto prazo, deixa de existir para os novos-clássicos em qualquer instante temporal. Embora os autores desta escola admitam que a teoria das expectativas racionais abra a possibilidade para que os agentes sejam surpreendidos – e, em razão disso, as políticas econômicas tenham alguma influência sobre o produto no curto prazo – o fato dos agentes econômicos não errarem sistematicamente suas previsões faz com que o dilema se torne um caso extremamente particular.

Friedman, no entanto, não se calou diante da abordagem novo-clássica e saiu em defesa do seu modelo de expectativas adaptativas, ao afirmar em uma entrevista concedida a Taylor (2000a):

I have no basic disagreement with rational expectations. The question is, “how do you form your rational expectations”. Let me start over. You are talking about what’s going to happen tomorrow. The price is either going to up or isn’t. If goes up, the probability that it went up is one; the probability that it went down is zero. What you are doing with rational expectations is to ask yourself, what is the probability that the movement tomorrow will be up or the movement tomorrow will be down. And how the thing that you have asked yourself is, “I have an expectation. How do I know after the event whether that expectation was fulfilled or not? I said the probability that price was going to go up was 60%; now, it actually went up. Does that confirm it? I can’t tell. I have to have a lot of similar cases”. And so, the notion of “correct rational expectations” is a notion I find very hard to give much content to. (Friedman *apud* Taylor, 2000a, pp. 125-126).

Embora tenham rejeitado alguns dos pressupostos mais importantes da teoria friedmaniana, como a funcionalidade das expectativas adaptativas e a possibilidade da existência do *trade off* de curto prazo entre inflação e desemprego, os autores novos-clássicos herdaram algumas das proposições monetaristas, como, por exemplo, a existência de uma taxa natural de desemprego e o repúdio às políticas discricionárias, as quais poderiam comprometer o equilíbrio econômico, sem trazer benefícios para a economia em termos de crescimento do produto ou redução do desemprego de forma sustentável.

Esse desprezo pelas políticas discricionárias fica evidente em Lucas (1980), artigo no qual o autor defende algumas das ideias contidas em Friedman (1948), como, por exemplo, a importância de se ter regras claras a respeito da condução da política econômica. Com isso, é possível afirmar que, apesar da escola novo-clássica ter questionado alguns pontos do monetarismo de Friedman, essa escola foi responsável por continuar disseminando algumas de suas principais preposições de política monetária, o que justificaria a sua denominação de monetarismo – marca II⁷ (Tobin, 1981, p. 30). De fato, tanto os monetaristas como os novos-clássicos caminharam lado a lado questionando os modelos macroeconômicos do keynesianismo ortodoxo (síntese neoclássica), resgatando, assim, a crença de que o livre mercado teria mais sucesso em atingir a estabilidade econômica do que as políticas discricionárias.

2.4 A POSIÇÃO NOVO-KEYNESIANA E DA NOVA SÍNTESE NEOCLÁSSICA DIANTE DO MONETARISMO DE FRIEDMAN

Segundo Gordon (2000, p. 416), os novos-keynesianos não surgiram como uma reação a um acontecimento na economia. Ao contrário, seu desenvolvimento parece estar mais ligado a um acontecimento intelectual que buscava manter o paradigma “keynesiano” original baseado em preços constantes e mercados que não se equilibravam acrescidos das ideias de expectativas racionais de Lucas. Com uma visão semelhante, Barro (1989) alega que a escola novo-keynesiana não nasceu propondo mudanças profundas na maneira de se pensar a economia, uma vez que seu propósito seria o de resgatar a respeitabilidade perdida dos modelos da síntese neoclássica através da busca de fundamentos microeconômicos que dessem uma resposta a rigidez de preços e salários presentes na economia.

Já em relação à eficácia das políticas econômicas, alguns novos-keynesianos – como Krugman (2007) – alegavam que elas teriam efeito apenas para o curto prazo, onde prevaleceria a concorrência imperfeita e a rigidez real de salários e preços. No longo prazo, contudo, período no qual o custo de obter informações diminui, bem como as rigidezes de preços e salários, os efeitos das políticas sobre o lado real da economia seria nulo. Outra corrente importante do novo-keynesianismo liderada por Stiglitz e Greenwald e que leva em consideração os efeitos das informações assimétricas na economia acreditam ainda na possibilidade de desemprego involuntário mesmo a longo prazo, o que permitiria o uso do receituário de políticas econômicas para lidar com esse problema econômico, melhorando, com isso, os resultados de mercado.

⁷ Ou ainda, segunda onda do monetarismo/segunda contrarrevolução.

O principal questionamento da teoria novo-keynesiana em relação ao monetarismo de Friedman se expressa na maneira equivocada com a qual este enxerga o papel da moeda na economia. Na visão de Woodford (2003, p. 30), a moeda seria um mero “detalhe institucional” e não necessitaria ser motivo de grande preocupação dos Bancos Centrais, os quais deveriam concentrar suas atenções na busca por uma taxa de juros que estabilize a macroeconomia. Greenwald e Stiglitz (2003) também partilham de semelhante pensamento quando afirmam que o relevante a ser analisado não seria a moeda em si, mas a disponibilidade ou não de crédito na economia. Ou seja, qualquer discussão “monetarista” acerca da velocidade da moeda na economia ou sobre a demanda por esta seriam completamente irrelevantes para os autores novos-keynesianos⁸.

Com o fracasso da regra monetarista de metas para os agregados monetários, as autoridades monetárias passaram a buscar novas regras para a condução da política monetária. Nesse contexto, duas recomendações de política que continham implicitamente a ideia da irrelevância dos agregados monetários passaram a dominar os debates sobre política monetária: sistema de metas de inflação e a regra de Taylor.

O sistema de metas de inflação, cuja primeira experiência ocorreu na Nova Zelândia ainda nos anos 1980, representa o anúncio de uma determinada meta de inflação⁹ e o comprometimento das autoridades monetárias em atingir essa meta pré- estabelecida. Caso a meta não consiga ser alcançada, o Banco Central deve vir a público e expor os motivos de tal insucesso para a sociedade. Observa-se que a transparência das autoridades monetárias para com o público em geral é um elemento essencial para balizar as expectativas inflacionárias e, desse modo, a trajetória do nível geral de preços na economia.

Resumidamente, Mishkin (2001, p. 1) sintetiza o funcionamento das metas de inflação da seguinte forma:

Inflation Targeting is a recent monetary policy strategy that encompasses five main elements: 1) the public announcement of medium-term numerical targets for inflation; 2) an institutional commitment to price stability as the primary goal of monetary policy, to which other goals are subordinated; 3) an information inclusive strategy in which many variables, and not just monetary aggregates or the exchange rate, are used for deciding the setting of policy instruments; 4) increased transparency of monetary policy strategy through communication with the public and the markets about the plans, objectives, and decisions of the monetary authorities; and 5) increased accountability of central bank for attaining its inflation Mishkin (2001, p. 1).

⁸ Greenwald e Stiglitz (2003, p. 28) afirmam que a moeda pode ser importante para você comprar um refrigerante ou pagar um táxi, mas formular modelos econômicos estabelecendo a moeda como principal protagonista seria completamente equivocado.

⁹ Geralmente acompanhada de um intervalo de variação.

Outra referência importante para a discussão do regime de metas de inflação é Bernanke et al (1999), que o definem como:

A framework for monetary policy characterized by the announcement of official quantitative targets (or target ranges) for the inflation rate over one or more time horizons, and by explicit acknowledgement that low, stable inflation is monetary policy's primary long-run goal. Among other important features of inflation targeting are vigorous efforts to communicate with the public about the plans and objectives of the monetary authorities, and, in many cases, mechanisms that strengthen the central bank's accountability for attaining those objectives (Bernanke et al, 1999, p. 4).

Para atingir a meta de inflação pré-estabelecida, os Bancos Centrais tem como principal instrumento a calibragem da taxa de juros com base na chamada regra de Taylor (1993) que teria a seguinte configuração¹⁰:

$$r = 1 + 0,5y + 1,5\pi$$

onde

r é a taxa de juros nominal (definida pelas autoridades monetárias)

π é a média da taxa de inflação ao longo do ano

y é o hiato do produto, no qual

$$y = 100 (Y - Y^*)/Y^*$$

onde

Y é o produto real

Y^* é o produto potencial.

Nesse trabalho, Taylor (1993) critica a prescrição de política monetária de Friedman ao afirmar que a regra de um crescimento constante da oferta de moeda em torno de 3% a 5% ao ano baseia-se em um ideal de política monetária que Friedman considera como apropriado e, portanto, uma regra normativa. Para Taylor, contudo, seria mais interessante ter uma regra que descrevesse a atuação do Banco Central via alterações na taxa de juros, ou seja, uma regra positiva, como a sua.

¹⁰ Cf. Taylor (1993, p. 202). Os valores expressos por essa equação demonstram que a maior preocupação do Banco Central está no combate inflacionário e não no crescimento do produto da economia.

Além disso, Taylor (1993) destaca que a regra friedmaniana com crescimento constante dos agregados monetários não deixaria margem de manobra para a condução da política monetária, algo que poderia ser evitado com uma regra nos moldes acima. Esta regra, além de ser mais flexível¹¹, pode reagir de acordo com o comportamento da inflação e também do produto. Caso a taxa de inflação esteja acima da meta, as taxas de juros serão elevadas para combatê-la; caso a taxa de inflação (e/ou o produto) esteja abaixo da meta, os juros podem sofrer redução, permitindo que o hiato de produto seja diminuído.

Na busca pela aderência perdida pela prescrição de política monetária friedmaniana, alguns autores da nova síntese neoclássica¹², como Taylor (2000b) e Romer (2000) apresentam um modelo macroeconômico consistente com aqueles atualmente utilizados pelo FED e pelo *Bank of England*. Esse modelo seria constituído por três relações econômicas básicas, sendo que a primeira delas relata como o PIB real se comporta diante de modificações na taxa real de juros, tal como descrito pela equação abaixo:

$$y = -ar + u$$

onde

y é o PIB real¹³

r = taxa real de juros

u = termo de mudança responsável por capturar, entre outros efeitos, choques provenientes do setor externo ou de política fiscal.

Basicamente essa equação descreve como uma elevação na taxa de juros real pode deprimir a demanda por bens e serviços da economia – nos moldes da curva IS do modelo da síntese neoclássica – via reduções nos gastos com consumo e investimentos e/ou por um efeito negativo sobre as contas externas causadas por uma apreciação cambial quando se tratar de uma economia aberta com câmbio flutuante.

¹¹ Uma vez que os coeficientes da regra de Taylor podem ser alterados para estimular mais o produto, caso as autoridades monetárias constatassem tal necessidade.

¹² A nova síntese neoclássica acabou se constituindo em uma nova escola de pensamento destinada a por fim no debate entre novos-clássicos e novos-keynesianos. Desse modo, em suas premissas teóricas é possível observar que componentes teóricos das duas escolas de pensamento citadas estão presentes para “equalizar” essa disputa.

¹³ Mensurado em relação ao PIB potencial que deriva do modelo de crescimento de Solow (Taylor, 2000b, p. 91).

O segundo elemento chave para esse modelo novo-keynesiano¹⁴ relata a relação entre inflação e a taxa real de juros, a qual, algebricamente, teria a seguinte configuração:

$$R = b\pi + v$$

onde

π – taxa de inflação

v – termo de mudança

Tal como relatado, a busca pela maior aderência a realidade se faz presente nessa relação, na qual a variável de ajuste diante de modificações nos índices inflacionários deixa de ser os agregados monetários e passa a ser a taxa real de juros. Por essa relação, quando a inflação se eleva, as autoridades monetárias respondem aumentando as taxas de juros, levando-se em conta também o provável impacto dessa elevação sobre o desemprego e sobre o PIB real (Taylor, 2000b, p. 92).

Por último, a terceira relação chave implícita neste modelo de política monetária é a relação entre inflação e PIB, típica da curva de Philips:

$$\pi = \pi_{t-1} + cy_{t-1} + w$$

onde

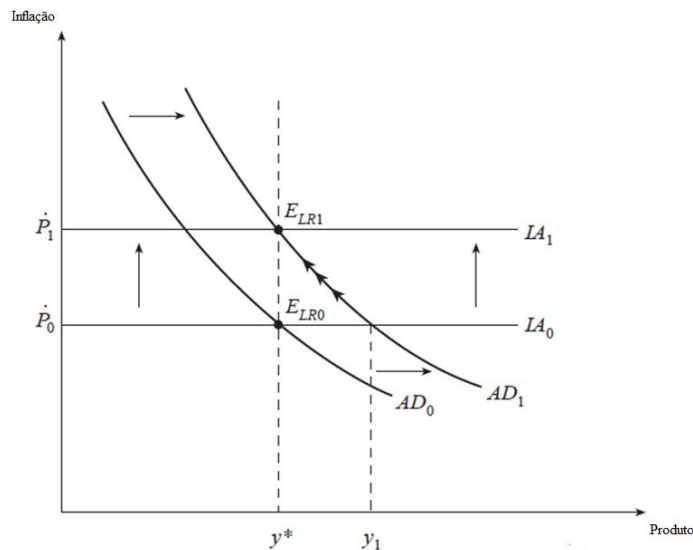
w = coeficiente de mudança

Por essa última equação é possível verificar que quando o PIB real exceder o PIB potencial, a inflação elevar-se-á, porém com um *lag* temporal. Esse intervalo de ajuste, por sua vez, capta a essencial característica dos modelos novos-keynesianos de preços nominais rígidos que seria reflexo do comportamento vacilante das firmas atuando em concorrência imperfeita. Uma explicação, portanto, bem distante daquela sugerida pela “ilusão monetária” de Friedman.

Em Snowdon & Vane (2005), as relações descritas até aqui são representadas no gráfico a seguir:

¹⁴ Ou modelo da nova síntese neoclássica, ou ainda, como cita Romer (2000) “Macroeconomia keynesiana sem a curva LM”.

Gráfico 1: Ajuste ao equilíbrio de longo prazo no modelo AD-IA:



Fonte: Snowdon & Vane (2005), p. 427.

Por esse gráfico é possível observar que as duas primeiras relações acabaram refletindo-se na curva de demanda agregada (AD), a qual reflete a relação inversa entre inflação e o produto real. Já a terceira relação é representada pela reta horizontal IA, que pode ser compreendida, segundo Taylor (2000b) e Romer (2000) como um componente da oferta agregada do modelo. A intersecção entre AD e IA, por seu turno, determinaria o produto real e a inflação desta economia.

Em uma situação hipotética, como, por exemplo, um estímulo fiscal¹⁵ por parte do governo, o modelo traria, a curto prazo, uma elevação do PIB real que excederia o PIB potencial ($y^* < y_1$), como relatado no deslocamento para a direita da curva AD ($AD_0 \rightarrow AD_1$). Nesse primeiro momento, a inflação permaneceria estática em decorrência da rigidez de preços e salários, mas, uma vez decorrido esse intervalo de ajuste temporal, a inflação se eleva e a reta horizontal IA se desloca até o ponto em que a intersecção das curvas AD e IA aconteça ao nível ao qual o PIB real se iguale ao PIB potencial (ponto E_{LR1}). Esse seria o ponto de equilíbrio de longo prazo da economia, que traria o retorno do PIB ao seu nível considerado “natural”, porém com um nível de inflação superior ao registrado anteriormente ao estímulo fiscal gerado pelo governo ($P_1 > P_0$).

3 CONSIDERAÇÕES FINAIS]

Milton Friedman e o seu monetarismo foram realmente um marco para as teorias econômicas e as prescrições de políticas econômicas que surgiram neste arcabouço teórico. Quanto a sua importância histórica, é quase inegável o legado que este autor proporcionou aos economistas que

¹⁵ Ou um aumento nas exportações, redução de impostos, aumento na confiança de consumidores e empresários ou mesmo um estímulo monetário.

seguiram seus passos. No entanto, alguns conceitos fundamentais de sua teoria acabaram ficando para trás, sendo substituídos por outros (como o caso das expectativas racionais de Lucas) ou mesmo considerados obsoletos diante das transformações econômicas atuais (como a não relevância da moeda e das regras fixas sobre esse agregado).

Como forma de expor melhor esses resultados e, com isso, avaliar quais pontos do monetarismo de Friedman tiveram seu legado ratificado pelas teorias econômicas seguinte e quais não sobreviveram, elaborou-se o quadro comparativo a seguir:

Quadro Comparativo 1 – Herança do Monetarismo e o que não foi incorporado pelas teorias novo-clássica e novo-keynesiana.

Novos Keynesianos e Nova Síntese Neoclássica

	Herança Monetarista	O que não foi incorporado
Herança Monetarista	<ul style="list-style-type: none"> - Existência de uma taxa natural de desemprego. - Combate a inflação como responsabilidade dos Bancos Centrais. 	<ul style="list-style-type: none"> - Distúrbios monetários como fonte dominante de instabilidade. - Papel relevante da moeda na economia. - Predileção por regras em detrimento a discricionariedade¹⁶.
<u>Novos Clássicos</u>		
O que não foi incorporado	<ul style="list-style-type: none"> - Política monetária com efeitos reais a curto prazo¹⁷. - <i>Trade off</i> entre inflação e desemprego a curto prazo. 	<ul style="list-style-type: none"> - Expectativas adaptativas. - Ilusão monetária. - Política monetária via regras para o crescimento dos agregados monetários.

Como foi possível perceber por esse quadro, os dois principais pontos teóricos absorvidos pelas teorias que sucederam o monetarismo foram o conceito de taxa natural de desemprego e o combate à inflação como responsabilidade dos Bancos Centrais. Teoricamente, pouco quando comparado ao que ficou de fora e sem a mesma relevância para as modernas teorias econômicas atuais: política monetária via regras para o crescimento dos agregados monetários, expectativas adaptativas e a explicação da ilusão monetária com base nessas mesmas expectativas.

¹⁶ Bernanke *et al.* (1999) consideram as metas de inflação como discricionariedade restrita (*constrained discretion*)

¹⁷ Exceção feita a políticas monetárias não antecipadas pelos agentes, cujo impacto é tão somente limitado a um curtíssimo prazo.

Para concluir o presente estudo argumenta que a principal razão para boa parte da “herança” monetarista não ter sobrevivido se deve ao fato do fracasso relatado pela experiência monetarista na prática a partir dos dados observados anteriormente, ainda que se considere o argumento friedmaniano de que as políticas adotadas não foram, de fato, “monetaristas”. Esse fato seria justificado pelo próprio argumento metodológico contido em Friedman (1953), no qual, o autor aponta que as teorias mais bem-sucedidas seriam aquelas cujas previsões econômicas seriam sustentadas pelas evidências empíricas. Sendo assim, é possível compreender que o “legado” monetarista de Friedman tenha ficado mais para os historiadores do pensamento econômico do que para os teóricos das modernas teorias da economia atual.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BACKHOUSE, R. E. (2002) “The Macroeconomics of Margaret Thatcher”. *Journal of the History of Economic Thought*, Vol. 24, No. 3, Set.
- BARRO, R. J. (1989) “New Classical and Keynesians, or the Good Guys and the Bad Guys”. *National Bureau of Economic Research*, No. 2982, May.
- BATEMAN, B. W. (2002) “There are many alternatives: Margaret Thatcher in the History of Economic Thought”. *Journal of the History of Economic Thought*, Vol. 24, No. 03, Set.
- BERNANKE, B. S., Laubach, T., Mishkin, F. e Posen, A. (1999) *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton: Princeton University Press.
- FRIEDMAN, B. (1984) “Lessons from the 1979-1982 Monetary Policy Experiment”. *American Economic Review*, Vol. 74, No. 2, May.
- FRIEDMAN, M. (1948) “A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability”. *The American Economic Review*. Vol. 38, No. 3, Jun.
- FRIEDMAN, M. (1953) “The Methodology of Positive Economics” In: *Essays in Positive Economics*. Chicago: University of Chicago Press, 1966.
- FRIEDMAN, M. (1983) “Monetarism in Rhetoric and in Practice” Bank of Japan and Monetary Studies, Jun.
- GREENWALD, B.; STIGLITZ, J.; (2003) *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*. Cambridge: Cambridge University.
- GORDON, J. R. (2000) *Macroeconomics*. New Jersey: Prentice Hall, 7° ed.
- HANSEN, Alvin H. (1953) “*A Guide to Keynes*”. New York: McGraw-Hill Book Company.
- HICKS, J. R. (1937) “Mr. Keynes and the “Classics”: A Suggested Interpretation”. *Econometrica*, Vol. 5, No 2, pp. 147-155, April.
- KRUGMAN, P. (2007) “Who Was Milton Friedman?” *New York Review of Books*, Vol. 54, No. 2, pp. 27–30, Fev.
- LUCAS, R. Jr. (1977) “Understanding Business Cycles”. In: Karl Brunner & Allan Meltzer (eds.), *Stabilization of the Domestic and International Economy*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 5.
- LUCAS, R. Jr. (1980) “Rules, Discretion and the Role of the Economic Advisor”. In: Stanley Fischer (ed) *Rational Expectations and Economic Policy*. Chicago: University of Chicago Press.
- MISHKIN, F. S. (2001) “Issues in Inflation Targeting”. In: *Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy*. Ottawa, Canada: Bank of Canada.

- MUTH, J. (1961) "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", *Econometrica*, Vol. 29, No. 3, Jul.
- OKUN, A. M. (1978) "Efficient Disinflationary Policies". *American Economic Review*, Vol. 68, Issue 2, May.
- POOLE, W. (1970) "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 2, may.
- POOLE, W. (1988) "Monetary Policy Lessons of Recent Inflation and Disinflation" *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 3.
- ROMER, D. (2000), "Keynesian Macroeconomics Without the LM Curve", *Journal of Economic Perspectives*, N° 04, Spring.
- SNOWDON, B; VANE, H. R. (2005) *Modern Macroeconomics: Its Origins, Development and Current State*. Cheltenham; Northampton: Edward Elgar.
- TAYLOR, J. B. (1993) "Discretion Versus Policy Rules in Practice". Carnegie-Mellon Conference on Public Policy, No. 39, Dec.
- TAYLOR, John B. (2000a). "An Interview with Milton Friedman". *Macroeconomic Dynamics*. N° 5, pp. 101-131.
- TAYLOR, J. B. (2000b) "Teaching Modern Macroeconomics at the Principles Level", *American Economic Review*, May
- TAYLOR, J. B. (2007) "The Explanatory Power of Monetary Policy Rules". *NBER Working Paper*, No.13865, Dec.
- TOBIN, J. (1981) "The Monetarist Counter-Revolution Today – An Appraisal". *Economic Journal*, Vol. 91, No. 361, Mar.
- WOODFORD, M. (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton: Princeton University Press.