

para os que o sofrem <sup>(384)</sup>. Mas, aceitando que são os que deixamos resumidos os mecanismos de formação dos preços e dos salários, James Tobin salienta que as economias capitalistas actuais apresentam “uma tendência estrutural para a inflação e mesmo para a aceleração da inflação” (é o que por vezes aparece designado como o núcleo duro da inflação – “core inflation”), sendo irrelevante a questão de saber se o

<sup>(384)</sup> Para estas características do mercado do trabalho já Pigou chamara a atenção, ao tentar esclarecer quais os factores institucionais que fazem deste mercado um mercado em que os trabalhadores não estão todos em concorrência uns com os outros. E destaca exactamente: 1) a existência de “centers of employment”, isto é, a segmentação do mercado do trabalho, resultante da não homogeneidade do trabalho enquanto factor de produção, da importância dos hábitos e da reduzida mobilidade geográfica das pessoas; 2) a acção dos sindicatos, os quais não exigiriam taxas de salários que deixassem metade do país sem trabalho, mas também não teriam em conta as condições do mercado, de modo a concorrerem, através da aceitação da baixa dos salários nominais, para alcançar o pleno emprego da mão-de-obra; 3) a existência de subsídio de desemprego; 4) uma certa noção de ‘lealdade’, que impedia os trabalhadores de oferecer os seus serviços por um salário mais baixo que os seus concorrentes; 5) um certo sentido colectivo de justiça social acerca do que seja um salário vital razoável, que conduzia a opinião pública a impor aos parlamentos a fixação de um salário mínimo garantido (cfr. R. SOLOW, 4/5).

Com base nestes factores de ‘fricção’ ou de ‘imperfeição’ dos mercados do trabalho é que Pigou explicava a existência de um volume considerável de desemprego a curto prazo, o qual desapareceria a longo prazo, uma vez que o jogo da concorrência seria, apesar de tudo, suficientemente forte para compensar a acção daqueles factores. Pigou sustentava, por outro lado, que a existência e a acção dos referidos factores de ‘imperfeição’ do mercado do trabalho ligados à oferta de mão-de-obra significariam que esse desemprego era *desemprego voluntário*, na medida em que esses factores levavam os trabalhadores a ‘escolher’ (a só aceitar) níveis salariais superiores aos que de outro modo lhes seriam proporcionados. Ao contrário de muitos dos liberais (monetaristas) de hoje, Pigou não recomendava, porém, uma política de redução dos salários nem sequer a anulação ou a redução do subsídio de desemprego. Recomendava o incremento de planos limitados de obras públicas como expediente temporário de absorção de mão-de-obra desempregada, até que os mecanismos da concorrência voltassem a realizar a posição de pleno emprego.

impulso inicial se deve à pressão dos salários ou à pressão dos lucros <sup>(385)</sup>.

Isto mesmo explicaria que uma economia possa conhecer um processo inflacionista mesmo em períodos de diminuição da taxa de crescimento da produção, de estagnação (e mesmo de diminuição) do nível da produção. Em períodos de aceleração do progresso tecnológico, de melhoria da produtividade e de crescimento da produção a taxas elevadas e estáveis, podem reunir-se as condições necessárias para que aumentem os rendimentos do capital e os salários dos trabalhadores sem se gerarem pressões inflacionistas. Mas a inflação pode irromper quando, em fase de redução das taxas de crescimento, de estagnação ou de baixa do nível da produção, no conjunto da economia ou em alguns sectores importantes, se mantêm as expectativas e as exigências em matéria de distribuição do rendimento formuladas durante a fase de expansão.

A aceitação desta “tendência inflacionista estrutural” explicaria também, por outro lado, que não possa esperar-se que qualquer política tradicional, assente em medidas de natureza monetária ou em medidas de natureza financeira-orçamental, seja suficiente para dominar a *estagflação*, pela via da redução da quantidade de moeda ou da redução directa da procura global.

E, não sendo a crescente concentração da economia (ao nível das empresas e das organizações sindicais) o (principal) factor determinante da ineficiência do sistema de preços de mercado e da sua capacidade de auto-regulação da economia, não terá sentido tentar debelar mais facilmente os processos inflacionistas mediante a flexibilização do modo de formação de preços e salários através do (mirífico) restabelecimento das

---

<sup>(385)</sup> Cfr. J. TOBIN, [11], 28.

regras de concorrência entre as empresas e da imposição de condições de maior flexibilidade no processo de fixação das taxas salariais (suprimindo, v. g., os subsídios de desemprego, o salário mínimo garantido, o princípio da contratação colectiva, ou a própria liberdade de organização sindical). Soluções deste tipo significarão apenas uma repartição ainda mais desigual dos encargos inerentes ao processo de adaptação da economia.

Nas condições actuais, em que a política económica tem de enfrentar, muitas vezes simultaneamente, a luta contra a inflação e contra o desemprego, cremos que a generalidade dos neokeynesianos gostaria de manter-se fiel ao legado de Keynes segundo o qual a baixa dos salários reais não é o caminho aconselhado para fazer regressar à normalidade as economias capitalistas em crise. Resta saber se as suas propostas o conseguirão <sup>(386)</sup>.

---

<sup>(386)</sup> Há, no entanto, quem se reclame do keynesianismo e assuma a necessidade da redução dos salários monetários como condição indispensável ao êxito de uma política adequada para pôr cobro à inflação actual. Cremos ser este o caso de J. MEADE.

James Meade defende, por um lado, uma "fine tuned tax policy", não com o objectivo de controlo da produção real e do emprego através do controlo da procura, mas com o objectivo de manter o nível das despesas totais em bens e serviços a um ritmo constante de crescimento. Considera, por outro lado, que "o problema da fixação dos salários constitui o principal obstáculo ao êxito de uma política keynesiana de luta contra o desemprego", e sustenta que uma reforma profunda do quadro institucional da formação dos salários é "indispensável à saúde e à prosperidade do nosso mundo livre e democrático". Em consonância com estes pontos de vista, J. Meade propõe uma reforma dos esquemas de fixação dos salários, a qual, no quadro de uma taxa constante de crescimento da procura nominal, fixe taxas de salário em cada sector da economia que visem primordialmente a promoção do emprego nesse sector (espreita aqui a ideia pré-keynesiana de que é o nível dos salários que determina o volume do emprego).

Afirmando a sua discordância relativamente à proibição dos sindicatos, à suspensão da assistência social aos desempregados e a outras medidas destinadas a tornar os trabalhadores mais vulneráveis às flutuações do mercado do trabalho, James Meade propõe um novo quadro para a fixação dos

Como salientam Samuelson e Nordhaus<sup>(387)</sup>, nas sociedades capitalistas industrializadas regista-se hoje uma situação caracterizada por valores muito elevados da taxa natural de desemprego, valores “muito acima da taxa necessária para a migração friccional de trabalhadores jovens e sem experiência à procura de emprego”, sendo certo que, segundo os autores citados, “a elevada taxa natural de desemprego, acarretando a necessidade de se aceitar muito desemprego involuntário, constitui uma falha central do capitalismo moderno”.

salários que poderá sintetizar-se nestes quatro pontos: a) limitação de certos poderes monopolistas excessivos dos sindicatos; b) reforço das limitações e controlos jurídicos e institucionais sobre a fixação dos preços de venda dos monopólios para reduzir tanto quanto possível a sua contribuição para a espiral salários-custos-preços nominais; c) instituição de um organismo central representativo que fixe uma norma para os aumentos salariais, de modo a promover um nível de emprego estável e elevado; d) sanções contra os que pratiquem aumentos salariais para além da norma fixada.

Uma proposta deste tipo — em que a reforma dos esquemas de fixação de salários visa, claramente, a redução destes — não seria contrária, segundo James Meade, à lógica fundamental do keynesianismo. Certo que, nos anos trinta, Keynes defendeu não ser correcto tentar combater o desemprego através da redução dos salários monetários, propondo em alternativa uma política de expansão da procura global. Poderia pensar-se, pois, que as propostas de Keynes são incompatíveis com qualquer política que procure utilizar o controlo da procura para restringir a inflação dos fluxos monetários e as restrições salariais para proporcionar um maior volume de emprego.

J. Meade entende, porém, que as propostas de Keynes se justificavam pelo receio de que, na ausência de políticas de expansão da procura global, a redução dos salários nominais levasse à redução de todos os preços, custos e rendimentos monetários, sem efeito (significativo) sobre o volume da produção e do emprego. Outra deverá ser, no entanto, a perspectiva num mundo que sofre não já de uma forte deflação dos preços e dos salários monetários, mas sim (da ameaça) de uma inflação generalizada. Nestas condições, J. Meade julga que Keynes aceitaria que a redução dos salários pode conduzir à expansão da produção e do emprego, desde que combinada com políticas de expansão da procura global em medida suficiente para evitar que a baixa dos salários monetários possa provocar a baixa do rendimento monetário e da despesa total em bens e serviços.

<sup>(387)</sup> Cfr. SAMUELSON/NORDHAUS, 312.

Perante este quadro é que os neokeynesianos insistem de novo, nos últimos anos <sup>(388)</sup>, na necessidade de ter em conta que as forças económicas se exprimem através das instituições sociais e políticas e que os fenómenos económicos só podem entender-se devidamente quando enquadrados naquelas instituições. Daí a sua tese de que a luta contra a inflação, nas condições actuais, postula mudanças institucionais que se propõem alcançar através de adequadas *políticas de rendimentos* <sup>(389)</sup>.

<sup>(388)</sup> As políticas de rendimentos tiveram uma forte expressão e influência relevante na política económica no período imediatamente posterior à Segunda Guerra Mundial, especialmente na Europa (Holanda, Reino Unido e França).

Nos fins da década de sessenta e primeiros anos de setenta, as políticas de rendimentos atavessaram um período de crise, revelando-se cada vez mais difícil, em virtude do desencanto dos sindicatos com os resultados alcançados, obter o consenso mínimo acerca das finalidades e do funcionamento da economia, indispensável para que elas pudessem aspirar razoavelmente ao êxito.

A crise do petróleo de 1973 veio relançá-las, tendo os sindicatos (ao menos no contexto da Europa capitalista desenvolvida) feito pressão para qua nelas fosse atribuída maior importância à preocupação com a distribuição mais equitativa do rendimento nacional e com a obtenção para os trabalhadores — como compensação para a aceitação de certas formas de contenção da massa salarial — de determinadas garantias em matéria de segurança social, de segurança no emprego, de melhoria dos serviços públicos, etc. Cfr. RIBEIRO/SARMENTO, 747.

<sup>(389)</sup> Em princípio, Keynes defendia que o direito tradicional dos sindicatos de negociar livremente com os empregadores deveria ser respeitado, entendendo que “não é prudente pô-lo em causa excepto por motivo grave e inevitável”. Em sua opinião, “é difícil traçar a linha entre ajustamento de salários e aumentos salariais”, pelo que a sua simpatia vai no sentido de uma política que tenda a estabilizar o custo de vida e não requeira a estabilização dos salários, apontando antes no sentido do aumento dos impostos directos sobre o rendimento.

Para tanto, Keynes considerava fundamental a criação de um clima psicológico favorável ao aumento dos impostos directos. No entanto, para o orçamento de 1941, e com vista a restringir a pressão da procura, na tentativa de evitar um processo inflacionista resultante do excesso de poder de compra relativamente à capacidade efectiva de produção, Keynes propôs o que poderemos chamar uma *política de rendimentos*, voltada para a conten-

Nas suas grandes linhas, poderá dizer-se que se trata de políticas que, perante as consequências inflacionistas das “engineered expansions” — susceptíveis de comprometer, ao menos parcialmente, os objectivos desejados das “demand management policies” —, procuram manter o nível dos preços relativamente baixo, de modo a que as políticas expansionistas possam produzir os seus efeitos sobre o emprego e a produção<sup>(390)</sup>. Em especial no contexto da estagflação, as políticas de rendimentos e preços procuram alcançar novos padrões de comportamento dos salários e dos preços (e dos lucros), com vista a um compromisso aceitável entre a estabilidade dos preços e o pleno emprego. Pretende-se controlar e fazer baixar a taxa de inflação sem reduzir a procura global (e, portanto, sem aumentar o desemprego), o que significa, ao fim e ao cabo, uma tentativa de melhorar o *trade-off* phillipsiano entre inflação e desemprego<sup>(391)</sup>.

---

ção da taxa de inflação em valores à roda dos 5%. Nas condições do Reino Unido da altura, Keynes achou preferível propor a adopção de uma política de controlo dos salários, acompanhada das medidas no plano social necessárias para “tornar o programa no seu conjunto socialmente justo e politicamente aceitável”.

Com este objectivo e também como medida directamente voltada para o controlo da inflação, Keynes propôs a adopção de uma série de subsídios tendentes a evitar a alta do custo de vida e as consequentes reivindicações sindicais. Como forma de assegurar a estabilidade dos preços dos bens essenciais, Keynes propôs, para estes bens, o sistema de racionamento, uma vez que “é mais seguro reduzir os preços dos bens racionados do que os dos não racionados, porque assim se garante que os preços mais baixos não conduzam a maior consumo de determinados bens”. Cfr. J. TREVITHICK, [2], 107-110.

<sup>(390)</sup> Cfr. A. CODDINGTON, 17.

<sup>(391)</sup> Cfr. SAMUELSON/NORDHAUS, 311 e BAUMOL/BLINDER, 295. Estes últimos autores salientam que, até hoje, nenhuma das várias formas já ensaiadas da política de rendimentos conseguiu um êxito permanente na melhoria do *trade-off* inflação/desemprego, não obstante alguns êxitos temporários.

Considera-se que estas políticas, visando a restrição dos salários, dos preços e dos rendimentos (ou a redução e contenção do seu ritmo de crescimento), conseguem atenuar certos factores de rigidez de preços e salários — os quais actuam de modo diferente nas fases de expansão e nas fases de depressão do ciclo económico —, apresentando-se como instrumento insubstituível na luta contra a inflação-custos e, na hipótese da inflação-procura, como expediente importante para se tentar evitar que a inflação aconteça porque as pessoas esperam que ela aconteça <sup>(392)</sup>.

As políticas de rendimentos são recomendadas pela generalidade dos economistas que se reclamam do keynesianismo <sup>(393)</sup>. Na opinião de James Tobin, o que está em causa é um “fundamental distribution conflict”. E seria absurdo pretender resolver este conflito, como o fazem os monetaristas, reduzindo o bolo acerca do qual as partes estão em disputa: “se há um conflito irreconciliável — escreve Tobin —, as doenças da sociedade são mais profundas do que os seus sintomas inflacionários e certamente estão fora do alcance de qualquer banco central”. A política correcta para resolver aquele conflito fundamental exige, segundo Tobin, um programa que coordene a *desinflação monetária* com uma *política de rendimentos* capaz de desinflacionar as reivindicações de rendimento monetário para um nível condizente com a desaceleração da procura agregada nominal <sup>(394)</sup>.

<sup>(392)</sup> Cfr. J. TREVITHICK, [1], 159-168 e 185 ss e BAUMOL/BLINDER, 297.

<sup>(393)</sup> No entanto, tanto no Reino Unido como nos EUA, foram governos de orientação conservadora que, algo paradoxalmente, ensaiaram pela primeira vez políticas deste tipo, quer mediante a imposição do congelamento de preços e salários quer por outros meios. Cfr. M. DESAI, [2], 7.

<sup>(394)</sup> Cfr. J. TOBIN, [12], 39. Num texto de 1983, James Tobin (*apud* G. D'ALAURO, 64/65) não hesita em afirmar que “a política financeira e monetária keynesiana é mais relevante hoje do que em qualquer outra época

16.1. — Dada a natureza das questões em causa, compreende-se que as políticas de rendimentos só sejam viáveis se se conseguir um consenso social básico acerca de temas tão complexos como a orientação do desenvolvimento económico e a divisão do produto social.

E já se vê que este consenso não é fácil de obter, ao menos fora do quadro de situações de excepção. E também não é fácil, em economias de livre empresa, promulgar e fazer cumprir leis que imponham os preços a pagar por cada um dos vários bens e serviços que estão no mercado. Leis deste tipo, que afectam de modo imediato os rendimentos que cada um procura obter dos bens e serviços que tem para vender, só poderão aspirar a um grau razoável de cumprimento se a grande maioria das pessoas as considerar justas e praticáveis, aceitando comportar-se de acordo com os seus preceitos, sem necessidade de um corpo de fiscais sempre dispendioso, gerador de corrupção e em grande medida ineficaz.

Como este consenso nacional raramente existe, os governos procuram não utilizar a coerção legal para impor as políticas de rendimentos. A solução preferível seria a de políticas de rendimentos que poderíamos chamar *voluntárias* ou *concertadas*, conseguidas mediante *pactos sociais* que comprometam os sindicatos, as associações patronais e os governos, aos quais caberia a missão de promover e estimular estes pactos de *concertação social*.

Não falta, porém, quem não confie nesta política baseada em exortações, em apelos ao 'interesse nacional' ou a outros

---

desde a Grande Depressão". Mas acrescenta: "Mesmo que seja feito tudo o que realisticamente pode ser feito política e economicamente (...) eu acredito que precisaremos de políticas de rendimentos no nosso arsenal". Em outro trabalho (de 1984), reconhece que "os falhanços do passado tornaram as políticas de rendimentos fora de moda, mas, *faute de mieux*, elas merecem ser reconsideradas".

valores deste tipo (*jawboning* ou *moral suasion*). Propõem uns que o governo fixe e anuncie por sua iniciativa orientações gerais acerca da evolução desejável das taxas de aumento dos salários e dos preços, em geral com o objectivo — que é também, normalmente, o dos pactos sociais — de evitar que os aumentos salariais ultrapassem os limites do aumento da produtividade. A dificuldade desta política de *Wage-Price Guidelines* reside também em que os governos não têm meios de a fazer cumprir (a não ser, eventualmente, não comprando bens às empresas que não cumprem as suas orientações).

Outra modalidade de políticas de rendimentos tem sido seguida por autores como Sidney Weintraub, Henry Wallich e Arthur Okun. São as chamadas *políticas de rendimentos de base fiscal*, que procuram utilizar o sistema fiscal como instrumento de combate à inflação. Muito sintética e genericamente, pode dizer-se que elas assentam na ideia de subsidiar aqueles trabalhadores e/ou empresas cujos salários ou preços evoluem de acordo com orientações ou 'normas' definidas como anti-inflacionistas, penalizando, ao invés, no plano fiscal, os agentes económicos cujo comportamento, no domínio da formação dos preços e salários, se revela inflacionista.

Para além da questão da complexidade da sua aplicação prática, que os autores põem em relevo, também aqui se levanta a questão de saber se elas poderão ser eficientes apenas com base em incentivos, sem coacção — o que Galbraith, v.g., põe em dúvida <sup>(395)</sup>.

<sup>(395)</sup> Cfr. J. K. GALBRAITH, [2], 154. Sobre estas políticas de rendimentos de base fiscal (TIP — "Tax-Based Incomes Policy") e, em termos mais amplos, sobre a problemática de uma *política de rendimentos anti-inflação com base em incentivos* — que inclui, a par das TIP, as políticas de rendimentos com base no mercado (MIP — "Market-Based Incomes Policy"), cfr. E. BEBIANO CORREIA.

Uma síntese das várias modalidades de políticas de rendimentos e uma breve análise crítica da sua aplicação pode ver-se em BAUMOL/BLINDER, 294-302 e em E. SHAPIRO, (5ª ed.), 545-565.

Outros autores defendem abertamente a necessidade de lançar mão de *políticas de controlo de preços e salários*, através da imposição pelo governo de 'normas' ou 'tectos' dentro dos quais terão de manter-se, obrigatoriamente, os aumentos de preços e salários. Esta foi uma política adoptada com êxito — lembram os seus defensores — nos países beligerantes durante a 2.ª Guerra Mundial e, nos EUA, também durante a Guerra da Coreia. Naturalmente que há quem sublinhe os custos elevados desta política, e quem sublinhe também o fracasso que constituiu a sua utilização em tempo de paz pela Administração Nixon (a taxa de inflação acabou por não ser inferior à que seria sem o controlo e acentuou-se a sua *variabilidade*, com grandes diferenças nas taxas de inflação em curtos intervalos de tempo) <sup>(396)</sup>.

Não obstante estas reservas, não falta quem sustente que uma *política de controlo permanente de preços e salários* é a única solução eficaz no contexto de economias em que preços e salários se fixam cada vez mais independentemente das condições do mercado. Mantendo-se fiéis ao objectivo do pleno emprego, aos governos não restaria outra alternativa que não seja a de assumirem eles próprios a responsabilidade de fixarem preços e salários (incluindo, é claro, os que dependem do próprio governo, como os preços de garantia dos produtos agrícolas, os salários mínimos legais, os vencimentos dos trabalhadores do estado, as pensões de reforma, as tarifas dos serviços públicos, etc.) dentro de limites compatíveis com o aumento da produtividade.

Este é, por exemplo, o ponto de vista de Galbraith, expresso na sua proposta de uma *política global de rendimentos e preços* <sup>(397)</sup>. Não rejeitando as negociações de pactos sociais

<sup>(396)</sup> Cf. SAMUELSON/NORDHAUS, 311/312 e BAUMOL/BLINDER, 297.

<sup>(397)</sup> Cf. J. K. GALBRAITH, [1], cap. XXII e [2], 139-156.

promovidas pelos governos, Galbraith considera utópica esta via e sustenta que, uma vez esgotados os seus esforços no sentido de obter a cooperação de todos os sectores económicos, os governos devem dispor dos meios necessários para fazer aplicar a sua política, “não podendo haver escapatória fácil para a responsabilidade dos poderes públicos”.

Esta política “será necessária — segundo Galbraith — enquanto existirem grandes empresas e sindicatos poderosos, enquanto os agricultores reclamarem preços mais elevados e enquanto os outros actores da economia se baterem pelo crescimento dos seus rendimentos”. Tendo em conta a realidade do “sistema industrial” nos EUA, Galbraith sustenta que os mesmos factores que provocaram a concentração do poder económico, destruindo o mercado, tornaram necessária a política de rendimentos e viabilizaram-na, na medida em que reduziram a um número relativamente pequeno as organizações com as quais a administração tem que lidar. Ao fim e ao cabo, “trata-se de regulamentar rendimentos que são já controlados por algumas centenas de sindicatos, e lucros e preços que são já fixados por cerca de duas mil grandes empresas”.

Galbraith acusa as políticas tradicionais destinadas a combater a inflação (baseadas em medidas monetárias e financeiras) de imporem a redução da actividade económica e o aumento do desemprego para conseguirem sustentar a subida dos salários e dos preços. E defende que a política de *restrições directas* dos salários, dos preços e dos restantes rendimentos “facilitaria a criação de novos empregos, permitiria às fábricas funcionar em pleno, reduziria simultaneamente os riscos da inflação (...), substituindo o desemprego como arma contra a inflação”.

16.2. — Simplesmente, a prática da política de controlo de preços e salários encaixa mal na lógica das economias capitalistas. Uma tal política pode funcionar — e tem funcio-

nado — razoavelmente em períodos breves e em circunstâncias excepcionais, normalmente em períodos de guerra. Nestas condições, é relativamente fácil conseguir um consenso social bastante alargado para que o êxito desta política não fique submerso na multidão de inspectores encarregados de fiscalizar o seu acatamento, que sempre ficaria, apesar dos fiscais, longe do total.

Mas, em condições normais, a grande dificuldade reside exactamente na obtenção deste consenso social. Para que ele não seja fictício, é necessário que a política de rendimentos controle os preços dos bens e serviços e os rendimentos de todos os tipos, não só os salários mas também os juros, os lucros, os rendimentos da propriedade. Só que a fixação dos preços e a fixação e controlo das taxas de lucro por parte do governo é algo de absurdo no quadro de uma economia capitalista. Isto porque o lucro não é um rendimento como os outros, ele é a força motriz de todo o sistema, é o alimento da acumulação do capital, sem o que não haverá investimento nem crescimento económico. Se se levasse até às últimas consequências uma política de rendimentos estruturada como se diz acima, é claro que dela derivaria a asfixia do sector privado capitalista da economia, vendo-se o estado obrigado a substituir-se aos capitalistas e empresários na função de acumulação do capital e de promoção do investimento produtivo. Assim entendida, uma política obrigatória e permanente de controlo de preços, de salários e de outros rendimentos pode traduzir-se, em último termo, na destruição da 'economia de mercado' <sup>(398)</sup>.

---

<sup>(398)</sup> O menos que poderá dizer-se é que a manutenção de tal política com carácter permanente acabaria por conduzir ao aparecimento das *bichas* para aquisição dos produtos cuja procura, a um preço mantido abaixo do nível de equilíbrio, ultrapassaria a oferta. A alternativa, praticada em tempo de guerra, é o racionamento. Num caso como noutro, o *mercado negro* surgiria como subproduto inevitável. Cfr. BAUMOL/BLINDER, 298.

Os defensores das políticas de rendimentos atribuem-lhes hoje, a par do objectivo de combate à inflação, o objectivo de assegurar uma redistribuição mais equitativa do rendimento nacional, inclusive no que se refere à 'correção' do leque das diferenças salariais resultante da livre contratação colectiva. Galbraith, v.g., acentua particularmente este aspecto: "Um esforço para uma repartição mais equitativa dos rendimentos constitui um elemento indispensável da Política Global de Rendimentos e Preços", até porque "a relativa redução do leque dos rendimentos, a elevação dos pequenos e médios rendimentos comparativamente aos que estão no topo da escala corresponde às aspirações da grande maioria" <sup>(399)</sup>.

Isto significa que os neokeynesianos afastam a velha tese segundo a qual um maior grau de igualdade na distribuição do rendimento afecta negativamente o ritmo do crescimento económico <sup>(400)</sup>.

Mas significa também a compreensão de que este é, sem dúvida, um elemento importante para se conseguir a cooperação dos sindicatos, indispensável à execução e ao êxito desta política. Os seus adeptos parecem conscientes de que, como salienta J. Trevithick <sup>(401)</sup> "o problema da determinação e, portanto, do controlo dos salários monetários já não pode ser analisado em termos estritamente económicos: em grande medida, passou a ser um problema político". Em termos mais gerais, poderá mesmo afirmar-se que a generalidade dos autores que defendem as políticas de rendimentos assim entendidas subscrevem a ideia de que não é correcto reduzi-las a uma sim-

---

E Milton Friedman sustenta, aliás, que o mercado negro é preferível à inflação reprimida através do sistema de controlo de preços e salários. Cfr. M. FRIEDMAN, [14], 28 e 56 e [30], 275-278.

<sup>(399)</sup> Cfr. J. K. GALBRAITH, [2], 144 e 149.

<sup>(400)</sup> Cfr. G. FEIWEL, [1], 158/159.

<sup>(401)</sup> Cfr. J. TREVITHICK, [1], 187.

ples solução técnica para um problema estritamente económico e de que elas devem ser encaradas como políticas que, na síntese de J. M. Rolo<sup>(402)</sup>, têm que ver com a própria essência dos conflitos sociais inerentes às sociedades capitalistas contemporâneas e tocam questões tão fundamentais como a questão da orientação do desenvolvimento económico e a própria questão do poder nas modernas sociedades industriais.

Têm razão os defensores das políticas de rendimentos quando argumentam que, perante a acentuada inflexibilidade da estrutura salarial observada, ao longo do tempo, nos países capitalistas industrializados, cai por terra o argumento dos monetaristas de que é indispensável deixar funcionar o mercado para que os 'sinais' fornecidos pelos 'preços relativos' possam orientar correctamente a distribuição dos recursos pela economia. Com efeito, aquela inflexibilidade do leque salarial significa que o mercado (através da livre contratação colectiva) não só não torna mais 'suave' a diferença de níveis salariais como não assegura a distribuição mais racional da mão-de-obra pelos vários sectores da economia<sup>(403)</sup>.

A verdade, porém, é que também neste aspecto têm vindo ao de cima as dificuldades de êxito das políticas de rendimentos. Os autores salientam que este objectivo só poderia alcançar-se a partir de políticas muito flexíveis, que implicam o risco de transformar a excepção em regra e de perder as condições mínimas de eficiência. E referem que, na prática, elas se têm traduzido em distorções de vária ordem na distribuição dos rendimentos salariais entre as diversas profissões e actividades, muitas vezes em detrimento daquelas profissões ou actividades em que

---

<sup>(402)</sup> Cf. J. M. ROLO, 204.

<sup>(403)</sup> Cf. J. TREVITHICK, [1], 165.

a produtividade por trabalhador é mais difícil de medir ou de incrementar, ou ambas as coisas <sup>(404)</sup>.

No que toca ao objectivo mais vasto de assegurar maior igualdade na distribuição do rendimento nacional, Galbraith salienta que, “no passado, os sindicatos desconfiaram sempre que as medidas de austeridade atingiam com prioridade os salários dos trabalhadores sindicalizados e só depois incidiam sobre as outras formas de rendimentos” <sup>(405)</sup>. Em alguns casos tem-se mesmo concluído que, em vez de tornarem mais equitativa a repartição do rendimento, as políticas de rendimentos têm antes acentuado as desigualdades, nomeadamente permitindo subidas consideráveis dos lucros em períodos de contenção salarial, alimentando deste modo a razão dos que sustentam que tais políticas mais não pretendem do que fazer recair sobre os trabalhadores os sacrifícios exigidos em nome da necessidade de debelar a inflação <sup>(406)</sup>.

Não há dúvida de que o controlo permanente do lucro não tem sentido no quadro das economias capitalistas, porque “a noção de lucro ‘correcto’ ou ‘razoável’ é um absurdo num sistema capitalista” <sup>(407)</sup>. E por isso é que as políticas de rendimentos que efectivamente são levadas à prática não podem deixar de actuar como políticas cujo objectivo e cujo resultado acabam por ser o de conseguir a contenção dos salários nominais, a redução dos salários reais e o aumento dos rendimentos do capital. Embora por caminhos diferentes e — apesar da utopia das propostas de Galbraith, v.g. — com diferentes consequências práticas, os neokeynesianos acabam por se aproximar dos monetaristas relativamente à necessidade de dar

<sup>(404)</sup> Cf. J. TREVITHICK, [1], 159-161 e A. DUNNETT, 98ss.

<sup>(405)</sup> Cf. J. K. GALBRAITH, [2], 149.

<sup>(406)</sup> Cf. RIBEIRO/SARMENTO, 747.

<sup>(407)</sup> Cf. GAMBLE/WALTON, 111-115.

combate à estagflação à custa dos titulares de rendimentos salariais <sup>(408)</sup>.

16.3. — Por razões diversas das que se apontam atrás, os liberais em geral (e os monetaristas em particular) têm-se manifestado contra as políticas de rendimentos. O argumento de fundo é o de que elas impedem que o mecanismo dos preços desempenhe a sua função, provocando, por isso mesmo, efeitos secundários negativos no que toca à afectação dos recursos <sup>(409)</sup>. E se o mecanismo dos preços é o mecanismo essencial da “rational economic order” (Hayek), compreende-se que se rejeite com veemência tudo o que possa perturbar o seu funcionamento normal.

E compreende-se a particular veemência com que Milton Friedman ataca a política de controlo de preços e salários. Esta é uma técnica que visa ‘reprimir’ a inflação. E, em seu entender, a *inflação reprimida* não só não constitui remédio para combater a *inflação aberta* como representa a forma mais perniciosa de todas as formas de inflação.

<sup>(408)</sup> Talvez seja isto mesmo o que James Tobin reconhece quando, em finais de 1988, escreve: “Do ponto de vista da macroeconomia keynesiana, seria preferível promover a redistribuição através dos impostos e das transferências em vez de o fazer através da imposição ou do encorajamento do aumento dos rendimentos salariais, na medida em que os aumentos dos custos directos se mostram contraproducentes do ponto de vista macroeconómico” (cfr. J. TOBIN, [15], 4/5).

<sup>(409)</sup> Reservas de outra ordem são levantadas às políticas de rendimentos por parte de certos críticos que, ao invés de acentuarem o papel negativo dos ‘monopólios sindicais’, consideram importante a pressão dos sindicatos para ‘obrigar’ as empresas à busca permanente de ganhos de produtividade. Para estes autores, as políticas de rendimentos, na medida em que controlam o nível dos preços e dos lucros e tornam mais débil a pressão dos sindicatos sobre as empresas, podem afectar negativamente os estímulos que constituem a essência da dinâmica de progresso da economia. Cfr. J. M. ROLO, 204.

Não eliminando as pressões inflacionistas, os mecanismos de controlo de preços e salários limitar-se-iam a modificar a localização dessas pressões e a suprimir (temporariamente) algumas das suas manifestações, acabando por acentuar a *variabilidade* da inflação, a qual provoca uma desorganização da economia muito mais grave do que a resultante da inflação aberta. “Uma inflação reprimida — escreve M. Friedman <sup>(410)</sup> —, mesmo que seja moderada, pode causar enormes prejuízos ao sistema económico, exige ampla intervenção governamental sobre os pormenores da actividade económica, destrói o sistema de livre empresa e, juntamente com ele, a liberdade política”.

Posta assim a questão, é natural interrogarmo-nos acerca da explicação de Milton Friedman para o facto de os governos não desistirem de lançar mão da política de controlo de preços e salários. Cremos que essa explicação é particularmente representativa do pensamento friedmaniano. Por isso valerá a pena deixá-la aqui, nas palavras do próprio Friedman: “É necessário termos consciência de que os controlos sobre os preços e os salários não constituem um remédio para a inflação. Tem-se recorrido a tais controlos há dois mil anos e não se recorda um só caso em que eles tenham produzido efeitos positivos. E temos de nos convencer também de que aqueles que estão no governo não são tão tolos que o não saibam. Nixon em 1971 e Heath, na Grã-Bretanha, em 1972, sabiam-no tão bem como eu. Eles sabiam que os controlos sobre os preços e os salários nunca serviram para conter a inflação. Poderá perguntar-se então porque decidiram eles recorrer a tais controlos. A resposta é que eles são sempre impostos por um governo que se propõe produzir inflação. Isto parece um paradoxo, mas não é. Quem está no poder e deseja produzir inflação não pode seguir

---

<sup>(410)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [17], 98 e 112.

uma política inflacionária, antes quer conseguir duas coisas: por um lado, dar à opinião pública a impressão de estar a fazer alguma coisa para combater a inflação; por outro lado, retardar as consequências da política inflacionária. Quem governa é um político — conclui Milton Friedman — e, por definição, isto significa que se ocupa do período curto e que olha apenas para as próximas eleições, que estão para breve ...” (411).

Mais uma vez aflora a ideia de Friedman de que a inflação é um problema filho da política económica, ao que parece não apenas errada mas também maquiavélica ...

No que se refere, em particular, às taxas de câmbio, a preferência dos monetaristas vai, em todas as circunstâncias, para um sistema de câmbios flutuantes, de acordo com os cânones de um mercado livre de divisas (412). Milton Friedman é especialmente duro na condenação da política de *controlo de câmbios* (em geral associada à política de taxas de câmbio múltiplas, à concessão de subsídios às exportações e à imposição de quotas às importações e respectivo licenciamento) como instrumento de luta contra a *inflação importada*. E sublinha que os efeitos de

(411) É um trecho extraído de “L’ inflazione è un male curabile?”, em *Bancaria*, Jan/1977, 14 (apud G. D’ALAURO, 38).

(412) Aplicando as suas concepções a um país como a Índia, Milton Friedman defendia em 1963, numa conferência proferida em Bombaim, que as autoridades indianas deveriam pôr em prática um sistema de câmbios livres. Como consequência, a rupia desvalorizar-se-ia — e muito —, e as pessoas de outros países seriam incentivadas a comprar rupias, proporcionando à Índia uma oferta temporária de divisas, que aguentariam a situação até que as exportações indianas começassem a expandir-se e pudessem proporcionar ao país os recursos indispensáveis em moeda estrangeira. Retirando ele próprio credibilidade à sua tese, Milton Friedman admitia, porém, que seria *indefinidamente longo* o período de pleno ajustamento, porque “o pleno ajustamento significa a criação de indústrias que originarão as exportações daqui a cem ou duzentos anos” (Cfr. M. FRIEDMAN, [14], 63).

tal política seriam não só arbitrários como perversos e abririam sempre as portas à corrupção <sup>(413)</sup>.

Poderemos, pois, concluir que, na óptica dos monetaristas, a solução correcta consiste em deixar funcionar livremente as forças do mercado e o mecanismo dos preços, defendendo, em conformidade, a *desregulamentação* de todas as actividades económicas, o funcionamento da concorrência em todos os domínios, a derrogação de todas as formas de intervenção do estado na fixação do salário mínimo, na protecção à actividade sindical, na fixação das taxas de câmbio, na garantia de preços agrícolas mínimos, na atribuição de preços políticos aos serviços públicos, na defesa dos interesses nacionais nas relações económicas com o exterior, etc., etc..

Como última nota relativamente a esta questão, valerá a pena referir que, apesar de adversários acérrimos de qualquer tipo de intervenção do estado na economia, os monetaristas são defensores entusiastas de um *sistema de indexação imediata e generalizada* utilizando de forma concertada aquilo que Milton Friedman chama *indexação compulsiva* e *indexação voluntária* <sup>(414)</sup>.

A indexação não é, como se sabe, um instrumento destinado a pôr cobro à inflação. De certa forma, ela reflecte mesmo a ideia de que, não podendo 'matar-se' a inflação, o melhor é arranjar um modo de viver com ela o melhor possível. Essa

---

<sup>(413)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [14], 50 ss e [30], 277. Embora não seja o sistema da sua preferência, o *leilão das divisas* disponíveis (ou das licenças de importação) apresenta-se aos olhos de Friedman como um mal menor, na medida em que, embora não proporcione incentivos adequados às exportações, ele tem ao menos a vantagem de permitir que sejam as forças do mercado a determinar quais os bens que serão importados e o respectivo preço.

<sup>(414)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [29], [31] e [33]. Contra, v. g. J. K. GALBRAITH, [2], 136/137.

seria, segundo os monetaristas, a vantagem de um sistema imediato e generalizado de indexação, considerado como expediente capaz de aproximar o mais possível as antecipações dos agentes económicos do ritmo efectivo da inflação, propiciando maior racionalidade às decisões dos agentes económicos e permitindo assim que a actividade económica se desenvolva de forma regular, sem altos e baixos, i. é, sem crises mais ou menos profundas e duradouras. Assim sendo, um sistema de indexação como o concebido por Milton Friedman permitiria anular boa parte dos custos sociais resultantes da inflação, 'neutralizando' os seus efeitos sobre as variáveis reais e criando um ambiente mais favorável à adopção pelos governos e à aceitação pelos agentes económicos e pela opinião pública de uma política adequada de combate à inflação <sup>(415)</sup>.

#### 17. — Os monetaristas e a luta contra a inflação.

17. — Já vimos como, ao longo da década de setenta, os monetaristas conseguiram arvorar a inflação em inimigo público número um, responsabilizando por ela as políticas keynesianas anti-cíclicas.

As situações de *estagflação* que começaram a ocorrer nos países capitalistas desenvolvidos foram caracterizadas por Hayek como situações em que "a taxa de inflação aceite não basta para produzir durante muito mais tempo emprego satisfatório". Mais: os monetaristas sustentam que quanto maior for o período de tempo durante o qual se persistir em ir aumentando o emprego à custa de uma inflação continuada e crescente

---

<sup>(415)</sup> Já em outro lugar estudámos com mais vagar as implicações e o significado da indexação. Limitamo-nos a remeter para A. J. AVELÃS NUNES, [2], 543-584.

maior será o volume do desemprego que, no fim do processo, a inflação produzirá.

Os monetaristas entendem também, como vimos, que, do ponto de vista estratégico, a continuidade da inflação põe em risco a própria essência do sistema econômico capitalista, atacando as bases da sua 'racionalidade' e 'eficiência'.

Tanto basta para justificar a conclusão de que a primeira prioridade da política econômica deve ser a de dar combate à inflação, qualquer que seja o preço. Assim se atinge o ponto mais elevado da tensão sempre existente entre o que James Tobin chama o "ideological monetarism", proclamando a necessidade ingente de pôr cobro à inflação e prometendo livrar-nos dela, e o "theoretical monetarism", segundo o qual a inflação teria apenas ligeira e efêmera influência no comportamento real da economia (segundo a lógica das *adaptive expectations* de Milton Friedman) ou não teria mesmo qualquer efeito sobre o comportamento real da economia, como decorre da linha teórica do "monetarism mark II", isto é, dos adeptos da teoria das expectativas racionais <sup>(416)</sup>.

Perante situações de inflação muito elevada e de desequilíbrios graves da economia e perante as situações de *stagflation* (ou de *slumpflation*) que vêm caracterizando nos últimos anos as economias capitalistas mais avançadas, os monetaristas têm transformado a sua regra de ouro de nada fazer (*do nothing rule*) no imperativo de adoptar uma política severamente restritiva, com diminuição da oferta de moeda, baixa da produção e aumento do desemprego.

Os friedmanianos entendem que a única possibilidade de manter um nível de desemprego inferior à *taxa natural de desemprego* reside na manutenção de um processo inflacionista sempre crescente: não basta que a taxa de inflação seja elevada, é

---

<sup>(416)</sup> Cfr. J. TOBIN, [12], 35.

necessário que seja crescente. Por isso, dados os males que, do ponto de vista da racionalidade e da operacionalidade do funcionamento do sistema, atribuem à inflação, optam por dar-lhe luta, custe o que custar, aceitando uma política que, nos quadros friedmanianos, se traduzirá em taxas de desemprego efectivo superiores à taxa natural de desemprego.

A acusação muitas vezes feita aos monetaristas de que subestimam a importância do desemprego tem sido por eles rejeitada, alegando que as suas concepções teóricas e as suas propostas de política económica não reflectem uma opção entre mais desemprego ou menos desemprego no presente, mas antes uma opção entre uma redução menor do desemprego no presente e um maior aumento do desemprego no futuro. Isto porque, na óptica monetarista, como já vimos, o nível de desemprego necessário para ultrapassar a crise provocada pela *estagflação* será tanto mais elevado quanto mais se adiar a solução.

Poderá acontecer que, em alguns países, o banco central não funcione nas condições exigidas, a administração fiscal seja deficiente ou não exista um mercado de títulos significativo e devidamente estruturado. Nestes casos podem surgir dificuldades de ordem técnica na concretização das medidas alternativas à inflação ou de combate à inflação. Mas o que, em regra, acontece é que a execução destas medidas suscita, da parte dos governos, resistências de ordem política, as quais constituem, para os monetaristas, os verdadeiros obstáculos (políticos) a que se ponha termo à inflação. “Não há qualquer dificuldade técnica acerca de como acabar com a inflação. Os verdadeiros obstáculos são políticos, não técnicos” — esta a posição claramente expressa por Milton Friedman <sup>(417)</sup>.

---

<sup>(417)</sup> Cf. M. FRIEDMAN, [33], 25.

Estes obstáculos têm a sua raiz nas vantagens que, segundo Friedman, os governos extraem do "inflation tax", vantagens que lhes permitem evitar o preço político do recurso aberto ao aumento dos impostos, à vista da opinião pública e à mercê da aprovação parlamentar.

Mas, para além de não quererem perder estas vantagens, os governos temem o impacte negativo dos efeitos adversos que temporariamente resultarão da política de combate à inflação, temor perfeitamente justificado quando a sobrevivência se joga, sempre a curto prazo, nos "mercados políticos". Temor que se justifica mais fortemente ainda quando existe a obrigação (por vezes de origem constitucional) de os governos prosseguirem uma política de pleno emprego e quando a primazia da luta contra o desemprego é um valor enraizado na cultura política da comunidade.

Nestas condições, perante a baixa da produção e o aumento do desemprego, os governos têm tendência para reagir — por vezes em excesso — com a adopção de medidas que darão novo impulso à inflação e às expectativas inflacionistas.

Como veremos, os monetaristas não esquecem que são estes os verdadeiros obstáculos — *obstáculos políticos* — à prossecução e ao êxito das suas políticas anti-inflacionistas e terão isso em conta na definição do perfil das políticas a utilizar no ataque imediato à inflação.

Confrontados com a necessidade desta acção imediata, alguns lembram mesmo que a defesa da *monetary growth-rate rule* foi inicialmente avançada por Milton Friedman com base na capacidade de uma tal política para *manter* a estabilidade numa economia estável, não havendo a mesma unanimidade entre os monetaristas acerca da questão de saber como enfrentar o problema de *restabelecer* a estabilidade quando ela deixa de se verificar <sup>(418)</sup>. Admitindo em geral que, em tais situações, o

<sup>(418)</sup> Cfr. D. LAIDLER, [1].

objectivo de longo prazo deve ser o regresso a uma taxa moderada de crescimento dos agregados monetários, entendem alguns que deve fazer-se rapidamente o regresso à regra monetária desejada.

Outros, mais próximos da análise tradicional do *trade-off* phillipsiano, defendem uma estratégia gradualista, justificada com base no argumento de que as expectativas inflacionistas subsistem para além do momento em que deixa de haver base para elas. Mas, se assim é, então uma política de redução rápida da inflação apresenta grandes riscos de obrigar, durante um período de tempo que pode ser demasiado longo, a uma redução acentuada da taxa de crescimento da massa monetária, com o agravamento da depressão e da taxa de desemprego, sem efeitos espectaculares no que se refere à contenção da inflação <sup>(419)</sup>.

---

<sup>(419)</sup> O *tratamento de choque* porposto pelos primeiros foi levado à prática há uns anos, no quadro de ditaduras militares, em países como o Chile e a Argentina e — com certos condimentos de ecletismo — no Brasil. Abstraindo das condições políticas que a tornaram possível, cremos que não foram estimulantes os resultados da *shock therapy*. Diremos mesmo que só a ditadura tornou possível a sua experiência.

A *estratégia gradualista* tem sido ensaiada nos países capitalistas industrializados, embora alguns autores sejam de opinião que só no Canadá teve algum êxito a tentativa do Banco Central de levar por diante, de modo suave mas continuado, a redução das taxas de expansão monetária. Nos outros países, a ocorrência de taxas de juro elevadas ter-se-á revelado um problema político mais complicado do que a existência de taxas de desemprego ... (Cfr. D. LAIDLER, [1], 22/23).

Em algumas situações (no Brasil, v.g.) têm-se praticado políticas ecléticas que os autores designam por *gradualismo rápido* e *gradualismo lento* (Cfr. A. J. AVELÁS NUNES, [2], 126, 522 ss e 616 ss).

James Tobin, v.g., mostrou, em fins de 1980, que, nos EUA, os efeitos da política anti-inflacionista baseada na redução da despesa monetária se traduziam, em 90%, na diminuição da produção, do emprego e do investimento, só ligeiramente baixando a taxa de inflação (Cfr. J. TOBIN, [12], 38). Nas palavras de M. DESAI, [1], “o amargor do remédio administrado não é prova da sua eficácia”.

Em termos gerais, todos os monetaristas estão de acordo com estes princípios fundamentais enunciados por Milton Friedman <sup>(420)</sup>:

1 – “Sendo a inflação sempre e em toda a parte um fenómeno monetário, a responsabilidade pelo seu controlo cabe ao governo”;

F. Modigliani defendeu também que a taxa de desemprego de 9% registada nos EUA na primavera de 1975 se ficou a dever, em larga medida, ao facto de o Sistema de Reserva Federal se ter recusado a alterar a regra de orientação monetarista de não aumentar a circulação monetária mais de 6% ou 7%, definida anteriormente, para combater a inflação resultante do choque do petróleo de 1973/74 (cfr. F. MODIGLIANI, [4], 4).

Mais recentemente, James Tobin pôs em evidência os resultados desastrosos das “draconian measures” adoptadas na Europa e nos EUA para combater os *booms* inflacionistas resultantes dos choques do petróleo de 1973/74 e de 1979. Nos EUA, a taxa de desemprego passou de 5,8% em 1978/79 para 10,7% no Outono de 1982, período durante o qual a utilização da capacidade produtiva baixou de 86% para 68%. Segundo Tobin, tal desastre é o resultado da política deflacionista adoptada pelo Sistema de Reserva Federal, que provocou uma queda acentuada da procura agregada. A diminuição da liquidez concedida ao sistema bancário provocou uma subida da taxa de juro, a qual desencadeou a redução das despesas públicas para fins sociais (subsídio de desemprego, saúde, educação, etc), a diminuição do investimento público em geral, a diminuição da procura de todos os bens comprados a crédito (equipamentos, habitações, bens de consumo duradouros) e a diminuição das exportações resultante da subida da cotação do dólar. Até que as autoridades inverteram a sua actuação. Foi um triunfo das “demand-side economic policies”, um “triunfo keynesiano”, conclui Tobin, i. é, um triunfo da tese segundo a qual o que é determinante, na perspectiva da produção e do emprego, é o comportamento da procura agregada, para cujo controlo é fundamental o papel das políticas macro-económicas.

Referindo-se às duas recessões ocorridas nos EUA entre 1979-82 (interrompidas por um breve período de recuperação no inverno de 1980/81), James Tobin não resiste, mais uma vez, à ironia: “Talvez alguém pense – esclarece ele – que os trabalhadores americanos se tornaram de repente preguiçosos e mais desejosos de tempo livre e dos benefícios do desemprego, e que perderam a sua formação profissional. Se fosse este o caso, estes mesmos trabalhadores não teriam querido trabalhar durante o período de crescimento que se seguiu, por salários reais substancialmente iguais aos de 1980”. Cfr. J. TOBIN, [15].

<sup>(420)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [17], 98 e 120.

2 — “O único caminho eficaz para suster a inflação é o de restringir a taxa de crescimento da quantidade de moeda”;

3 — “A inflação tem sido sustida quando e só quando se tem impedido o crescimento demasiado rápido da quantidade de moeda, e a cura tem sido efectiva quer tenham sido tomadas outras medidas quer não”.

Poderá dizer-se, com Samuelson <sup>(421)</sup>, que “não há no mundo espectáculo mais deprimente do que o de um economista antiquado deitando espuma pela boca e decidido a curar a inflação mediante a disciplina monetária”. Mas este é o caminho proposto pelos monetaristas. As diferenças entre eles vão resultar da escolha que façam entre uma política de *tratamento de choque* (“shock therapy” ou “bang-bang policy”) e uma *política gradualista* (“go slow policy”).

Segundo os monetaristas friedmanianos, uma política financeira restritiva (diminuição das despesas públicas, redução das taxas tributárias), embora necessária como complemento da política monetária voltada para o controlo da quantidade de moeda, não é suficiente para reduzir a taxa de inflação. Assim como a política financeira expansionista só gera inflação se for acompanhada do aumento da massa monetária, também a política financeira restritiva tem que ser acompanhada da diminuição da taxa de expansão da massa monetária para produzir efeitos anti-inflacionistas. A aceitação pelos monetaristas das concepções quantitativistas significa que a quantidade de moeda é a variável fundamental das políticas orientadas para o controlo do nível dos preços.

Mas não é tão simples como pode parecer traduzir esta ideia geral em termos de política económica, mesmo aceitando que, havendo uma relação estreita entre a variação da quanti-

<sup>(421)</sup> *Apud* G. FEIWEL, [1], 167.

dade de moeda e a variação do nível dos preços, o controlo da quantidade de moeda pode ser usado como instrumento para combater a instabilidade monetária.

Em 1.º lugar, esta relação é uma relação estreita *em média*, consistente com muitas variações de caso para caso, sendo certo que o que conta para a política a desenvolver em cada ciclo particular é a relação específica que se verifica nesse ciclo e não a relação média.

Em 2.º lugar, uma alteração na quantidade de moeda só produzirá os seus efeitos doze ou quinze meses depois, o que significa que o êxito de tal política exige uma capacidade de previsão que não é fácil de realizar. É por isso que a intervenção sobre a quantidade de moeda com fins estabilizadores pode ter efeitos desestabilizadores, influenciando a economia de modo errado e aleatório (“a cura pode ser pior que a doença”, reconhece o próprio Milton Friedman) <sup>(422)</sup>.

17.1. — A *estratégia gradualista* é a que melhor se conjuga com a teoria friedmaniana das *expectativas adaptativas*. Se as expectativas inflacionistas se formam lentamente, com base na experiência passada, é natural que os efeitos de inércia decorrentes desta experiência continuem a fazer-se sentir na formulação das expectativas dos agentes económicos mesmo para além do momento em que, do ponto de vista teórico, se considere que elas já não se justificam (falam alguns de *inertial inflation*).

É natural que, perante a diminuição da quantidade de moeda em circulação e a conseqüente diminuição do ritmo de crescimento da despesa monetária total, cada produtor pense

---

<sup>(422)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [14], 21 e [19], 445. Creemos que serão de A. W. PHILLIPS as primeiras tentativas de demonstrar que uma política de estabilização mal orientada pode ter efeitos desestabilizadores. Cfr. A. W. PHILLIPS, [3] e [4].

que ela se reporta apenas à sua empresa ou ao sector em que se insere e que se trata de um fenómeno meramente temporário. A sua reacção traduzir-se-à, pois, na redução da produção e/ou no aumento dos seus estoques de bens produzidos, mas não na baixa dos preços. Do mesmo modo, os trabalhadores considerarão que as dificuldades são passageiras, aguardando que sejam de novo chamados à sua empresa ou procurando trabalho em outra, sem pensar em aceitar salários mais baixos ou em moderar as suas expectativas acerca da evolução dos (seus) salários monetários. O mesmo se verificará com os empréstimos, que continuarão sujeitos a taxas de juro elevadas, fixadas também em função da inflação antecipada com base na experiência anterior. A inércia proveniente dos períodos anteriores continuará presente, em geral, em todos os contratos em curso a prazo mais ou menos longo e influenciará ainda alguns dos novos contratos entretanto celebrados.

Do mesmo modo que admitem que a aceleração da taxa de crescimento da massa monetária possa provocar *efeitos temporários* positivos no domínio da produção e do emprego, embora desencadeando efeitos inflacionistas permanentes, os monetaristas friedmanianos — diferentemente do que defendem os adeptos das expectativas racionais — admitem também que a desaceleração da taxa de crescimento da massa monetária provocará efeitos directos que se traduzirão na baixa *temporária* do nível da produção em termos reais e no aumento *temporário* da taxa de desemprego, acabando por provocar, mais tarde, *efeitos positivos permanentes* no que toca à desaceleração da inflação e à baixa do nível geral dos preços <sup>(423)</sup>.

Milton Friedman calcula que cerca de seis a nove meses depois do início da desaceleração da taxa de crescimento da quantidade de moeda se verificará uma diminuição da taxa de

<sup>(423)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [30], 275/276 e J. STEIN, [3], 13-15.

crescimento do rendimento nominal e da produção de bens e serviços, enquanto que os efeitos relativos à diminuição da taxa de crescimento do nível geral dos preços só se verificarão doze a dezoito meses após o início da taxa de crescimento da massa monetária <sup>(424)</sup>.

A consciência da importância destes efeitos temporários negativos por parte dos monetaristas friedmanianos <sup>(425)</sup> aconselha-os também, num plano mais pragmático, a adoptar uma estratégia gradualista no combate à inflação: o plano de diminuição da quantidade de moeda em circulação deve ser levado à prática de modo progressivo, ao longo de alguns anos. Caso contrário, a redução brusca da quantidade moeda pode traduzir-se na *redução não-antecipada da inflação*, a qual poderá acarretar — como acontece com a *inflação não-antecipada* ou o *aumento não-antecipado da taxa de inflação* — efeitos extremamente perniciosos por não ter em conta, além do mais, o processo de formação das expectativas por parte dos agentes económicos.

A política gradualista destinada a destruir o que os monetaristas consideram as bases da inflação deve, pois, prosseguir durante o tempo necessário para que as forças do mercado vão desfazendo as expectativas inflacionistas, diminuindo progressivamente a taxa de inflação real e a taxa de aumento dos salários nominais dos trabalhadores empregados (justificada pela baixa

<sup>(424)</sup> Assim, M. Friedman, *apud* J. STEIN, [3], 15.

<sup>(425)</sup> Alguns autores falam mesmo de “crises de estabilização” ou “crises de reajustamento”, chamando a atenção, de modo particular, para o risco da emergência da chamada “inflação correctiva” (subida dos preços até aí subsidiados e que deixam de o ser, na sequência de uma ‘política de verdade’ em matéria de preços) e para o risco de falência de empresas e de sectores de actividade que vinham vivendo dos “ganhos da inflação”. Apesar de considerarem socialmente justas e economicamente correctas e desejáveis as medidas que podem originar estes riscos, os autores consideram prudente evitar choques bruscos sobre um corpo que vinha vivendo artificialmente. Cfr. A. J. AVELÃS NUNES, [2], 525/526.

dos preços entretanto verificada), até que a economia regresse à estabilidade monetária, passando então a funcionar 'racionalmente', aumentando a produção até atingir o nível do *output natural* e diminuindo a taxa de desemprego até coincidir de novo com a *taxa natural de desemprego* <sup>(426)</sup>.

A partir deste ponto, anulada a inflação ou reduzida a níveis toleráveis, a tarefa das autoridades monetárias deve limitar-se ao objectivo de manter uma taxa constante de crescimento da quantidade de moeda, de modo a que este factor não entrave o crescimento económico mas não ultrapasse a taxa de crescimento do produto real.

17.2. — Divergindo dos monetaristas friedmanianos, os adeptos da teoria das expectativas racionais defendem que o *tratamento de choque*, reduzindo *imediatamente* a taxa de expansão da quantidade de moeda para o nível desejado, é a única solução capaz de destruir pela raiz as expectativas inflacionistas dos agentes económicos, especialmente em países de longa tradição inflacionista, cujas populações estão 'habituidas' a lidar com a inflação crónica.

Porque os agentes económicos se apercebem da natureza e do modo de actuar da política anunciada pelas autoridades, eles podem antecipar os seus efeitos, verificando-se *imediatamente* a adequação das expectativas à realidade. A redução

<sup>(426)</sup> Esta política só não produzirá todos os efeitos que dela se podem esperar no domínio da luta contra a inflação se os governos, alarmados com a continuação da inflação (apesar das medidas de 'arrefecimento' da economia) e com o aumento do desemprego (provocado por estas medidas), optarem por adoptar uma política de natureza expansionista, destinada a absorver o desemprego. Daí resultará um novo surto inflacionista, e as pessoas convencem-se de que, afinal, tinham razão em acreditar que os preços iriam continuar a subir. Perante o alarme causado pelo elevado ritmo da inflação, adoptar-se-ão de novo medidas anti-inflacionistas, seguindo-se um novo período de política expansionista e inflacionária, e assim por diante, no ciclo sem fim das políticas *stop and go*.

da inflação será uma *redução antecipada da inflação*, adequando-se de imediato todos os comportamentos à nova realidade, o que permitirá reduzir (ou mesmo anular) os efeitos negativos da política anti-inflacionista no domínio da produção e do emprego. Os governos podem, portanto, nesta óptica, eliminar a inflação em prazo de tempo muito curto e virtualmente sem ter de suportar custos sociais significativos em termos de menos produção e mais desemprego. Bastará, para tanto, que se limitem a tornar claro que as opções tomadas na luta contra a inflação são firmes, incontrovertidas e irreversíveis <sup>(427)</sup>.

Este ponto de vista pressupõe a existência de um "Lucasian World" (como lhe chamou F. Hahn), cujos pressupostos (a *market-clearing approach* que analisámos atrás) constituem "an article of faith". A "quixotic assumption" dos adeptos da nova economia clássica, a *market-clearing approach* "empobrece a teoria económica de um modo essencial" e "omite algumas das propriedades fundamentais da dinâmica e do *modus operandi* da economia mista capitalista" (G. Feiwel), ameaçando conduzir-nos a um beco sem saída, como receia David Laidler <sup>(428)</sup>.

17.3. — As duas correntes do monetarismo estão de acordo, no entanto, acerca da solução que, numa perspectiva

<sup>(427)</sup> Cfr. T. SARGENT, *apud* G. FEIWEL, [2], 351. O estudo dos resultados conseguidos nos EUA entre 1979 e 1982 (período durante o qual se seguiu uma política monetarista muito estrita, baseada apenas na fixação de metas para o crescimento monetário) leva Samuelson a concluir exactamente o contrário: a cura da inflação não foi rápida e implicou custos muito pesados em termos da produção e do desemprego. Nesse período, com efeito, a taxa de desemprego atingiu 10,5%, e o investimento e outros elementos da procura agregada sensíveis à taxa de juro baixaram significativamente, dada a subida verificada nas taxas de juro. A taxa de inflação pela inércia baixou de 9% em 1980 para 4% em 1984 (cfr. SAMUELSON/NORDHAUS, 403/404).

<sup>(428)</sup> Cfr. G. FEIWEL, [2], 354 e D. LAIDLER, [2], 48.

de longo prazo, é a única capaz de erradicar a inflação da face da terra.

Tentando uma síntese, poderemos dizer que todos os monetaristas concordarão em que a inflação e a estagflação são "the economic consequences of Lord Keynes", nas palavras de Hayek. Isto é: elas são o resultado da actuação do 'estado keynesiano', com a prioridade atribuída à luta contra o desemprego e à prossecução do objectivo do pleno emprego com base em políticas monetárias e financeiras activas que acabaram por 'produzir' inflação e inflação crescente. A inflação, nomeadamente porque perturba o funcionamento do mecanismo dos preços, afecta negativamente a capacidade dos agentes económicos (incluindo o estado) para formular as suas expectativas e para tomar decisões. O sistema económico começa a funcionar de modo ineficiente e esta ineficiência traduz-se em redução da produção e do emprego com persistência da inflação.

Enquadrado deste modo o problema da estagflação, a solução para mal tão grave só pode ser a seguinte: substituir o estado de bem-estar pelo estado liberal, que dará prioridade à prossecução do objectivo da estabilidade monetária mediante a adopção de uma política monetária restritiva. Deste modo desaparecerá a inflação como problema monetário. Eliminada a 'ilusão monetária', os agentes económicos formularão correctamente as suas expectativas e tomarão 'racionalmente' as suas decisões. O sistema económico são e concorrencial (com preços e salários perfeitamente flexíveis) garantirá por si mesmo o relançamento da produção e a criação de empregos, com estabilidade de preços.

Os monetaristas não esquecem nunca a sua tese fundamental de que a inflação é sempre um fenómeno monetário resultante do aumento excessivo da quantidade de moeda. E daqui deduzem que o único meio de estancar o processo inflacionista é a redução da taxa de crescimento da oferta de

moeda até se atingir uma situação de estabilidade. A defesa de uma *monetary constant growth rate rule* é a regra de ouro dos monetaristas no domínio que agora abordamos: as autoridades responsáveis pela política económica devem preocupar-se apenas com assegurar uma oferta de moeda que se limite a acompanhar o (ou que seja apenas ligeiramente superior ao) ritmo de crescimento da produção nacional em termos reais. Esta *do nothing rule* substitui-se assim ao que Walter Heller chamou o *fine-tuning* das políticas de inspiração keynesiana <sup>(429)</sup>.

---

<sup>(429)</sup> Segundo R. GORDON, 19, Milton Friedman chega mesmo a admitir que os bancos centrais poderiam ser substituídos com vantagem por computadores programados para proporcionar o crescimento da quantidade de moeda a uma taxa constante.

Mais longe vai talvez Hayek. Num trabalho de 1976, defende este autor que o 'poder monetário' deve ser totalmente independente do poder político. E como entende que é difícil limitar o poder monetário confiado ao estado, advoga que a direcção da política monetária deve ser entregue a organismos que escapem ao controlo político do estado. Daí que, ao arremesso da velha máxima de Bagehot, segundo a qual "money does not manage itself", Hayek proponha a abolição do monopólio do estado no domínio da emissão de moeda, podendo cada utilizador escolher livremente a melhor moeda de entre as várias moedas emitidas por instituições diferentes. Neste contexto, a política monetária não seria desejada nem possível, i.é., a política monetária desapareceria. Cfr. P. PASCALLON, [2], 14 e G. MACESICH, 10.

No que toca aos países subdesenvolvidos, Milton Friedman sustenta que a política preferível consistiria na renúncia à obtenção de receitas através da criação de moeda; na unificação da respectiva moeda com a moeda de um país grande, relativamente estável e desenvolvido com o qual o país subdesenvolvido em causa mantivesse estreitas relações económicas; na não imposição de quaisquer barreiras aos movimentos da moeda ou dos preços (incluídos os salários e as taxas de juro). Isto é, os países subdesenvolvidos deveriam renunciar à existência de um banco central próprio. Esta seria a melhor maneira de maximizar a liberdade dos indivíduos para empreenderem as transacções que desejam e de reduzir a possibilidade de uma política governamental imprudente, pouco estável e pouco definida (política que é mais de esperar nos países subdesenvolvidos do que em países mais desenvolvidos e de maior peso económico), e seria também a melhor maneira de assegurar um maior grau de integração de um país subdesenvolvido no esforço económico mundial.

Mas os monetaristas têm igualmente sempre presente a sua confiança no liberalismo económico, na bondade das soluções do capitalismo de concorrência, nos resultados 'óptimos' do livre funcionamento do mecanismo dos preços, que julgam suficiente para assegurar a auto-regulação da economia, desde que o estado não intervenha com quaisquer políticas anti-cíclicas.

Não admira, por isso, que nos círculos influenciados pelo ideário monetarista tenha ganho popularidade o diagnóstico da inflação como resultado da concentração do poder económico (tanto ao nível das empresas como dos sindicatos), a qual é apontada como o factor determinante da prática de preços e salários administrados.

E também não surpreende que as propostas dos monetaristas e dos liberais que lhes estão próximos incluam com

M. Friedman reconhece que é possível um país não recorrer à inflação como método de 'tributação' sem ter que unificar a sua moeda com a de outros países. Só que, a seu ver, essa decisão política dificilmente será mantida para além de um período limitado de tempo, se existir um banco central e a possibilidade de uma política monetária autónoma. As pressões políticas acabarão por conduzir à adopção de uma política monetária activa, quer com o objectivo de estabilização quer com a finalidade de proporcionar recursos ao governo. Daí que a existência de um banco central seja considerada um passo decisivo no sentido de uma política monetária inflacionista e que a solução acima referida seja apontada como a única capaz de evitar a tentação de uma política monetária activa.

Como exemplos da bondade da solução que propõe, Milton Friedman aponta a experiência histórica dos EUA (depois do regresso ao padrão-ouro em 1879) e do Japão (desde a restauração Meiji até à Primeira Guerra Mundial), bem como a situação actual de Hong-Kong, onde não existe banco central nem política monetária independente, o que afasta qualquer hipótese de recurso à emissão de notas inflacionista como meio de obtenção de receitas. Em Hong-Kong, com efeito, a moeda está estreitamente ligada à libra inglesa, pelo que a emissão de notas obriga ao depósito de moeda inglesa numa proporção legalmente estabelecida, ao mesmo tempo que a quantidade de depósitos é indirectamente controlada pela necessidade de os bancos manterem depósitos convertíveis em moeda. Cfr.

M. FRIEDMAN, [30], 270-278.

frequência o objectivo de regressar (sem se dizer como, a não ser quanto ao 'mercado do trabalho'...) ao paraíso perdido da livre concorrência, o que implicaria o ataque às estruturas de tipo monopolista ou oligopolista dos mais importantes sectores da economia e o desmantelamento dos sindicatos e do seu 'poder monopolista', que alguns declaram incompatível com o livre funcionamento da economia de mercado.

**18. — Keynes e a negação da lei de Say. Significado e importância da procura efectiva.**

18. — O edifício teórico dos economistas "clássicos" dava uma *imagem instantânea* da actividade económica, o que pressupõe a hipótese de um *volume de produção dado*, o volume de produção correspondente ao pleno emprego dos factores de produção. Os únicos movimentos analisados, no curto prazo, são as variações das quantidades oferecidas e procuradas que, graças ao mecanismo dos preços flexíveis, asseguram o *equilíbrio permanente e instantâneo* em todos os mercados, quer dos elementos de produção quer dos bens e serviços, correspondendo esta única posição ao pleno emprego de todos os factores de produção.

A aceitação da lei de Say significava, para os "clássicos", que as empresas tinham sempre a garantia do escoamento de toda a produção, qualquer que fosse o seu volume. Daí que os empresários estivessem sempre interessados em contratar a mão-de-obra disponível a um salário correspondente à sua produtividade marginal. O desemprego generalizado não existia ou era desemprego voluntário (os trabalhadores preferiam o desemprego a receberem o salário fixado no 'mercado do trabalho').

A aceitação da lei de Say pelos economistas “clássicos” tornava descabida, por desnecessária, a análise da procura agregada. Se a oferta cria a sua própria procura, não há razão para nos ocuparmos com os factores de que depende a dimensão da procura agregada e as suas variações. Por isso a teoria económica pré-keynesiana ocupava-se apenas do consumo individual de cada consumidor, deixando de lado as grandezas agregadas <sup>(430)</sup>.

A construção keynesiana parte da negação da lei de Say e defende que nenhum mecanismo automático é capaz de assegurar o reequilíbrio da economia, o que conduz à conclusão de que o crescimento económico em condições de estabilidade exige a *intervenção do estado na economia*.

Ao contrário do pressuposto na lei de Say, Keynes veio defender que o rendimento distribuído pelos participantes na produção não é necessariamente gasto por inteiro, em bens de consumo ou em bens de produção. O desemprego é possível e o pleno emprego é considerado por Keynes uma situação rara e efémera.

Assim sendo, em vez de partir de um nível dado de produção (correspondente, em cada momento, ao pleno emprego de todos os elementos produtivos), Keynes sustenta que o nível da produção e do emprego depende da procura agregada efectiva. Foi a rejeição da lei de Say que levou Keynes a sentir a necessidade de analisar o comportamento da procura efectiva,

---

<sup>(430)</sup> Os monetaristas mantêm a sua crítica à utilização das grandezas agregadas e às políticas que assentam no seu manejamento. As grandezas agregadas não são “real acting phenomena”, invocam os neoliberais. O importante é conhecer e compreender a acção humana a um nível micro (o indivíduo, a oficina, a empresa, o cartel, o sindicato). As grandezas agregadas não actuam, não têm objectivos, motivações ou interesses, não se adaptam às circunstâncias nem são impelidas por elas. As políticas baseadas no seu manuseamento não podem deixar de levar a resultados não esperados e não desejados. Cfr. D. GREEN, 215

designadamente o comportamento do consumo agregado como elemento integrante da procura agregada. Keynes di-lo expressamente no artigo de 1937 em *The Quarterly Journal of Economics*, alegando que as críticas à sua teoria do multiplicador só têm sentido na medida em que os seus autores, porventura sem se darem conta disso, continuam a aceitar tacitamente os dogmas da lei de Say, nomeadamente a ideia de que cada indivíduo gasta todo o seu rendimento, ou em consumo ou na compra (directa ou indirecta) de bens de capital produzidos <sup>(431)</sup>.

O comportamento da *procura efectiva* (a soma das despesas de consumo e das despesas de investimento) ocupa um papel central na análise keynesiana das *flutuações* do volume da produção e do emprego a curto prazo. A *dinâmica* destas flutuações constitui a preocupação fundamental da *análise macroeconómica* de Keynes. Abandonando a *perspectiva microeconómica* da economia "clássica" (centrada no estudo dos factores determinantes da oferta e da procura e dos respectivos ajustamentos, em cada um dos mercados, através do mecanismo dos preços), Keynes vai privilegiar o estudo das grandezas agregadas que constituem a *procura efectiva* (o consumo e o investimento). A *função-consumo* e a *função-investimento* constituem, por isso, o núcleo fundamental da *General Theory* <sup>(432)</sup>.

<sup>(431)</sup> Cfr. J. KEYNES, [3], 223.

<sup>(432)</sup> O entendimento de Keynes segundo o qual o crescimento económico é determinado pela procura agregada efectiva constituiu um dos fundamentos do *welfare state*: redistribuir o rendimento, através de políticas conscientes do estado, em benefício dos grupos sociais de rendimentos mais baixos (e, portanto, com mais elevada propensão marginal ao consumo), é uma forma de aumentar a procura global e de acelerar o ritmo do crescimento económico (cfr. GINTIS/BOWLES, 341). Este é um ponto de vista que Keynes afirmou expressamente: "Vimos que uma fraca propensão marginal ao consumo, longe de estimular o crescimento do capital, contribui, ao contrário, para o retardar, enquanto não se atinge a situação de

Segundo os economistas "clássicos", como vimos atrás, a taxa de juro — entendida como o preço do dinheiro emprestado, resultante do jogo da oferta e da procura de fundos emprestáveis no respectivo mercado — desempenhava um papel fundamental no equilíbrio do sistema, nomeadamente assegurando que todo o aforro seria investido. No mercado dos fundos emprestáveis, a oferta é representada pelo aforro e a procura pelo investimento. Se o aforro aumenta (i. é, se aumenta a oferta de fundos aos vários preços possíveis), a taxa de juro baixará, o que (mantendo-se as disposições dos que procuram fundos para investir) se traduzirá em aumento do investimento, de modo que, à taxa de juro de equilíbrio, o investimento será sempre igual ao aforro <sup>(433)</sup>.

Mas esta não é a perspectiva do sistema keynesiano. Para Keynes, um aumento do aforro representa sempre uma diminuição da procura agregada. A taxa de juro, entendida como o preço da renúncia à liquidez, tem que ver apenas com a distribuição da moeda existente por utilizações alternativas (manutenção em saldos líquidos, sem qualquer rendimento, ou aplicação em activos diferentes da moeda, que asseguram um rendimento). Não pode funcionar como elemento de ligação entre as decisões de aforrar e as decisões de investir. Estas decisões cabem a entidades diferentes (aforram os indivíduos

---

pleno emprego; só nas condições do pleno emprego uma baixa propensão ao consumo conduz ao crescimento do capital. Além disso, a experiência sugere que, nas condições actuais, o aforro institucional e o realizado através dos fundos de amortização é mais que suficiente e que medidas de redistribuição do rendimento em sentido favorável ao aumento da propensão ao consumo podem ser positivamente favoráveis ao crescimento do capital". (Cfr. J. KEYNES, [1], 372-374).

<sup>(433)</sup> Deixa-se de lado a acção do estado e a presença das relações internacionais ou admite-se que as receitas públicas são integralmente financiadas com receitas provenientes dos impostos e que os fluxos financeiros resultantes das importações são compensados por fluxos de idêntico montante provenientes das exportações.

ou as famílias e investem as empresas), não existindo qualquer mecanismo que assegure a igualdade entre o aforro realizado e o investimento planeado <sup>(434)</sup>.

Como as despesas privadas de consumo (que constituem o elemento mais constante e previsível da procura agregada) não são suficientes para absorver tudo o que pode produzir-se com a capacidade de produção instalada, o equilíbrio do sistema (o *equilíbrio macroeconómico* em sentido keynesiano) exige, se admitirmos uma economia fechada, que o aforro (quer o aforro voluntário quer o aforro forçado pela via dos impostos) seja compensado por igual montante de investimento privado e/ou de despesas públicas. Só assim os fluxos de *saída* do sistema (aforro voluntário mais impostos) são anulados por fluxos de *entrada* no sistema (investimento privado mais despesas públicas).

Mas já vimos que, segundo Keynes, nenhum mecanismo automático assegura que tal se verifique. E se o investimento não igualar o volume do aforro estaremos perante uma situação de *deficiência da procura efectiva*, a qual significa que a pro-

<sup>(434)</sup> O investimento (enquanto procura de bens capitais) é, segundo Keynes, um dos elementos da procura efectiva. Mas não depende, como na teoria "clássica", de uma "oferta de capital" pré-existente, resultante das opções de poupança das pessoas (famílias). Ao contrário: no sistema keynesiano, é o próprio investimento que gera um volume de aforro de montante idêntico, realizando-se o ajustamento em resultado do aumento do rendimento agregado produzido pelo mecanismo do multiplicador (o montante do aforro induzido em consequência da acção do multiplicador é igual ao montante do investimento inicial).

Na teoria "clássica" como na teoria keynesiana, o aforro e o investimento são necessariamente iguais. Só que, para os "clássicos", a partir de um volume de produção previamente dado, realiza-se um certo volume de aforro e este aforro pré-existente será igualado pelo investimento graças às variações da taxa de juro. Para Keynes, num quadro em que o volume da produção flutua de acordo com o comportamento da procura efectiva, é o investimento que gera um aforro cujo montante é igual ao do investimento inicial.

cura total de bens e serviços não absorve toda a produção que a economia é capaz de produzir em condições de pleno emprego. Resultado: a economia entrará em depressão, i.é., produzirá menos do que aquilo que poderia produzir mediante a plena utilização dos seus recursos.

Keynes sustentou que o investimento privado é o elemento mais instável e imprevisível da despesa agregada. Embora o comportamento do investimento não seja indiferente às variações da taxa de juro, ele depende, em larga medida, segundo Keynes, dos *animal spirits*, das expectativas dos empresários acerca da evolução dos negócios (“the views of the future about which we know so little”). Na periódica incapacidade de mobilizar utilmente (i.é., de transformar em investimento) todo o aforro potencial da economia reside, aliás, a explicação keynesiana das depressões cíclicas das economias capitalistas.

Mais: Keynes receava que, nos países ricos, se verificasse uma tendência permanente no sentido de o investimento privado (e as despesas públicas mínimas normais) não absorver(em) todo o aforro correspondente à situação de pleno emprego, daí derivando o risco de depressão e de desemprego crónicos, se não fossem adoptadas políticas correctivas adequadas. Dada a importância estratégica do investimento como elemento determinante da procura efectiva, Keynes considera fundamental a intervenção do estado com o objectivo de estimular e de regular o fluxo corrente do investimento, defendendo mesmo “uma socialização bastante ampla do investimento”.

Como instrumento da luta anti-cíclica contra a depressão e o desemprego e pela prossecução do objectivo do pleno emprego, Keynes põe particular ênfase na política financeira concretizada através de medidas adequadas de obtenção de receitas capazes de financiar despesas públicas que contribuam, em períodos de crise, para aumentar a procura agregada, a produção e o emprego. É que as despesas públicas são o elemento

variável da procura agregada mais fácil de manejar pelos governos. Acresce que as despesas públicas (bem como as despesas privadas de investimento) traduzir-se-ão, segundo Keynes, em rendimento acrescido, nos períodos seguintes, de acordo com a teoria do multiplicador.

Especialmente no período imediatamente posterior ao termo da 2.<sup>a</sup> Guerra Mundial, muitos economistas de formação keynesiana acreditaram que, perante a estabilidade evidenciada pela propensão marginal ao consumo (sempre inferior a um e inferior à propensão média ao consumo e baixando sempre à medida que aumenta o nível do rendimento), seria fácil calcular com exactidão o volume de investimento privado (ou de despesas públicas) necessário para se conseguir uma situação permanente de pleno emprego. Estimado o rendimento de pleno emprego e calculado o consumo que poderia esperar-se para esse nível de rendimento, a diferença seria igual ao aforro, o qual deveria ser compensado por um volume idêntico de investimento privado e/ou de despesas públicas. Bastaria, pois, que estas cobrissem a diferença entre o aforro realizado e o investimento privado para que o pleno emprego fosse alcançado e a economia liberta das crises cíclicas e do desperdício de recursos a elas inerente.

Acontece que em todas as sociedades (mesmo nas que atingiram elevados níveis de rendimento) o consumo representa uma parte muito importante do PNB e absorve uma percentagem muito elevada do rendimento pessoal disponível <sup>(435)</sup>. As variações do consumo exercem, pois, influência muito sensível no comportamento da procura agregada. Daí a importância que, desde Keynes, assumiu a função-consumo.

<sup>(435)</sup> No início dos anos oitenta, o consumo representava, nos EUA, entre 60% e 65% do PNB e mais de 90% do rendimento pessoal disponível. Cfr. SHERMAN/EVANS, 131.

Analisaremos a seguir os aspectos essenciais da função-consumo keynesiana e as reacções que ela suscitou.

Abordaremos depois alguns pontos relacionados com o comportamento do investimento, referindo-nos, finalmente, à importância das despesas públicas como elemento da procura agregada e como instrumento da política anti-cíclica.

18.1. — É no Livro III da *General Theory* que Keynes desenvolve a sua teoria da função-consumo, que muitos consideram ser o elemento fundamental da teoria geral keynesiana e a mais importante contribuição teórica de Lord Keynes <sup>(436)</sup>. A teoria da função-consumo dar-nos-á, como a outra face da mesma medalha, a teoria keynesiana do aforro, uma vez que, para Keynes, o aforro é uma grandeza residual — o que fica depois de satisfeitos os 'planos' das unidades de consumo.

Keynes começa por admitir que o consumo (real) de uma comunidade depende do seu rendimento real, das circuns-

<sup>(436)</sup> Assim se exprime Samuelson (1946): "Tenho para mim que o amplo significado da *General Theory* reside no facto de ela fornecer um sistema relativamente realista e completo para analisar o nível da procura efectiva e as suas flutuações. Mais especificamente, considero que o núcleo essencial da sua contribuição se encontra no subconjunto das suas equações que se refere à propensão ao consumo e ao aforro (...). Além da ligação explícita do aforro com o rendimento, apresenta a negação igualmente importante do axioma 'clássico' implícito de que o investimento desejado é susceptível de se expandir ou contrair indefinidamente, de tal modo que, seja qual for o montante que as pessoas *tentem* aforrar, ele será sempre plenamente investido (...). É essencial para a análise do ciclo económico — continua Samuelson — que se assumam montantes definidos de investimento que são altamente variáveis ao longo do tempo em resposta a uma miríade de factores exógenos e endógenos, e que não estão automaticamente equilibrados aos níveis de aforro de pleno emprego por qualquer processo económico interno eficaz" (sublinhados de Samuelson, em *Collected Scientific Papers*, vol. 2, 1.523).

E Alvin Hansen (1947): "A função-consumo é de longe o mais poderoso instrumento acrescentado na nossa geração à caixa de ferramentas do economista. (...) Ela é a maior contribuição de Keynes" (*apud* R. LEKACHMAN, 31).

tâncias objectivas que acompanham esse rendimento e das necessidades subjectivas, das inclinações psicológicas e dos hábitos dos membros que integram a comunidade, bem como dos princípios que regulam a repartição entre eles do rendimento global. Por razões de clareza e de sistematização, Keynes agrupa em duas grandes categorias os motivos que levam as pessoas a consumir: os factores subjectivos e os factores objectivos.

Considerando como *factores subjectivos* aquelas forças subjectivas e sociais que determinam o montante da despesa quando são conhecidos o rendimento global em termos reais e os factores objectivos, Keynes relaciona-os com várias circunstâncias condicionantes, como as instituições sociais e políticas, a organização da economia, a repartição da riqueza, os hábitos resultantes da raça, da religião, da moralidade dominante. E, porque admite que todas estas circunstâncias condicionantes variam apenas muito lentamente e só a longo prazo, Keynes opta por tomar os factores subjectivos como um *dado*, concluindo que a propensão ao consumo varia apenas sob a influência dos *factores objectivos*.

Sob esta designação inclui Keynes seis factores principais: as variações da unidade de salário; as variações da diferença entre o rendimento e o rendimento líquido; as variações imprevisíveis dos valores de capital que não são tomados em conta no cálculo do rendimento líquido<sup>(437)</sup>; as variações da taxa de preferência temporal; as variações da política fiscal; as modificações das previsões respeitantes à relação entre os rendimentos futuros e os rendimentos presentes.

---

<sup>(437)</sup> Esta seria uma das causas principais da variação da propensão ao consumo a curto prazo, uma vez que "o consumo da classe possidente pode ser extremamente sensível às variações imprevisíveis do valor nominal dos bens". Cf. J. KEYNES, [1], 90-93.

Keynes não ignora os efeitos da taxa de juro (efeitos directos e efeitos indirectos) e da riqueza sobre a propensão ao consumo. Mas não há dúvida de que “o rendimento global medido em unidades de salário” (que equivale, no fundo, à quantidade real de moeda, ou seja, a quantidade de moeda em termos de poder de compra, ou o rendimento real) foi por ele considerado, “em regra, a *variável principal* (sublinhado meu. A.N.) que actua sobre o consumo, isto é, sobre um dos dois elementos da função da procura global”. Por outro lado, a relação entre rendimento e consumo foi por ele resumida desta maneira: “A lei psicológica fundamental sobre a qual podemos apoiar-nos com toda a segurança, quer *a priori*, em razão do nosso conhecimento da natureza humana, quer *a posteriori*, em razão dos elementos pormenorizados fornecidos pela experiência, é que, em média e quase sempre, os homens tendem para aumentar o seu consumo à medida que o seu rendimento aumenta, mas não de uma quantidade tão grande como o aumento do rendimento”<sup>(438)</sup>.

Tentando uma síntese, poderemos dizer que são as seguintes as ideias fundamentais a extrair da teoria keynesiana da função-consumo, que deixa de lado a orientação neoclássica

<sup>(438)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 93-96.

Em geral, entende-se que o rendimento relevante para este efeito é o rendimento pessoal disponível. Este entendimento significa que uma redução do imposto sobre o rendimento pessoal afecta o consumo do mesmo modo que um aumento do rendimento total que, após o pagamento do imposto, representa um aumento do rendimento disponível equivalente àquela redução do imposto sobre o rendimento pessoal. Sobretudo quando se analisa o comportamento da função-consumo em períodos de tempo mais ou menos longos (em que a variação da população é um elemento significativo), afigura-se mais correcto tomar em conta os dados sobre o rendimento *per capita* (ou por família, enquanto unidade de consumo fundamental) em vez dos dados sobre o rendimento agregado. Sobre estes problemas, cfr. G. ACKLEY, 246-248.

de reduzir o estudo da função-consumo à análise do consumo de cada indivíduo e de deduzir o comportamento do consumo individual a partir da teoria da escolha do consumidor:

a) Como há pouco se disse, Keynes defende que, em especial no curto prazo, “o consumo da classe possidente pode ser extremamente sensível às variações imprevistas do valor nominal dos seus bens”.

b) Keynes põe também em evidência, por outro lado, que, em virtude de as pessoas só muito imperfeitamente podem ajustar, no curto prazo, as suas despesas às variações do seu rendimento, a propensão marginal ao consumo é menor no curto prazo do que no longo prazo, isto é, “um rendimento crescente será frequentemente acompanhado por um crescimento mais acentuado do aforro e um rendimento decrescente por uma redução mais acentuada do aforro, numa escala maior de início do que em períodos subsequentes”.

c) Keynes chama ainda a atenção para “uma lei psicológica fundamental numa comunidade moderna, a lei segundo a qual, quando o seu rendimento real aumenta, a comunidade não aumenta o seu consumo numa quantidade igual *em valor absoluto* [segundo Keynes], pelo que ela aforra necessariamente um montante maior em valor absoluto”. Keynes sustenta que, “deixando de lado *variações* de curto prazo do rendimento, (...) um nível mais elevado do rendimento em termos absolutos tende, em regra, a aumentar a diferença entre rendimento e consumo” <sup>(439)</sup>.

---

<sup>(439)</sup> Em sentido contrário, quando o rendimento baixa, cfr. J. KEYNES, [1], 98: “Um declínio do rendimento resultante de uma contracção do volume do emprego pode muito bem, para além de um certo limite, originar um excesso do consumo sobre o rendimento, não apenas porque as

Isto equivale a dizer que, a longo prazo, a *propensão marginal ao consumo* (relação entre o aumento do consumo e o aumento do rendimento que o proporcionou) tende a diminuir à medida que o rendimento real aumenta. Mas significa também que a *propensão média ao consumo* (relação entre o consumo global e o rendimento global) tem tendência para baixar à medida que aumenta o rendimento global: “em regra — escreve Keynes <sup>(440)</sup> —, à medida que o rendimento real aumenta, é aforrada uma *proporção* [sublinhado de Keynes] cada vez maior do rendimento” <sup>(441)</sup>.

d) Mas sem dúvida que a ideia fundamental contida na teoria keynesiana da função-consumo é aquela segundo a qual o consumo real é uma função estável do rendimento real. O consumo varia *principalmente* em função do rendimento

---

— pessoas físicas ou morais podem utilizar as reservas financeiras constituídas em tempos melhores, mas ainda porque normalmente os poderes públicos, quer queiram quer não, acabam por se comprometer na via do défice orçamental, ou podem ser obrigados a financiar certas despesas, nomeadamente subsídios de desemprego, por meio de recursos provenientes de empréstimos. Do mesmo modo — continua Keynes — quando o emprego desce a um nível baixo, o consumo global deve baixar de um montante menor que a diminuição do rendimento, tanto em virtude das reações habituais dos indivíduos como da política provável dos governos; é o que explica que uma nova posição de equilíbrio possa geralmente ser atingida sem flutuação excessiva; se fosse de outro modo, a baixa do emprego e do rendimento, uma vez posta em marcha, poderia tomar uma amplitude extrema”.

<sup>(440)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 17 (também na pág. 114 Keynes reitera a “lei psicológica normal” segundo a qual “em caso de variação do rendimento real da comunidade o consumo varia no mesmo sentido mas em menor proporção”).

<sup>(441)</sup> O comportamento referido da propensão média ao consumo pode resultar do facto de a propensão marginal ao consumo baixar à medida que o rendimento aumenta e/ou do facto de um certo elemento da despesa de consumo ser independente do rendimento, facto este que significa que a propensão média ao consumo será mais baixa para rendimentos mais elevados, mesmo que a propensão marginal ao consumo seja constante. Cfr. J. TOBIN, [5], 359.

corrente, de acordo com a *lei psicológica fundamental* que leva as pessoas a aumentar o seu consumo à medida que o rendimento aumenta, mas em menor propensão: a propensão marginal ao consumo e a propensão marginal ao aforro são ambas positivas e menores que um, sendo a sua soma, por definição, igual a um<sup>(442)</sup>. Para a comunidade como um todo, o aumento do rendimento real traduz-se em um aumento do consumo inferior, *em valor absoluto*, àquele aumento do rendimento real. A comunidade aumentará o seu aforro em termos absolutos.

Keynes sublinha a ideia de que “a estabilidade do sistema económico assenta essencialmente na predominância prática desta lei”. Perante uma função-consumo determinada, o pleno emprego depende da capacidade de o investimento privado e/ou as despesas públicas atingirem um montante que absorva todo o aforro. Se o volume do aforro tende a aumentar à medida que as comunidades se vão tornando mais ricas, aumenta do mesmo passo a importância relativa do investimento (e das despesas públicas) como variável estratégica numa óptica de pleno emprego.

18.1.1. — As propostas de Keynes sobre a função-consumo desencadearam um grande volume de trabalhos de inves-

---

<sup>(442)</sup> Há quem sustente que as propostas de Keynes relativas à função-consumo não são deduções extraídas de postulados *a priori* nem conclusões obtidas indutivamente a partir de estudos estatísticos, antes resultam em grande parte da introspecção e de observações casuais apoiadas na intuição (cfr. G. ACKLEY, 233-235).

De todo o modo, quando se fala de *propensão* não pode entender-se que tal se refere a qualquer ‘inclinação’ meramente subjectiva. Vimos já que Keynes salienta que a propensão ao consumo varia essencialmente por influência de factores objectivos (o ambiente familiar, a religião, a educação, os valores civilizacionais da comunidade, a publicidade e outras técnicas da sociedade de consumo, etc.), não podendo entender-se, à semelhança do que alguns pretendem, como um elemento exógeno dado, como se as pessoas nascessem com tais propensões. Cfr. SHERMAN/EVANS, 133.

tigação empírica sobre a matéria. Um estudo baseado em uma amostra bastante representativa de famílias americanas em 1950, realizado pela Universidade da Pensilvânia, confirmou, no que se refere à relação entre o consumo familiar total e o rendimento familiar, a hipótese formulada por Keynes a nível agregado (para a relação entre o consumo nacional e o rendimento nacional). Na verdade, os resultados apurados mostraram que as famílias de rendimentos baixos 'desaforram' tipicamente, enquanto que as famílias de rendimentos elevados aforram tipicamente; à medida que se passa de famílias de rendimentos mais baixos para famílias de rendimentos mais elevados o consumo médio das famílias aumenta, embora menos do que o rendimento. Quanto mais elevado é o rendimento menor é o aumento do consumo derivado de um aumento adicional de rendimento (a propensão marginal ao consumo é positiva, menor que um e diminui à medida que o rendimento aumenta).

Apesar de estudos como este, feitos a partir de orçamentos familiares, permitirem um certo grau de confiança nas teses keynesianas, a verdade é que Keynes e os keynesianos estavam interessados na função-consumo agregada. E ficava o problema de saber em que medida os resultados apurados com base em dados resultantes de estudos de orçamentos familiares podem considerar-se válidos quando raciocinamos à escala do consumo nacional na sua relação com o rendimento nacional.

Estudos como o referido atrás assentam na análise de secções representativas do universo das famílias e mostram as *diferenças* que se verificam no consumo para famílias situadas em *níveis diferentes* na escala dos rendimentos. Mas as conclusões que deles se extraem valerão igualmente quando se relaciona o modo como *varia* o consumo *agregado* (e não o consumo de cada família) à medida que *varia* o *rendimento agregado* (e não o orçamento de cada família)? A resposta dos autores é em geral

negativa: os estudos baseados nos orçamentos familiares são fundamentais para a análise do comportamento dos consumidores (unidades de consumo), mas não permitem conclusões seguras sobre a relação entre o consumo agregado e o rendimento agregado <sup>(443)</sup>.

Deixando de lado o próprio problema da agregação, os dados sobre as *diferenças* no rendimento só poderiam valer, quando se trata de *variação* do rendimento, se se admitisse que é o *rendimento absoluto* o factor que explica o comportamento do consumo das famílias. E neste sentido se orientaram alguns modelos elaborados pelos seguidores de Keynes, nos quais o *rendimento corrente* passou a figurar como *variável única* explicativa da função-consumo e não como *variável principal*, tal como Keynes defendera.

Os problemas que acabamos de enunciar foram ultrapassados logo que, em 1942, ficaram disponíveis, nos EUA, dados estatísticos sobre o rendimento nacional e o consumo agregado. Estudos realizados com base nestes dados confirmaram, no essencial, para o período 1929-1941, as teses keynesianas sobre a função-consumo agregada. Mas em 1946 Simon Kuznets publicou os resultados de um estudo relativo aos EUA para o período entre 1869 e 1938 <sup>(444)</sup>. E as conclusões afiguram-se inequívocas: a longo prazo, a propensão média ao consumo manteve-se relativamente estável, apesar de o rendimento nacional real (a preços constantes de 1929) ter aumentado quase sete vezes entre o primeiro e o último ano da série cronológica analisada e de o rendimento *per capita* ter aumentado também quase três vezes.

As conclusões extraídas do estudo de Kuznets e de outros estudos relativos a vários países não infirmam a hipótese key-

<sup>(443)</sup> Sobre esta problemática, cfr. G. ACKLEY, 235-242.

<sup>(444)</sup> Cfr. S. KUZNETS, [3].

nesiana de que o consumo é uma função estável do rendimento, com uma propensão marginal ao consumo menor que um. Mas contradizem as conclusões de estudos feitos a partir dos orçamentos familiares e de estudos feitos a partir de séries cronológicas de dados mensais ou trimestrais sobre o rendimento e o consumo agregados e referentes a períodos de tempo relativamente curtos, conclusões que apontam no sentido da hipótese keynesiana segundo a qual a propensão marginal ao consumo e a propensão média ao consumo variam em sentido inverso ao do rendimento. A longo prazo, verifica-se que, apesar dos grandes aumentos do rendimento nacional, se mantém relativamente estável a parte dos aumentos de rendimento gasta em consumo, bem como a percentagem do rendimento total destinada a consumo. A curto prazo, no entanto, a propensão marginal ao consumo apresenta-se variável, umas vezes crescente outras vezes decrescente, conforme o peso maior ou menor de factores (que não o nível do rendimento) susceptíveis de influenciar o consumo (v.g. as previsões sobre preços e sobre rendimentos, presentes não só quando o rendimento aumenta mas também quando o rendimento se mantém) <sup>(445)</sup>.

A consciência de que o comportamento do consumo agregado era (ou podia ser) mais estável e menos cíclico do que o do rendimento agregado e a contradição entre os estudos baseados nos orçamentos familiares e nas séries cronológicas de longo prazo vieram pôr em causa a teoria keynesiana da função-consumo e com ela a teoria keynesiana da determinação do rendimento e das flutuações do nível do rendimento, bem como as suas implicações no domínio da política económica.

A elaboração teórica de contestação das teses keynesianas passou por três hipóteses suficientemente distintas umas das

---

<sup>(445)</sup> Cfr. G. ACKLEY, 354/355; SHERMAN/EVANS, 133 e TEIXEIRA RIBEIRO, [1], 365-367.

outras, mas que têm em comum a defesa de que a propensão média ao consumo varia com o ciclo no curto prazo — diminuindo durante a fase de expansão e aumentando durante a fase de depressão —, mas é uma proporção constante do rendimento tendencial de longo prazo (“long run trend in income”). As três novas propostas sobre a função-consumo são <sup>(446)</sup>: 1) a “relative income hypothesis”, lançada por James Duesenberry em 1949 <sup>(447)</sup>; 2) a “life cycle hypothesis”, resultante dos tra-

---

<sup>(446)</sup> Sobre estas várias abordagens da função-consumo, cfr., entre nós, J. A. GIRÃO, 44 ss. As conclusões do autor são no sentido de que a hipótese do rendimento permanente se adequa ao comportamento do consumo quando o rendimento é razoavelmente estável ao longo do período considerado, enquanto que a hipótese do ciclo vital parece ser a única capaz de explicar o comportamento do consumo em condições de rendimento instável.

<sup>(447)</sup> Cfr. J. DUESENBERY, [1]. Na sua “Theory of the Leisure Class” (1899), Veblen estudara já os hábitos de consumo de cada indivíduo nas suas relações com os outros consumidores, utilizando o conceito de “conspicuous consumption” para significar o consumo feito para mostrar aos vizinhos o nosso *status superior* (*apud* R. GILL, 206).

James Tobin refere os trabalhos pioneiros de Samuelson (1943) sobre o “ratchet model”: a longo prazo, os consumidores defendem os padrões de vida já alcançados, não reduzindo as suas despesas de consumo ou reduzindo-as em menor medida do que aquela em que o rendimento baixa (*ratchet effect* — efeito cremalheira, na tradução feliz de Teixeira Ribeiro). Esta “ratchet idea” seria mais tarde formalizada e testada estatisticamente por Duesenberry (1948) e por Modigliani (1949), os quais consideram que, em períodos de baixa do rendimento, a propensão média ao consumo varia na razão inversa da relação entre o rendimento corrente e o nível mais alto de rendimento anterior (*previous peak hypothesis*).

Em períodos de depressão, quando baixa o nível do rendimento global e o nível de rendimento de cada uma das famílias, o consumo presente é influenciado pelo *previous peak level of consumption*, i.é., não decresce na mesma proporção do rendimento. Porque consideram que a situação é transitória, porque querem preservar o teor de vida a que já se tinham habituado e/ou porque não querem deixar degradar o seu estatuto social (i.é., a sua posição relativa na escala social de uma sociedade pautada pelos valores do consumismo), as famílias (unidades de consumo) tentariam manter o nível do consumo. O que significa que, aumentando a parte do rendimento gasto em consumo, tem que diminuir o aforro: a propensão média

balhos de Franco Modigliani e seus colaboradores Richard Brumberg (1954) e Albert Ando (1963) <sup>(448)</sup>; 3) a “permanent income hypothesis”, associada aos trabalhos de Milton Friedman, de 1957 e 1959 <sup>(449)</sup>.

18.1.1.1. — A proposta de Duesenberry, construída com base na noção de “demonstration effect”, é a que menos se afasta das perspectivas teóricas da função-consumo de Keynes. A ideia central da *relative income hypothesis* é a de que o consumo das famílias não é determinado apenas pelo nível do seu rendimento corrente (i.é, pelo seu *rendimento absoluto*), mas também, e fundamentalmente, pelo *rendimento relativo* de cada

ao consumo aumenta, diminuindo a propensão média ao aforro. À medida que a economia vai recuperando e o nível do rendimento aumenta, a propensão média ao consumo vai diminuindo até se estabilizar (bem como a propensão média ao aforro) no seu nível de longo prazo.

James Tobin refere também que em um estudo de Dorothy Brady e Rose Friedman (1947) se antecipa já a hipótese do rendimento relativo depois desenvolvida por James Duesenberry (cfr. J. TOBIN, [5], 363/364).

Gardner Ackley refere também um primeiro esforço de Arthur Smithies (de quem Duesenberry foi discípulo) no sentido de ultrapassar a contradição referida no texto entre os resultados de diferentes estudos empíricos, com base no aumento da percentagem da população urbana, no aumento da percentagem da população idosa (que consome sem aumentar o rendimento agregado) e na introdução acelerada de novos bens de consumo e sua incorporação nos hábitos de vida de grandes massas populacionais (cfr. G. ACKLEY, 257/258).

<sup>(448)</sup> Cfr. MODIGLIANI/BRUMBERG e MODIGLIANI/ANDO, [1].

<sup>(449)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [8] e [11]. FRIEDMAN/MEISELMAN procuram demonstrar, no seu estudo de 1963, que o multiplicador keynesiano é um instrumento analítico com menor capacidade de explicação das flutuações do produto nacional do que o modelo alternativo por eles apresentado, assente na relação entre as variações da quantidade de moeda e as variações do rendimento nacional. Segundo os autores, os dados empíricos apoiariam a conclusão de que uma variação de 1% da taxa de expansão da quantidade de moeda tende a traduzir-se, em média, em uma taxa de crescimento do rendimento nominal de 2%, o que significaria um elevado multiplicador monetário a longo prazo, em consonância com a lógica da *permanent income hypothesis* (cfr. M. FRIEDMAN, [20], 334/335).

uma delas (i. é, pela sua posição relativa na escala dos rendimentos) <sup>(450)</sup>. Para cada nível médio de rendimento (seja ele baixo ou elevado), as famílias que auferem rendimentos *relativamente baixos* tipicamente 'desaforram'; as famílias que recebem rendimentos *relativamente elevados* tipicamente aforram.

De acordo com o efeito de imitação, todas as pessoas agem em função de um estímulo no sentido de melhorar o seu padrão de vida, estímulo que será tanto mais forte quanto mais baixo for o nível de rendimento da(s) pessoa(s) considerada(s). Este estímulo resulta do contacto com bens de qualidade superior possuídos pelas pessoas mais ricas com as quais habitualmente se relacionam e que tomam como paradigma, e traduz-se na imitação dos consumos destas últimas. Se o rendimento médio disponível regista um movimento ascendente, os grupos sociais de rendimentos mais elevados vão introduzindo novos bens e novos hábitos de consumo, que os grupos de rendimentos mais baixos vão progressivamente imitando.

Bastará, pois, que o aumento do rendimento se verifique sem que haja alterações substanciais na sua distribuição para que, não se alterando, por isso mesmo, a posição relativa das pessoas (ninguém vê melhorada a sua posição relativa perante os outros), os grupos de rendimento superior à média não sintam necessidade de aumentar o peso das suas despesas de consumo para marcarem distância relativamente aos de 'baixo' e os

---

<sup>(450)</sup> Esta linha de análise significa também que o bem-estar de cada pessoa não depende apenas do nível do seu rendimento, mas depende também da sua posição relativa na escala dos rendimentos. Este é um entendimento que vem pôr em causa a tese segundo a qual o bem-estar de cada indivíduo, considerado isoladamente, não teria qualquer relação com o bem-estar dos outros membros da comunidade, o que queria dizer que o bem-estar global de uma comunidade aumenta sempre que aumente o bem-estar de alguns dos seus membros, desde que não baixe o bem-estar dos restantes.

grupos de rendimento inferior à média não sintam também necessidade de aumentar os seus consumos para não se afastarem mais dos padrões exibidos pelos de 'cima'. Mantendo-se constante este 'jogo', manter-se-á constante a propensão média ao consumo <sup>(451)</sup>. Esta só variará, a longo prazo, se se verificarem alterações na distribuição do rendimento e, portanto, nas posições relativas das pessoas e dos grupos sociais <sup>(452)</sup>.

Mas foram sobretudo as outras duas abordagens referidas que puseram em causa a fundamentação teórica dos modelos keynesianos da função-consumo, valorizando uma certa autonomia de decisão dos consumidores e colocando novamente a questão numa base microeconómica em termos da teoria da escolha do consumidor.

18.1.1.2. — A *life cycle hypothesis* traduz-se, muito sinteticamente, na tentativa de derivar a função-consumo a partir da teoria da escolha do consumidor, relacionando o comportamento do consumo com o comportamento dos consumidores, os quais, como "animais que olham para o futuro", escalo-

---

<sup>(451)</sup> É assim durante as fases de crescimento sustentado da economia e de aumento regular do rendimento global e do rendimento de cada uma das famílias. Em caso de diminuição do rendimento, o comportamento do consumo das famílias pautar-se-á de acordo com a lógica inscrita no *ratchet effect* (cfr. *supra*, nota 447).

<sup>(452)</sup> Keynes refere expressamente a *distribuição do rendimento* como um dos factores que influenciam a propensão média ao consumo da comunidade em causa. Di-lo no artigo de 1937 em *The Quarterly Journal of Economics* (p.219). E sublinha-o num outro artigo de 1939 na *Review of Economics and Statistics* (apud SHERMAN/EVANS, 139): "Uma vez que considero que a propensão individual ao consumo é (normalmente) tal que existe uma diferença maior entre consumo e rendimento à medida que o rendimento aumenta, daí resulta naturalmente que a propensão colectiva de uma comunidade como um todo pode depender da distribuição do rendimento no seio dela".

nam e planificam o seu consumo tendo em conta todo o período da sua vida, de modo a maximizarem, ao longo de todo o ciclo vital, a utilidade obtida dos consumos.

De acordo com esta teoria, o comportamento das pessoas é determinado pela evolução do seu ciclo vital: na primeira fase da vida, as pessoas consomem mais do que o rendimento que recebem (o seu aforro é negativo); na fase intermédia, as pessoas consomem apenas uma parte do rendimento que recebem (aforro positivo acima da média), com a finalidade de pagar as dívidas da fase anterior e de acumular riqueza que lhes permita manter um nível de rendimento normal na última fase da vida, após o abandono da actividade profissional, que é de novo uma fase de aforro negativo (o consumo é alimentado pela riqueza entretanto acumulada, que se vai 'desaforrando'). Deste modo, as pessoas conseguiriam uma certa regularidade do fluxo de despesas ao longo da sua existência, libertando-se da desigualdade — porventura considerável — dos fluxos de entradas monetárias de que vão beneficiando conforme as fases do seu ciclo vital <sup>(453)</sup>.

---

<sup>(453)</sup> Poderá dizer-se que, levando às últimas consequências a tendência das pessoas inscrita na *life cycle hypothesis*, o indivíduo efectuará apenas aforros temporários, não efectuando qualquer aforro líquido no conjunto da sua vida. É claro que a conclusão poderá alterar-se se se tomarem em conta outros factores (v.g. o desejo de deixar fortuna aos herdeiros). De qualquer modo não será legítimo concluir-se — mesmo sem entrar em linha de conta com estes factores — que a comunidade em que as pessoas se integram também não fará qualquer aforro líquido. É que, admitindo-se que aumentem a população e a produtividade do trabalho, resulta claro que o aforro positivo das novas gerações é mais elevado que o aforro negativo das gerações mais velhas, quer porque o número de pessoas pertencentes às primeiras é maior do que o número das pessoas mais velhas, quer porque se verifica, em cada geração, um aumento do rendimento *per capita* (cálculos neste sentido podem ver-se em MODIGLIANI/ANDO, [1]). Mas a validade dos apoios à *teoria do ciclo de vida* tem sido objecto de controvérsia (ver indicações em SHERMAN/EVANS, 135).

18.1.1.3. – A *permanent income hypothesis*, i.é, a teoria friedmaniana da função-consumo, assenta em novas noções de rendimento e de consumo e “constitui parte integrante do desenvolvimento do ‘monetarismo’” (454). Segundo Milton Friedman, o rendimento de uma pessoa não deve identificar-se com o *rendimento corrente* (ou seja, o montante das entradas de dinheiro em determinado período), mas antes com o *rendimento permanente*, i.é, o rendimento que as pessoas esperam obter em média, ao longo do seu horizonte de planificação, tendo em conta o conjunto daqueles elementos que consideram determinantes da sua própria riqueza (v.g. a riqueza material de que são titulares, a sua capacidade e preparação – o *capital humano* –, a natureza do trabalho que desenvolvem, os seus projectos em matéria de casamento, etc.), e que pensam poder consumir sem afectar a sua riqueza (455). Com base neste rendimento permanente, calculado tendo em conta a experiência passada e as antecipações do futuro nela baseadas, é que as pessoas (famílias) organizam o seu ‘plano’ de consumo.

Paralelamente ao rendimento permanente, Milton Friedman define *rendimento transitório*, i.é, um rendimento relacionado com circunstâncias particulares e quase acidentais da vida (ganhar a lotaria, receber uma herança inesperada, doença, crise no sector onde a pessoa desenvolve a sua actividade, etc.). Por isso mesmo ele pode ser positivo ou negativo, provocando, no período considerado, um volume de entradas líquidas superior ou inferior ao rendimento permanente, mas que não afectam o cálculo deste enquanto grandeza de longo prazo.

(454) Cfr. NOBAY/JOHNSON, 475.

(455) Como observa H. JOHNSON, [3], 31, o conceito de rendimento permanente é, essencialmente, um conceito de riqueza, porque sempre pode considerar-se a riqueza como fonte de rendimento permanente.

Quanto ao consumo, Milton Friedman releva o conceito de *consumo permanente*, significando o uso corrente de mercadorias (ou o valor dos *serviços* que elas prestam e que se pensa consumir durante o período considerado), distinguindo-o do *consumo corrente* (ou *consumo observado*), i.é, o volume de compras efectuadas em cada período (que pode ser influenciado por elementos ocasionais) <sup>(456)</sup>. E, considerando que o rendimento transitório afecta apenas o aforro, conclui que o consumo dos particulares, o seu consumo permanente, não depende do rendimento corrente, mas sim do rendimento permanente ou normal, sendo uma *proporção constante* deste.

Com efeito, no curto prazo, o facto de o rendimento corrente ser superior ao rendimento permanente esperado por cada pessoa ou grupo de pessoas traduzir-se-à apenas no aumento do aforro (as pessoas não consomem o rendimento transitório positivo); se o rendimento corrente é inferior ao rendimento permanente esperado, as pessoas procurarão não diminuir o consumo, reduzindo o aforro ou mesmo desafortando (as pessoas não reduzem o consumo pelo facto de o rendimento transitório ser negativo). Assim se explicaria, aliás, a não proporcionalidade entre o consumo e o rendimento no curto prazo. A razoável estabilidade da propensão ao aforro a longo prazo (tanto no que se refere a cada famí-

---

<sup>(456)</sup> Na contabilidade do consumo não se tomam em conta, normalmente, os *serviços* prestados aos seus titulares pelos bens existentes (de produção e de consumo), nem os *serviços* prestados aos seus titulares pelo aforro incorporado nos seres humanos sob a forma de *capital humano* (nível de educação melhorado, especialização mais avançada, melhor preparação profissional). No conjunto de todos os bens duradouros, só quanto às casas de habitação se estimam e se incluem na contabilidade nacional, para efeitos de cálculo do consumo, os *serviços* por elas prestados, enquanto activos, aos seus titulares. Quanto ao mais, o consumo costuma aferir-se pelas compras de novos bens efectuadas em cada período considerado.

lia como em termos agregados) pode explicar-se, por sua vez, pelo gradual ajustamento (para cima) do rendimento permanente à medida que vai aumentando o rendimento corrente.

18.1.2. – É patente a analogia entre as duas últimas concepções da função-consumo que deixamos resumidas, quer do ponto de vista da construção teórica quer no que se refere às implicações de política económica:

1) ambas procuram relacionar o consumo com uma noção de rendimento que vai além da noção keynesiana e se aproxima da noção de riqueza;

2) ambas pressupõem que o comportamento das pessoas, tanto relativamente ao consumo como relativamente ao aforro, se pauta por uma espécie de 'plano de vida' a longo prazo, abrindo caminho a uma concepção do aforro não como um resíduo (o que sobra depois de efectuadas as despesas de consumo), mas como o resultado de uma decisão autónoma, baseada em motivos específicos <sup>(457)</sup>;

3) ambas apontam no sentido de que as pessoas consideram que obtêm um nível mais elevado de utilidade total (ou de bem-estar) quando, em vez de aceitarem que o consumo suba ou desça em função das flutuações do rendi-

---

<sup>(457)</sup> "O sentido normal da nossa proposta – concluem MODIGLIANI/BRUMBERG, 430 – contém-se em larga medida em duas proposições: a) que o objectivo principal do aforro é o de propiciar uma protecção contra as variações mais amplas do rendimento que normalmente ocorrem ao longo da vida das famílias, e também contra as variações menos sistemáticas de curto prazo no rendimento e nas necessidades; b) que as provisões que as famílias desejariam fazer e estão em condições de fazer, tendo em vista a sua aposentação bem como situações de emergência, devem ser, em média, sensivelmente proporcionais à sua capacidade básica de obtenção de rendimentos, enquanto que o número de anos ao longo dos quais estas provisões podem ser feitas é largamente independente dos níveis de rendimento".

mento corrente, optam por tentar manter a estabilidade, ao longo do tempo, de um consumo desejado, consumindo uma fracção constante do seu *permanent income* ou do seu *lifetime income* ;

4) ambas conduzem à desvalorização da teoria keynesiana da determinação do rendimento e da explicação das suas flutuações, uma vez que ambas concluem pela nula (ou muito reduzida) influência das flutuações do rendimento corrente sobre o montante das despesas de consumo dos particulares, no curto prazo <sup>(458)</sup>. As pessoas não consomem o aumento transitório do rendimento que esperam desapareça no período seguinte, dispondo-se a aumentar o consumo apenas perante um aumento do rendimento que esperam seja permanente. O que quer dizer que o consumo dos particulares ficará praticamente insensível aos aumentos de rendimento provocados no curto prazo pelo aumento do investimento ou das despesas públicas. Isto significa que será muito baixo o valor do multiplicador (cuja grandeza varia na razão directa da propensão marginal ao consumo), tão

<sup>(458)</sup> As duas teorias a que estamos a referir-nos contrariam as teses keynesianas ainda quanto a outro aspecto. Keynes defendeu que a propensão média ao consumo baixa à medida que aumenta o nível do rendimento. Nestes termos, segundo Keynes, o aumento da desigualdade na distribuição do rendimento (aumentando a parte que cabe aos ricos e diminuindo a parte que cabe aos pobres) tenderá a fazer diminuir o consumo. Daqui decorre, na esfera da política económica, que, sendo necessário incrementar a procura dos consumidores para combater o desemprego, o caminho adequado é no sentido de maior igualdade na distribuição do rendimento.

Pois bem. Das teorias em apreço resulta que a alteração da distribuição do rendimento não provocará qualquer alteração da propensão média ao consumo. Projectando esta ideia no domínio da política económica, isto significa que uma alteração da distribuição do rendimento em sentido favorável aos mais ricos (agravando as desigualdades) não provocará uma diminuição do consumo e não terá, por isso, efeitos depressivos. Cfr. SHERMAN/EVANS, 136-138.

baixo que ficará esvaziado o poder explicativo das teorias keynesianas que nele se baseiam. Eis a conclusão de Milton Friedman: "A 'permanent income hypothesis' implica que a economia é muito menos sensível às variações do investimento do que o seria se o consumo se adaptasse ao *measured income* e não ao *permanent income* – o multiplicador do investimento de curto prazo é decididamente mais baixo que o multiplicador de longo prazo" <sup>(459)</sup>;

5) ambas apontam, finalmente, no sentido da estabilidade das decisões de consumo dos particulares, o que assegurará – se se considerar que o consumo é a principal componente da despesa privada – uma elevada estabilidade da economia, desde que não seja afectada pelos *demand shocks* resultantes das políticas governamentais anti-cíclicas. Os consumidores amortecerão a tendência da economia para a recessão reduzindo a sua taxa de aforro e moderarão a marcha expansionista da economia, aumentando a sua taxa de aforro.

Quer dizer: os hábitos uniformes de consumo representam um factor estabilizador dos ciclos económicos, amortecendo as fases de expansão e atenuando as recessões. E daqui extraem os adversários do keynesianismo mais um argumento para negar a necessidade das políticas anti-cíclicas.

Mesmo os autores keynesianos concordam em que os estudos empíricos sobre a função-consumo confirmam as hipóteses de Duesenberry e Modigliani sobre o *ratchet effect*, bem como as hipóteses associadas aos modelos de base microeconómica, como o *life cycle model* de Modigliani-Brumberg-Ando e a *permanent income hypothesis* de Milton

---

<sup>(459)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [11], 139.

Friedman: a propensão ao consumo de curto prazo (“*cyclical propensity to consume*”) é relativamente baixa e inferior à de longo prazo.

Sendo o consumo corrente determinado pelos recursos esperados ao longo da vida – observa Modigliani – as variações de curto prazo do rendimento, nomeadamente as resultantes de *choques*, serão amplamente absorvidas pelo aforro. Por outro lado, tomando o exemplo dos EUA – que poderá alargar-se à generalidade dos países capitalistas desenvolvidos –, Modigliani põe em relevo que uma parte do aumento do rendimento vai ser desviada para o pagamento de impostos (com taxas marginais crescentes) e outra parte vai traduzir-se em aumento da procura de bens importados, o que lhe permite estimar uma propensão marginal ao consumo inferior a 0,5 (i.é., um multiplicador inferior a dois).

Apesar destas observações, a conclusão de Modigliani é clara: os estudos efectuados apontam para “uma economia consideravelmente menos instável do que admitiam os primeiros keynesianos, mas não ainda uma economia muito estável” <sup>(460)</sup>.

18.2. – Para Keynes o investimento privado é o elemento mais instável e mais aleatório de todos os que integram a procura agregada <sup>(461)</sup>. E os dados disponíveis não deixam de confirmar este ponto de vista keynesiano: as

<sup>(460)</sup> Cfr. F. MODIGLIANI, [4], 17/18.

<sup>(461)</sup> Alguns autores observam, aliás, que à instabilidade da economia privada resultante da flutuação das decisões de investimento por parte dos particulares é necessário acrescentar a instabilidade, a curto prazo, das despesas privadas em bens de consumo duradouros.

De acordo com a lógica da função-consumo, o que importa, relativamente a este tipo de bens, é a relação entre os *serviços correntes* por eles prestados e o *rendimento corrente*. E como aqueles serviços dependem, em cada ano, das existências dos bens de consumo acumulados ao longo de certo número de anos anteriores, o volume desses serviços

flutuações cíclicas andam associadas, em regra, a violentas flutuações do investimento privado <sup>(462)</sup>.

correntes mantêm-se mais ou menos estável, mesmo que se verifiquem oscilações significativas das compras desses bens de um(s) ano(s) para outro(s), as quais podem afectar sensivelmente a procura agregada.

Esta questão poderá ter alguma importância dado o peso crescente dos bens de consumo duradouros no cabaz de compras das famílias e dada a maior sensibilidade da procura destes bens às flutuações do nível do rendimento e de outros factores como a taxa de juro e demais requisitos das vendas a crédito (entrada inicial, prazo de pagamento, garantias exigidas para a concessão do crédito), uma vez que esses bens são comprados, em elevada percentagem, a prestações.

Noutra perspectiva, as despesas em bens de consumo duradouros (incluídas a reparação, melhoria e ampliação das habitações) são tratadas como uma forma específica de destino do rendimento, que não se confunde com o consumo corrente, antes se considera uma forma especial de aforro (diferente do aforro líquido, dos seguros de vida e de outras formas de aforro contratual). E, tratadas como uma forma de aforro, as despesas em bens de consumo duradouros são consideradas muito sensíveis às flutuações transitórias do rendimento, uma vez que os aumentos transitórios do rendimento se traduzem quase integralmente em aforro. Sobre a problemática da instabilidade das despesas em bens de consumo duradouros, cfr. G. ACKLEY, 302 ss e R. GORDON, 367ss.

James Tobin defende, por outro lado, que as teses inerentes à *permanent income hypothesis* (ou a hipóteses similares, como a *previous peak hypothesis*), embora possam ajustar-se ao comportamento das pessoas em períodos de recessão considerados abertamente como temporários, dificilmente se poderão aplicar ao comportamento que se verifica nos períodos de depressão acentuada e prolongada, cujo fim não está à vista (cfr. J. TOBIN, [5], 365).

<sup>(462)</sup> Tendo em conta a economia dos EUA, apurou-se que, nos quatro ciclos registados entre 1921 e 1938, o consumo real aumentou, em média, nas fases de expansão, 15%, percentagem muito inferior à do aumento do investimento bruto real (55%); nas fases de contracção, ao invés, o consumo real diminuiu, em média, 10%, tendo sido de 49% a baixa do investimento bruto real. Este fenómeno é ainda mais marcado nos seis ciclos verificados entre 1949 e 1980. Nas fases de expansão, o consumo real aumentou, em média, 17%; o investimento bruto real aumentou, em média, 25%. Nas fases de contracção, o consumo real acabou por aumentar, em média, 0,1% (subiu em três fases e baixou em três outras), enquanto que o investimento bruto real baixou, em média, 7%. As variações do investimento líquido (investimento bruto menos as

Mas Keynes entende também que, "dada a psicologia das massas, o nível da produção e do emprego como um todo depende do montante do investimento". Não porque o montante do investimento seja o único factor de que depende o *output agregado*, mas porque "é usual num sistema complexo considerar como *causa causans* aquele factor que é mais susceptível de flutuações amplas e bruscas". E este factor é sem dúvida o investimento, ele próprio dependente de motivações aleatórias porque "influenciado pelas nossas visões do futuro, acerca do qual sabemos tão pouco" <sup>(463)</sup>.

O investimento ocupa uma posição de relevo no sistema keynesiano, uma vez que, a curto prazo, perante uma determinada propensão ao consumo, dele depende o nível do emprego, da produção e do rendimento. Mas o investimento é variável importante porque, de acordo com a construção keynesiana, um acréscimo de investimento não se limita a produzir um aumento equivalente de rendimento nacional no período em que ele se verifica. Como é sabido, esta despesa inicial de rendimento *multiplica-se* em rendimento nos períodos seguintes, designando-se por *multiplicador* o coeficiente de aumento do rendimento. O multiplicador do investimento depende do aumento líquido da procura de bens de consumo que o acréscimo de rendimento verificado no período inicial (aquele em que ocorre o acréscimo de investimento) vai provocar em períodos sucessivos, de acordo com a propensão marginal ao consumo dos titulares daqueles acréscimos de rendimento. O multiplicador varia, pois, no

---

quotas de amortização) são ainda mais acentuadas do que as do investimento bruto: 49% de aumento médio nas fases de expansão e 36% de diminuição média nas fases de contracção, nos seis ciclos entre 1949 e 1980. Cfr. SHERMAN/EVANS, 155/156.

<sup>(463)</sup> Cfr. J. KEYNES, [2], 221

mesmo sentido da propensão marginal ao consumo (é o inverso da propensão marginal ao aforro).

Mas o sistema keynesiano inclui também o *princípio da aceleração* : a procura de bens capitais derivada da procura de bens de consumo *acelera-se*. Quer dizer que um aumento do consumo provoca um aumento do investimento e, por vezes, um aumento muito mais acentuado da procura de bens de produção duradouros, por ser maior que um o coeficiente capital/produto.

Alvin Hansen acrescentou mais uma peça ao edifício keynesiano: o "leverage effect" (*efeito propulsor*, na tradução de Teixeira Ribeiro). Este efeito propulsor das despesas traduz a acção combinada do multiplicador e do acelerador. Se estes são elevados, o efeito propulsor também o é; se o multiplicador e o acelerador são baixos, o efeito propulsor é relativamente pequeno e só actua a curto prazo, amortecendo progressivamente os seus efeitos, de tal modo que o rendimento pode mesmo ser inferior ao que seria se não tivesse havido o investimento inicial <sup>(464)</sup>.

Os primeiros keynesianos sobrestimaram a propensão ao aforro a longo prazo (com o conseqüente receio de que o investimento não absorvesse todo o aforro, abrindo-se assim o caminho à depressão, ao desemprego, à estagnação) e subestimaram a propensão ao aforro a curto prazo, acreditando num elevado multiplicador de curto prazo <sup>(465)</sup>. Hoje, conhecem-se bem as 'fugas' que limitam os efeitos do multiplicador, bem como a complexidade, a incerteza e a

<sup>(464)</sup> Acerca da teoria do multiplicador (e das restrições que limitam os seus efeitos), do princípio da aceleração (e do carácter complexo e incerto do efeito do acelerador, das restrições ao princípio da aceleração e da elevada instabilidade da procura de bens capitais) e do efeito propulsor, cfr. TEIXEIRA RIBEIRO, [1], 372-390.

<sup>(465)</sup> Cfr. F. MODIGLIANI, [4], 12.

instabilidade inerente ao acelerador. De todo o modo, os keynesianos sustentam que as experiências das políticas monetaristas só vieram confirmar a importância do comportamento da procura agregada como factor decisivo na determinação do emprego, da produção e do rendimento e continuam a defender a necessidade das “demand-side economic policies” como instrumentos para a prossecução dos objectivos do pleno emprego e da estabilidade da actividade económica <sup>(466)</sup>.

18.2.1. – E, neste quadro, o investimento constitui, sem dúvida, uma variável estratégica. De que depende então o investimento, segundo Keynes? Nas economias capitalistas, o que justifica o investimento feito pelos particulares é a possibilidade de obter lucros. E os empresários ‘sabem’ que a lei de Say não funciona, ou seja, eles ‘sabem’ que podem não encontrar escoamento para todas as quantidades que produzem. Por isso, só produzirão aquelas quantidades que, de acordo com as suas previsões acerca da procura efectiva, eles esperam vender em condições de obter lucros. As decisões de investimento não dependem, pois, directamente, do volume do aforro disponível. Dependem, sim, do custo do investimento (que é o juro do dinheiro utilizado na aquisição dos bens capitais) e do rendimento líquido que se espera obter da utilização desses bens capitais. Em síntese, o investimento depende da taxa de juro e da eficiência marginal do capital <sup>(467)</sup>.

Sob a influência da Grande Depressão, os primeiros

<sup>(466)</sup> Cfr. J. TOBIN, [15]

<sup>(467)</sup> Como salienta TEIXEIRA RIBEIRO, [1], 370, trata-se aqui do que normalmente se designa por *investimento induzido*, i.é., o investimento provocado pelo rendimento (ou que depende do rendimento ou da actividade económica). Fica de fora o chamado *investimento autónomo*, i.é., o investimento que não depende do nível do rendimento e das suas variações, antes é determinado por factores demográficos ou por razões de ordem técnica.

keynesianos inclinaram-se para admitir que as economias capitalistas estavam sujeitas a 'choques da procura' caprichosos e relativamente violentos, acreditando porventura serem frequentes as situações do tipo *alçapão da liquidez*, caracterizadas por uma grande insensibilidade da procura de moeda às variações da taxa de juro. Nestas condições, o investimento dependeria muito mais dos *animal spirits* do que de cálculos racionais baseados no custo do capital.

A baixa da taxa de juro poderia ajudar a prolongar as situações de expansão, mas seria de pouca utilidade para inverter as fases de depressão. Estas caracterizar-se-iam, além do mais, por um ambiente de expectativas pessimistas relativamente ao futuro. Para que, em tal ambiente de falta de confiança, as decisões de investimento pudessem ser estimuladas pela taxa de juro, esta teria de ser muito baixa (no limite e teoricamente, poderia ter que ser negativa), tão baixa que ninguém estaria disposto a emprestar o seu dinheiro, preferindo mantê-lo em saldos líquidos.

Esta desvalorização do papel da taxa de juro está na base da desvalorização, por parte dos keynesianos, da importância da política monetária (que, segundo eles, deveria centrar-se não no controlo da oferta de moeda mas no controlo das condições de concessão de crédito) como instrumento da política anti-cíclica, e da primazia por eles atribuída, neste âmbito, à política financeira, empenhada em influenciar directamente a procura agregada através do manuseamento das receitas e das despesas públicas <sup>(468)</sup>.

<sup>(468)</sup> Acerca da reduzida influência da taxa de juro sobre o investimento induzido, cfr. TEIXEIRA RIBEIRO, [1], 371/372. P. SAMUELSON, ([1], na versão publicada em R. GILL, 322) refere estudos vários que apontam no sentido de que tanto o custo do crédito como a sua disponibilidade têm sido factores pouco relevantes na determinação do investimento e da actividade económica.

Mas esta desvalorização da importância da taxa de juro tem como reverso da medalha a correlativa valorização da *eficiência marginal do capital* como factor determinante do investimento privado: “A curva da eficiência marginal do capital é de uma importância fundamental – escreve Keynes <sup>(469)</sup> –, porque é sobretudo através dela que a previsão do futuro influencia o presente (muito mais do que através da taxa de juro)”. Na definição de Teixeira Ribeiro, podemos dizer que a eficiência marginal do capital é “a taxa mais alta de rendimento líquido esperada da utilização de mais uma unidade de certo tipo de bens capitais” <sup>(470)</sup>. O próprio Keynes sublinha que “a eficiência marginal [do capital] depende do rendimento *esperado* do capital e não simplesmente do seu rendimento corrente”. A eficiência marginal do capital depende, pois, das previsões acerca do futuro. E Keynes sublinha também este ponto: “É importante – escreve ele <sup>(471)</sup> – compreender a influência das variações da previsão sobre a eficiência marginal de um estoque dado de capital sujeita a flutuações de uma certa violência, que explicam o Ciclo Económico”.

No Capítulo XII da *General Theory* Keynes analisa os factos que determinam o rendimento *esperado* de um capital. E sustenta que “as avaliações dos rendimentos futuros fundamentam-se, em parte, em factos actuais que podemos supor conhecidos com mais ou menos certeza, e, em parte, em acontecimentos futuros, que só podem ser previstos com mais ou menos confiança” <sup>(472)</sup>. Entre os primeiros, inclui o volume actual de diversos tipos de capitais e o do capital em

<sup>(469)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 145. Por isso se afirma que, para os keynesianos, é a eficiência marginal do capital que condiciona, no fundamental, o volume do emprego (cfr. J. STEIN, [3], 13).

<sup>(470)</sup> Cfr. TEIXEIRA RIBEIRO, [1], 369.

<sup>(471)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 141 e 143/144.

<sup>(472)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 147/148.

geral, bem como a intensidade da procura actual dos consumidores; entre os segundos, considera as mudanças futuras do tipo e da quantidade dos diversos capitais, as mudanças dos gostos dos consumidores, a dimensão da procura efectiva em diferentes épocas da existência do capital em causa, bem como as variações que podem ocorrer, ao longo da sua existência, no valor monetário da unidade de salário <sup>(473)</sup>.

Keynes defende, no entanto, que um dos factores que mais fortemente influencia a curva da eficiência marginal do capital é o *estado de confiança* ("state of confidence"), i.é, o estado de espírito dos investidores, o optimismo ou o pessimismo com que encaram o futuro. Em último termo, é deste *estado de confiança* que depende o investimento privado: "o estado de confiança e a curva da eficiência marginal do capital – escreve Keynes – não são dois factores distintos, que actuam separadamente sobre o fluxo do investimento". Mas a confiança dos investidores depende de dados extremamente precários, e é a precariedade dos elementos que condicionam o *estado de confiança* que está na base de grande parte das dificuldades actuais em assegurar um volume de investimentos suficiente <sup>(474)</sup>.

Na óptica de Keynes, uma das causas da instabilidade económica é "inerente à natureza humana", no sentido em que "uma grande parte das nossas iniciativas no plano moral, hedonístico ou económico dependem mais de um espontâneo optimismo do que de uma previsão matemática". E, ao analisar as decisões de investimento, Keynes valoriza

<sup>(473)</sup> Acerca dos elementos subjectivos e dos elementos objectivos em que se baseiam as previsões do futuro e, portanto, a eficiência marginal do capital, Cfr. TEIXEIRA RIBEIRO, [1], 308 ss e SHERMAN/ /EVANS, 158-165. Para mais desenvolvimentos sobre a "profits theory" e a "accelerator theory", cfr. também E. SHAPIRO (5.ª ed.), 385-407.

<sup>(474)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 148-153.

de modo particular o papel dos “animal spirits”: “quando é necessário um longo período para que elas produzam o seu pleno efeito, a maior parte das nossas decisões de fazer qualquer coisa de positivo só podem ser consideradas como manifestação dos nossos *animal spirits*, de um impulso espontâneo para a acção em vez de para a inacção, e não como o resultado de uma qualquer média ponderada de benefícios quantitativos multiplicados por probabilidades quantitativas”. “Quando examinamos as perspectivas de investimento – explicita Keynes –, é necessário, pois, ter em conta os nervos e os humores, e mesmo as digestões e as reacções às condições climatéricas das pessoas de cuja actividade espontânea depende, em grande medida, o investimento”.

Nestes termos, não admira que Keynes conclua que, “infelizmente, isto significa não apenas que as crises e as depressões podem atingir uma amplitude excessiva, mas também que a prosperidade económica está excessivamente dependente de um clima político e social favorável ao homem de negócios médio” <sup>(475)</sup>.

---

<sup>(475)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 161-163. Keynes ressalva, porém, que não pode concluir-se destas suas observações que tudo depende de “waves of irrational psychology”. “Ao contrário – observa –, o estado da previsão a longo prazo é muitas vezes estável, e, mesmo quando o não é, os outros factores exercem os seus efeitos compensadores. (...) Alguns factores importantes atenuam de algum modo, na prática, os efeitos da nossa ignorância sobre o futuro”. O que Keynes pretende, fundamentalmente, é recordar que “as decisões humanas que afectam o futuro, no plano pessoal, político ou económico, não podem ser inspiradas por uma estrita previsão matemática, uma vez que a base para esse cálculo não existe”.

Apesar da importância que Keynes atribui à *incerteza*, cremos que Don Patinkin terá razão quando sustenta que não pode considerar-se como mensagem fundamental da *General Theory* a consideração de que as decisões económicas, nomeadamente as decisões de investimento, são tomadas num mundo de *incerteza*. A verdade é que a *incerteza* não é referida por Keynes no Cap. III da *General Theory* (sobre “The principles of effective demand”), em que enuncia as linhas mestras da teoria

A avaliação pelos particulares da eficiência marginal dos diversos tipos de capitais é algo que Keynes considera susceptível de sofrer flutuações demasiado acentuadas para que possa admitir-se a possibilidade de as compensar através de variações praticáveis da taxa de juro, de modo a garantir permanentemente o fluxo de investimentos suficiente. Daí a conclusão de Keynes: "Por minha parte, estou bastante céptico acerca das possibilidades de sucesso de uma política puramente monetária que consista em agir sobre a taxa de juro. Dispondo o Estado de condições para calcular a eficiência marginal dos capitais com vistas largas e com base nos interesses sociais da comunidade, espero vê-lo assumir uma responsabilidade cada vez maior na organização directa do investimento" <sup>(476)</sup>.

No que toca à propensão ao consumo, Keynes sustenta que o estado deveria "exercer sobre ela uma acção orientadora através do sistema fiscal, através da fixação das taxas de juro e talvez também por outros meios". Mas, no que se refere ao fluxo do investimento, Keynes entende que "é pouco provável que a influência da política bancária sobre a taxa de juro seja suficiente para determinar uma taxa óptima de investimento". Por isso ele é levado a considerar "de importância vital atribuir a órgãos centrais certos poderes de direcção actualmente confiados, no fundamental, à iniciativa privada" e a defender que "o único meio capaz de assegurar uma situação próxima do pleno emprego será uma socialização bastante ampla do investimento" <sup>(477)</sup>.

---

do emprego que desenvolve nos capítulos seguintes, nem no Cap. XVIII, que se ocupa de "The General Theory of Employment Re-Stated". Cfr. D. PATINKIN, [11], 101.

<sup>(476)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 164.

<sup>(477)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 378. Keynes logo acrescenta que as suas propostas não excluem "compromissos e fórmulas de todo o tipo que permitem ao Estado cooperar com a iniciativa privada", defendendo

Keynes defende “a necessidade de uma direcção central para realizar a correspondência entre a propensão ao consumo e o estímulo para investir”. Reconhece que o “alargamento das funções do estado”, indispensável para se conseguir este ajustamento recíproco, “pareceria a um publicista do século XIX ou a um financeiro americano de hoje uma infracção horrível aos princípios individualistas”. Mas logo esclarece que, do seu ponto de vista, o *alargamento das funções do estado* que propõe é “o único meio de evitar uma completa destruição das instituições económicas actuais” e “a condição de um feliz exercício da iniciativa individual” <sup>(478)</sup>.

No Capítulo XXII da *General Theory*, Keynes afirma que o ciclo económico é influenciado pelas *flutuações* da propensão ao consumo, do estado da preferência pela liquidez e da eficiência marginal do capital. No entanto, Keynes entende que “é aos modos de variação da eficiência marginal do capital que devem atribuir-se, fundamentalmente, as características essenciais do ciclo económico, nomeadamente a constância da sua duração e a sucessão regular das suas fases”. E, sem negar a influência da “abundância ou da escassez actuais do capital e do custo actual da sua produção” sobre a eficiência marginal do capital, Keynes sustenta que esta depende também (e depende fundamentalmente, sobretudo no caso de investimento em bens duradouros) das “previsões correntes relativas ao seu rendimento futuro”. Estas previsões, “fundadas em índices variáveis e incertos, estão sujeitas a variações bruscas e violentas” <sup>(479)</sup>.

---

que “o que é importante não é que o Estado assuma a propriedade dos instrumentos de produção”, e tornando claro que “não existe qualquer razão evidente que justifique um socialismo de Estado abrangendo a maior parte da vida económica da comunidade”.

<sup>(478)</sup> Cf. J. KEYNES, [1], 378-381.

<sup>(479)</sup> Keynes relaciona estas variações bruscas e violentas da eficiên-

Sem dúvida que a incerteza acerca do futuro e o desencorajamento que acompanham a queda da eficiência marginal do capital motivarão um aumento da preferência pela liquidez e, em consequência, um aumento da taxa de juro. Mas não é aqui que reside a explicação da crise, segundo Keynes. Se, a par da queda da eficiência marginal do capital, se verificar uma subida da taxa de juro, tal circunstância agravará a quebra do investimento. Mas "é a queda brusca da eficiência marginal do capital que caracteriza a situação (...) e que fornece a explicação mais normal e muitas vezes a explicação essencial da crise" <sup>(480)</sup>.

Ao fim de algum tempo, uma vez relançados o investimento e a actividade económica, a baixa da taxa de juro pode constituir um factor importante na ultrapassagem da crise. Mas, no momento em que a crise se desencadeia, "a baixa da eficiência marginal do capital pode ser tão profunda que nenhuma redução possível da taxa de juro bastaria para a contrabalançar". Se a baixa da taxa de juro fosse um remédio eficaz, o relançamento da actividade económica poderia conseguir-se num curto espaço de tempo e

cia marginal do capital e o próprio facto de a passagem da fase ascendente do ciclo à fase descendente ser muitas vezes violenta e súbita (fenómeno a que Keynes chama "crise") com a circunstância de os mercados financeiros estarem sujeitos à influência de compradores que ignoram em regra o que compram e de especuladores que se interessam mais pela previsão da próxima mudança da opinião bolsista do que pelo cálculo racional do movimento futuro dos capitais. Cfr. J. KEYNES, [1], 315/316.

<sup>(480)</sup> A crise pode ainda agravar-se porque, segundo Keynes, uma queda acentuada da eficiência marginal do capital pode provocar uma baixa da *propensão ao consumo*. Isto porque à queda da eficiência marginal do capital anda em regra associada uma baixa acentuada das cotações das acções na bolsa, a qual contribui ainda mais para agravar o ambiente pessimista das pessoas, que, em alguns países (onde é importante a presença da bolsa na vida económica e na vida das pessoas), associam mais fortemente a sua disposição para consumir às variações das cotações da bolsa do que às variações dos seus próprios rendimentos (cfr. J. KEYNES, [1], 306/307).

através de meios ao alcance das autoridades monetárias. Mas normalmente não é este o caso, segundo Keynes. Por isso é que a saída da crise implica o que ele chama *time element*, o lapso de tempo necessário para mudar profundamente “as condições psicológicas dos mercados financeiros”, para fazer regressar a *confiança* e aumentar a eficiência marginal do capital, determinada pela “psicologia incontrollável e desobediente do mundo dos negócios”. Por isso é que Keynes não acredita na eficácia de um “remédio puramente monetário” para as crises da economia.

18.2.2. – Dada a importância que atribui ao investimento, considerando as vantagens sociais que podem esperar-se do seu aumento, Keynes defende que o investimento não deve deixar-se “abandonado às fantasias de uma eficiência marginal que depende das opiniões pessoais de indivíduos ignorantes ou especuladores e à influência de uma taxa de juro a longo prazo que nunca ou quase nunca baixa aquém de um nível convencional”. “Concluimos – escreve Keynes – que não se pode sem inconveniente abandonar à iniciativa privada o cuidado de regular o fluxo corrente do investimento” <sup>(481)</sup>.

Estamos no centro da construção keynesiana no que concerne às suas implicações em matéria de política económica: o estado capitalista deve assumir novas funções e novas responsabilidades no âmbito da economia. O estado deve actuar de modo a assegurar a estabilidade das despesas de consumo da grande maioria dos consumidores. Mas o estado deve, sobretudo, intervir de modo a preencher, através do acréscimo das despesas públicas, o vazio resultante do facto de os particulares deixarem de fazer certas despesas

---

<sup>(481)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 313-326 e 153-158.

de investimento. As políticas keynesianas são, claramente, políticas que privilegiam o lado da procura, uma vez que, segundo Keynes, é a procura agregada efectiva (consumo mais investimento) que determina o volume do emprego, da produção e do rendimento.

No período entre as duas guerras mundiais dominou no Reino Unido a concepção que ficou conhecida como *Treasury View*. Os seus defensores opunham-se às propostas de realização de obras públicas com o fim de combater o desemprego. Invocava-se, em termos gerais, que as políticas expansionistas baseadas no défice do orçamento do estado não poderiam, mesmo em situações de desemprego, provocar o aumento da produção e do emprego. E isto porque, na medida em que ultrapassassem a receita proveniente dos impostos, a realização de despesas públicas implicaria que o respectivo défice fosse pago com recursos retirados ao sector privado: o investimento privado diminuiria na mesma medida do aumento das despesas públicas.

Perante o quadro oferecido pela Grande Depressão, Keynes opôs-se frontalmente ao pensamento dominante, defendendo uma política de *loan expenditures*, i.é, uma política de expansão da procura agregada através do acréscimo das despesas públicas financiadas mediante o recurso ao crédito junto do público. Numa situação em que, longe de se verificar pleno emprego, se registava amplo desemprego dos recursos produtivos, os keynesianos vieram sustentar que as políticas expansionistas são um expediente adequado para combater o desemprego e para prosseguir o objectivo do pleno emprego, conduzindo ao aumento da produção sem provocar inflação.

18.3. – Em muitos casos a lição de Keynes foi desvirtuada em modelos simplistas nos quais se desvaloriza o pro-

blema do financiamento das despesas públicas adicionais. Estas seriam, em última instância, inteiramente financiadas pelo aumento do aforro resultante do aumento de rendimento provocado pelo acréscimo inicial das despesas públicas.

Contra estes modelos ergueu-se, desde logo, a crítica dos monetaristas, com fundamento em que as necessidades de financiamento por parte do estado são imediatas, enquanto que o eventual aumento do aforro em consequência do aumento do rendimento provocado pelas despesas adicionais do estado não só não é imediato como pode exigir o decurso de um período de tempo mais ou menos longo. A necessidade de o estado recorrer aos empréstimos (a procura de fundos emprestáveis) aumenta mais rapidamente do que o aforro necessário para alimentar a oferta de fundos emprestáveis <sup>(482)</sup>.

Os monetaristas levantam, assim, o problema do *budget constraint*, chamando a atenção para a questão do financiamento das despesas públicas. Não parece correcto defender-se que Keynes e a generalidade dos keynesianos tenham ignorado este problema. O próprio Keynes fala de "loan expenditures" e, em regra, os melhores autores de inspiração keynesiana admitem, expressa ou tacitamente, que o financiamento das despesas públicas realizadas com objectivos anti-cíclicos é feito através de empréstimos junto do público. Mas as críticas dos monetaristas acabaram por provocar maior sofisticação teórica dos modelos keynesianos <sup>(483)</sup>.

A crítica dos monetaristas às *expansionary fiscal policies* enfatiza, no entanto, a chamada *crowding out hypothesis* (efeito de exclusão ou efeito de evicção, como já vimos

<sup>(482)</sup> Cf. SHERMAN/EVANS, 289 e G. SHAW, [2], 59 ss.

<sup>(483)</sup> Cf. J. TREVITHICK, [1], 126 e G. SHAW, [2], 65.

traduzido), que, em boa medida, ressuscita, sob novas roupagens, a *Treasury View* pré-keynesiana. O debate sobre o *crowding out* é considerado por Samuelson e Nordhaus “uma das principais controvérsias da actualidade em relação às políticas públicas” <sup>(484)</sup>.

Há quem entenda que pode configurar-se um exemplo de *crowding out* quando o aumento das despesas públicas se traduz na produção e na oferta por parte do estado de bens ou serviços que concorram directamente com os bens ou serviços vendidos no mercado pelas empresas privadas. Neste caso, os consumidores podem preferir os bens e serviços fornecidos pelo estado (gratuitamente ou a preços muito baixos, por vezes inferiores aos custos), deixando de consumir os bens e serviços colocados no mercado pelo sector privado. Se assim acontecer, pode dar-se o caso de o impacte do aumento das despesas públicas ser ‘anulado’ por um aumento do aforro dos particulares do mesmo montante (ou de montante apenas ligeiramente inferior).

A consciência desta possibilidade é que terá levado Keynes a defender “*wholly ‘wasteful’ forms of loan expenditure*” e a afirmar que “a solução mais aceitável de todas consiste em cavar no solo buracos conhecidos como minas de ouro, solução que não só não acrescenta nada à riqueza real do mundo mas ainda implica trabalho inútil” <sup>(485)</sup>. Com este sentido é que Keynes escreveu que “o antigo Egipto era duplamente afortunado, devendo sem dúvida a esta circunstância a sua fabulosa riqueza. É que possuía duas actividades, nomeadamente a construção de pirâmides e a extracção de metais preciosos, cujos frutos, uma vez que

<sup>(484)</sup> Cf. SAMUELSON/NORDHAUS, 432.

<sup>(485)</sup> Esta é a interpretação de G. SHAW, [2], 70/71.

eles não podiam servir as necessidades humanas sendo consumidos, não perdem interesse em razão da sua abundância". Na mesma óptica é interpretada a afirmação de Keynes na *General Theory* segundo a qual "as despesas públicas financiadas com empréstimos junto do público, ainda que de pura dissipação ("wasteful"), podem, em última instância, enriquecer a comunidade. A construção de pirâmides, os tremores de terra e mesmo a guerra – escreve Keynes <sup>(486)</sup> – podem contribuir para aumentar a riqueza, se a educação dos homens de estado nos princípios da Economia Clássica se opõe a uma solução melhor".

Estas e outras considerações de Keynes têm levado à defesa do ponto de vista segundo o qual, na óptica do keynesianismo, o importante – para combater a depressão, para aumentar o emprego, a produção e o rendimento – é que o estado aumente as despesas públicas (e que o sector privado aumente o investimento). A natureza das despesas públicas e do investimento seria irrelevante na perspectiva do multiplicador, uma vez que o mecanismo do multiplicador parte dos acréscimos de rendimento distribuídos imediatamente (na sequência da própria despesa pública ou do investimento privado) aos que participam na construção das instalações ou das infraestruturas ou que produzem os equipamentos, os bens ou serviços em que se traduzem as despesas públicas (ou o investimento privado), sem ter em conta os acréscimos de rendimento que podem resultar, em momento posterior, da natureza reprodutiva da despesa pública (ou do investimento privado) realizada(o).

Pensamos que, em tese geral, esta ideia é correcta. Mas cremos que ela não autoriza uma leitura do keynesianismo no sentido de que este estimula a realização de despesas

---

<sup>(486)</sup> Cfr. J. KEYNES, [1], 128-131.

inúteis pelo estado. É certo que Keynes escreveu o que segue: “Se o Tesouro estivesse disposto a encher de notas garrafas velhas, a depositá-las a uma profundidade conveniente em minas abandonadas e de seguida atulhadas com detritos urbanos, e a autorizar uma empresa a extrair de novo as notas segundo os princípios do *laissez-faire* (sendo o direito de explorar os terrenos ‘notíferos’ concedido, naturalmente, por adjudicação), o desemprego desapareceria e, tendo em conta as repercussões, é provável que o rendimento real da comunidade, bem como a sua riqueza em capital, fossem sensivelmente mais elevados do que na realidade são”.

Mas deve dizer-se também que, imediatamente a seguir, Keynes conclui: “Em boa verdade, seria mais sensato construir casas ou qualquer coisa útil; mas se dificuldades políticas e práticas a isso se opõem, então o que se diz acima é melhor do que nada”<sup>(487)</sup>.

A única conclusão que poderá tirar-se, sem contestação, será a de que, em situações de depressão, quando existe *desemprego involuntário*, o melhor caminho para combater o desemprego passa pela intervenção do estado através de uma política expansionista de despesas públicas que aumentem a procura agregada efectiva.

A existência de *desemprego involuntário* é o ponto de partida de Keynes na Secção VI do Capítulo X da *General Theory*, de onde são extraídos os trechos acima referidos. E, tendo presente a situação de desemprego, não nos parece que possa verificar-se *crowding out* na hipótese posta por G.K.Shaw, que fica resumida atrás. O facto de o estado aumentar as despesas públicas significa que vai empregar

---

<sup>(487)</sup> Cf. J. KEYNES, [1 ], 129.

recursos produtivos até aí 'desempregados', distribuindo rendimentos aos seus titulares. Estes, exactamente porque o estado não vai vender os bens ou serviços resultantes daquelas despesas, vão gastar o rendimento que receberam em outros bens de consumo. Por isso é que as despesas-compra do estado se multiplicam em rendimento, tal como acontece com o investimento privado <sup>(488)</sup>.

Há também quem fale de *crowding out* para traduzir o facto de o aumento das despesas públicas poder provocar um clima de desconfiança no sector privado, daí resultando um aumento da preferência pela liquidez e uma diminuição da eficiência marginal do capital e, portanto, do investimento privado. Se daqui resultar uma diminuição da procura agregada igual ao montante das despesas públicas adicionais, estas não terão qualquer efeito positivo sobre a produção e o emprego em termos reais <sup>(489)</sup>. Não nos parece, porém, que o simples facto de o estado aumentar as despesas públicas, sobretudo quando se verifica recessão e desemprego e os investidores privados se retraem, possa hoje considerar-se um factor de perturbação e de desconfiança do sector privado, a ponto de provocar, só por si, uma diminuição do investimento privado. Deixaremos de lado, por isso, esta hipótese.

---

<sup>(488)</sup> Sobre esta matéria, cfr. TEIXEIRA RIBEIRO, [1], 391. No exemplo dado por G. K. Shaw, não é crível que a generalidade das pessoas que utilizam os serviços de educação e de saúde fornecidos pelo estado gratuitamente ou a preços (muito) inferiores aos custos vão converter em aforro o montante que teriam de gastar pagando aqueles serviços ao sector privado no caso de o estado os não fornecer. A grande maioria não utilizaria, pura e simplesmente, quaisquer serviços de educação e de saúde. Quanto aos poucos que recorreriam ao sector privado se o estado não fornecesse aqueles serviços, eles destinarão ao consumo de outros bens o rendimento que assim fica à sua disposição.

<sup>(489)</sup> Cfr. AFTALION/PONCET, 87/88.

Em geral, a *crowding out hypothesis* aparece enunciada pelos seus defensores partindo do princípio de que o estado e as empresas privadas concorrem entre si para obterem os fundos emprestáveis existentes em quantidade limitada: a procura total de fundos consiste na soma do investimento privado projectado (que se admite ser função do nível da taxa de juro) e do défice orçamental (que não é função da taxa de juro).

Considerando que é dado o montante do aforro (oferta de fundos disponíveis para empréstimo) e que este é insensível à taxa de juro (i.é, o aforro não aumenta, para cada nível de rendimento, apesar de aumentar a taxa de juro), então o aumento da procura de fundos resultante do aumento do défice orçamental provocará um aumento da taxa de juro. Deste aumento resultará uma diminuição do investimento privado. E se este diminuir na exacta medida em que aumentaram as despesas públicas financiadas com empréstimos contraídos junto do público, concluir-se-á que estas não tiveram qualquer efeito estimulante sobre a economia. A *expansionary fiscal policy* não funciona, porque a subida da taxa de juro que dela deriva provoca a *exclusão* do investimento privado <sup>(490)</sup>.

<sup>(490)</sup> Cfr. SHERMAN/EVANS, 289/290 e G. SHAW, [2], 70/71.

Se, ao invés do que se pressupõe no texto, se admitir que o aforro é sensível à taxa de juro, então o aumento desta – resultante do aumento da procura de fundos emprestáveis por parte do estado – vai provocar um aumento do aforro, i.é, da oferta de fundos emprestáveis. Se este aumento for igual ao aumento da procura, dir-se-á que não há lugar ao *crowding out*. Mas, ainda que assim não seja, a diminuição do investimento privado será inferior ao aumento da despesa pública: o *crowding out* será apenas parcial e porventura reduzido. Os críticos da *expansionary fiscal policy*, no entanto, mantêm que, mesmo nesta hipótese, o *crowding out* é inevitável: o aumento do aforro verifica-se à custa do consumo. E somando a diminuição do consumo com a diminuição do investimento chegar-se-á a um montante igual ao aumento da despesa pública e do défice orçamental. Não há qualquer estímulo para a economia.

Como resulta da síntese que acabamos de expor, o raciocínio dos monetaristas parece pressupor uma situação de pleno emprego ou próxima disso (este é o ponto de partida dos economistas “clássicos”, fiéis à lei de Say); e pressupõe claramente uma situação em que todo o aforro é investido, ponto de partida que é um dos pressupostos da validade da lei de Say. Cremos que o raciocínio não vale para situações de depressão mais ou menos acentuada, com recursos desempregados e aforro em excesso, não convertido em investimento. Nestas condições – que são as pressupostas na construção keynesiana – parece ser de afastar o *crowding out*. O estado pode financiar as suas despesas adicionais recorrendo ao crédito junto do público, sem que daí resulte o aumento da taxa de juro: enquanto se mantiverem as expectativas pessimistas acerca do futuro, dificilmente os particulares se decidirão a aumentar os seus investimentos, qualquer que seja o nível da taxa de juro.

Tendo em consideração as despesas públicas adicionais geradoras de um défice financiado com empréstimos contraídos junto do público, sem aumento da quantidade de moeda em circulação, Milton Friedman defende que o *efeito expansionista directo* resultante do excesso das despesas sobre as receitas dos impostos será em grande medida compensado pelo *efeito contraccionista indirecto* ligado à transferência de fundos do sector privado para o estado através do empréstimo <sup>(491)</sup>. Nos artigos que publicou em 1970, 1971 e 1972 em *The Economic Journal*, Milton Friedman confirma a ideia de que o efeito expansionista de um acréscimo das despesas públicas financiado “by borrowing from the public” é menor do que no caso de financiamento através da criação

---

<sup>(491)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [19], 446.

de moeda, embora não afirme que se verifica um *crowding out* total. Naquele primeiro caso, o montante do crédito utilizado pelo sector privado sofrerá uma redução, mas não na mesma medida do empréstimo conseguido pelo estado junto do público <sup>(492)</sup>.

A curto prazo, os monetaristas sustentam que a política financeira financiada com empréstimos contraídos junto do público terá um efeito positivo sobre o rendimento real, embora inferior ao montante do acréscimo das despesas públicas. A longo prazo, no entanto, os monetaristas sustentam a hipótese de um *crowding out* muito acentuado, em virtude da diminuição do investimento privado, quer porque se reduzem os fundos disponíveis para empréstimo quer porque aumentará a taxa de juro (o próprio estado, para ganhar aos particulares na competição que trava com eles pela captação de fundos, vê-se obrigado a aumentar a taxa de juro) <sup>(493)</sup>.

Com a noção de *crowding out*, os monetaristas pretendem pôr em causa o multiplicador keynesiano, o qual, numa óptica de longo prazo, seria igual a zero. Isto porque, não obstante eventuais efeitos positivos imediatos, o aumento das despesas públicas financiadas com empréstimos contraídos junto do público limitar-se-ia a substituir despesas privadas de igual montante, deixando inalterados o emprego, a produção e o rendimento em termos reais.

Os seguidores de Keynes continuam a defender a capacidade da *expansionary fiscal policy* para reduzir o desemprego

---

<sup>(492)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [25], [26], [27].

<sup>(493)</sup> Ainda numa perspectiva de longo prazo, os monetaristas sustentam que a substituição do investimento produtivo privado pelo investimento não produtivo do sector público provocará uma baixa no crescimento da produtividade da economia que acabará por se traduzir na diminuição da produção em termos reais (cfr. AFTALION/PONCET, 90/91 e A. DUNNETT, 83).

e relançar a actividade económica. O *crowding out* só será algo de significativo nas situações de pleno emprego ou próximas do pleno emprego. Nestas situações, o *crowding out* poderá ser total: as despesas privadas diminuirão em medida exactamente igual à do aumento das despesas públicas.

O aumento da procura agregada resultante de um acréscimo das despesas públicas vai traduzir-se em aumento do nível geral dos preços, exactamente porque, dados os pressupostos, a produção, em termos reais, vai manter-se constante. Sendo assim, a subida dos preços absorverá o aumento do rendimento resultante do aumento inicial das despesas públicas: o rendimento monetário multiplica-se, mas o rendimento real não pode aumentar (o poder de compra agregado mantém-se, não aumentando a quantidade dos bens de consumo adquiridos).

O aumento da taxa de juro contribuirá também para a subida do nível geral dos preços, porque provoca o aumento dos preços dos bens comprados a prestações (entre os quais as casas para habitação própria) e significa o aumento de um elemento dos custos de todos os que recorrem ao crédito para investimento. E, se os salários forem flexíveis, o aumento da procura de mão-de-obra resultante do acréscimo das despesas públicas e o aumento do nível geral dos preços traduzir-se-ão em aumento do nível dos salários nominais, com a possibilidade de se desencadear a espiral preços-salários-preços. Nestas condições, a inflação pode 'comer' por inteiro ou reduzir significativamente os efeitos reais do multiplicador.

Mas situações de pleno emprego – como Keynes salientou – são raras e efémeras. E nas situações em que exista desemprego involuntário os keynesianos sustentam que o *crowding out* não se verificará ou terá uma expressão insignificante. Mantêm, pois, a sua confiança nas políticas expan-

sionistas de despesas públicas: graças ao mecanismo do multiplicador, os seus efeitos positivos sobre o emprego, a produção e o rendimento serão mais importantes do que qualquer efeito negativo que possa afectar o investimento privado <sup>(494)</sup>.

Os keynesianos desvalorizam a importância da taxa de juro na determinação do investimento privado e defendem que o aumento das despesas públicas financiadas com empréstimos contraídos junto do público, embora possa absorver uma parte do aforro privado, não provoca, nos períodos de crise, qualquer baixa do investimento privado, uma vez que a própria crise significa ausência de estímulos para o investimento privado. Aquele aforro, se não fosse transferido para o estado e gasto por este, ficaria entesourado, alimentando, portanto, o desemprego e não o investimento privado. Só a política de despesas públicas de natureza expansionista (nomeadamente a *loan expenditure policy* de que fala Keynes) permite aproveitar para aumento do emprego e da produção os recursos produtivos disponíveis e não utilizados (mão-de-obra qualificada e não-qualificada, equipamentos ociosos ou sub-utilizados, tecnologia e *know how* capazes de os mobilizar).

Quanto à hipótese de financiamento do acréscimo das despesas públicas através do recurso ao aumento dos impostos, os monetaristas sustentam que o *crowding out* será total: o estado irá gastar exactamente aquilo que os particulares deixam de gastar por serem obrigados a pagar os impostos.

<sup>(494)</sup> Cfr. SHERMAN/EVANS, 291-293. Também à volta desta questão 'monetaristas' e 'não-monetaristas' têm disputado o apoio dos dados empíricos analisados através de modelos econométricos (cfr., v. g., MODIGLIANI/ANDO, [4], e comentários de Anna Schwartz e outros autores, em J. STEIN, [2], 43-68).

O aumento dos impostos vai fazer diminuir o consumo privado porque diminui o rendimento disponível (no caso dos impostos directos) ou porque aumentam os preços (no caso dos impostos indirectos). Baixando a procura de bens de consumo, é natural que diminua o investimento nas indústrias produtoras de bens deste tipo, o que afectará, em momento posterior, as indústrias produtoras de bens de produção. Do aumento dos impostos (designadamente dos impostos directos) poderão ainda resultar efeitos secundários negativos: desincentivo ao trabalho e conseqüente baixa da produção, evasão fiscal, economia paralela. De todo o modo, sempre fica, na óptica monetarista, o efeito negativo resultante da substituição da iniciativa privada pelo estado (aquela é considerada muito mais racional e eficiente do que este).

Na perspectiva dos monetaristas, as *expansionary fiscal policies* só não originarão *crowding out* no caso de os défices orçamentais crescentes que elas implicam serem financiados através do recurso à criação de moeda, nomeadamente mediante a concessão de crédito ao estado pelo banco central (que, para o efeito, emite notas). Neste caso, o aumento líquido da procura agregada será igual ao montante das despesas públicas adicionais. O aumento da quantidade de moeda em circulação provocará inflação. Mas os efeitos sobre o rendimento continuarão a fazer-se sentir mesmo depois de o défice desaparecer; ao invés, o efeito sobre o rendimento, quando o défice é financiado com empréstimos contraídos junto do público, só se verifica enquanto o défice se mantiver, cessando quando este desaparecer <sup>(495)</sup>.

O facto de os governos não poderem recorrer ilimitadamente aos empréstimos contraídos junto do público para

---

<sup>(495)</sup> Cf. G. SHAW, [2], 57.

financiar os défices do orçamento (sob pena de provocar uma subida das taxas de juro económica e politicamente intolerável) obriga-os muitas vezes a recorrer ao crédito junto do sistema bancário.

Se os bancos comerciais dispuserem de reservas excedentárias, pode dar-se o caso de o empréstimo ao estado não provocar a subida da taxa de juro nem reduzir o montante do crédito concedido aos particulares. Nesta situação, os efeitos assemelhar-se-ão aos que se verificam quando o défice é financiado através da criação de moeda.

Quando os bancos comerciais não disponham de reservas excedentárias, o governo pode autorizá-los a incluir os títulos da dívida pública entre os activos que constituem as suas reservas obrigatórias. Se assim se fizer, estamos perante uma simples substituição de activos líquidos (moeda) por títulos da dívida pública nas reservas dos bancos comerciais. Estes não vêm, por isso, diminuir os fundos destinados a empréstimos aos seus clientes privados. Também neste caso, como no caso da criação de moeda, se verifica um aumento líquido da procura agregada e um aumento da quantidade de moeda em circulação de montante igual ao do défice resultante do acréscimo das despesas públicas. E os efeitos serão os mesmos <sup>(496)</sup>.

Uma nota final para confrontar com os pontos de vista dos monetaristas as teses defendidas pelos keynesianos acerca da influência do modo de financiamento no comportamento do efeito propulsor das despesas públicas <sup>(497)</sup>.

Se as despesas públicas forem financiadas com impostos, elas substituem, *em grande parte*, despesas privadas. Mas

<sup>(496)</sup> Cfr. G. SHAW, [2], 67 e A. DUNNETT, 83/84.

<sup>(497)</sup> Cfr. TEIXEIRA RIBEIRO, [1], 390 ss.

não inteiramente, pois, mesmo admitindo que os impostos são pagos com os rendimentos correntes e que estes seriam gastos em consumo na sua quase totalidade, sempre se admite que só uma parte do aforro seria investida, ficando ainda um (pequeno) resto para entesouramento.

Difícilmente pode conceber-se a verificação das premissas indispensáveis à validade do *Teorema de Haavelmo*. Por isso, as despesas financiadas com impostos não gerarão, no período em que são feitas e nos períodos ulteriores, um rendimento igual ao seu montante. Mas a generalidade dos autores aceita que o orçamento equilibrado não é neutro: ele aumenta, em alguma medida, as despesas totais. As despesas públicas financiadas com impostos substituem, quase integralmente, despesas privadas de consumo e de investimento. O efeito propulsor dessas despesas é positivo. Mas é tão insignificante que, na prática, poderá desprezar-se.

As divergências entre monetaristas e keynesianos não se verificam na hipótese que acabamos de analisar. E também haverá consenso acerca da não existência de *crowding out* no caso de as despesas públicas serem financiadas mediante a criação de moeda. Os efeitos do recurso ao crédito por parte do estado, junto do banco emissor ou da banca comercial, são os que acima ficam referidos.

As divergências existem quanto às despesas públicas financiadas com empréstimos contraídos junto do público. Já vimos o que sustentam os monetaristas relativamente a este caso. Os autores de inspiração keynesiana entendem que se verifica *crowding out* parcial. O aumento da procura de fundos emprestáveis por parte do estado será sempre muito superior ao aumento da oferta de fundos que possa provocar. Assim sendo, a taxa de juro aumentará e uma parte do investimento privado deixa de se fazer porque o estado aumentou o montante das suas despesas financiadas

com empréstimos contraídos junto do público. Verificar-se-á, pois, a exclusão de parte do investimento privado. Mas de uma parte tanto mais pequena quanto menor for a elasticidade-juro da procura de fundos para investimento. E os keynesianos admitem que, fora das situações de pleno emprego, as decisões de investimento são (muito) pouco sensíveis à taxa de juro. Os keynesianos sustentam, por isso, um razoável efeito propulsor das despesas públicas financiadas com empréstimos contraídos junto do público, especialmente quando se está perante situações de depressão e de desemprego.

**19. — O monetarismo como teoria de longo prazo, baseada na confiança ilimitada nos mecanismos do mercado.**

19. — Em defesa dos seus pontos de vista, os monetaristas invocam ainda outros argumentos. Segundo eles, mesmo aceitando um certo grau de instabilidade das despesas privadas, o sistema de preços flexíveis conduzirá a economia para uma posição de equilíbrio equivalente à taxa natural de desemprego, assegurando que em cada momento se produzirá o que a economia é capaz de produzir nas condições actuais relativas à população, infraestruturas, equipamentos, educação e conhecimentos científico-técnicos (*natural output*). E acrescentam que, embora os preços não sejam completamente flexíveis no curto prazo (permitindo que a economia se afaste temporariamente do *nível de desemprego natural* e do *natural output*), não poderá pôr-se em causa a sua flexibilidade a longo prazo.

São proposições que reflectem a confiança ilimitada dos monetaristas nas virtudes da economia de livre concorrência e nos frutos dos mecanismos de mercado, única forma de organização que julgam capaz de assegurar a afectação óptima dos

recursos, o desenvolvimento económico e a liberdade política <sup>(498)</sup>.

E que reflectem também a pouca importância por eles atribuída ao curto prazo. Com efeito, os monetaristas associam, em geral, a óptica do curto prazo em que se coloca o keynesianismo às exigências do 'mercado político', e este é o ponto de partida, como veremos, para o essencial das críticas que fazem às *políticas discricionárias* ("discretion") de inspiração keynesiana. O próprio Milton Friedman salienta que "tende a haver uma estreita conexão entre a confiança no papel do estado e a perspectiva temporal" <sup>(499)</sup>. E a verdade é que enten-

<sup>(498)</sup> Vejam-se estes dois textos de Milton Friedman, dignos de figurar em qualquer antologia do liberalismo. O primeiro é extraído de "Capitalism and Freedom": "O tipo de organização económica que propicia directamente liberdade económica, nomeadamente, o capitalismo de concorrência, promove também a liberdade política, porque separa o poder económico do poder político, impedindo, deste modo, que um anule o outro. Os exemplos da história mostram inequivocamente uma relação entre liberdade política e mercado livre. Não conheço nenhum exemplo, em qualquer tempo ou lugar, de uma sociedade que tenha sido caracterizada por uma larga medida de liberdade política e que não tenha também usado algo comparável com um mercado livre para organizar o conjunto da actividade económica". O segundo é um trecho de "The Market v. the Bureaucrat" (1970), colhido de G. FEIWEL, [1], 146: "O mercado livre permite que milhões de homens cooperem entre si em tarefas sem compulsão e sem controlo centralizado. A mão invisível do mercado livre, através da qual os homens que tratam apenas de promover os seus próprios interesses acabam por servir o interesse público, é uma fonte de crescimento e de liberdade muito mais sensível e eficaz do que a mão morta do burocrata, por mais bem intencionado que este seja".

<sup>(499)</sup> Mais detidamente, explica M. FRIEDMAN, [21], 7/8: "O homem que tem uma perspectiva de curto prazo ficará impaciente com o funcionamento lento das soluções voluntárias na produção de mudanças nas instituições. Desejará alcançar as mudanças de uma vez, o que exige uma autoridade centralizada que possa passar por cima de quaisquer obstáculos. Daí que ele esteja disposto a favorecer um papel mais importante do governo. Mas, reciprocamente, o homem que favorece uma importância maior do governo estará por isso disposto a ter uma perspectiva a mais curto prazo. Em parte, porque um governo centralizado pode conseguir rapi-

dem ser ela sempre mais prejudicial do que benéfica, rejeitando o recurso a quaisquer políticas monetárias ou financeiras destinadas a compensar as flutuações da procura privada, ainda que se aceitasse não ser completamente estável a despesa privada e não serem os preços inteiramente flexíveis.

Milton Friedman classifica-se a si próprio “uma pessoa que considera a liberdade como o maior objectivo nas relações entre indivíduos e que acredita (baseado num juízo científico, não num juízo de valor) que a preservação da liberdade exige que se limite estreitamente o papel do governo e que se atribua uma função essencial à propriedade privada, aos mercados livres e aos compromissos voluntários”. Ao estado caberia apenas manter a lei e a ordem, prover à defesa nacional, garantir o cumprimento dos contratos livremente celebrados entre as pessoas, assegurar a estabilidade monetária, promover a expansão da escolaridade básica e das comunicações rodoviárias e, quanto ao mais, estimular um mercado livre que permita aos milhões de indivíduos de cada país utilizar os recursos disponíveis de acordo com os seus próprios objectivos <sup>(500)</sup>.

damente alterações de certo tipo; daí que ele sinta que, se forem adversas as consequências a mais longo prazo, ele poderá introduzir — através do governo — novas medidas que as contrariem, e sentirá que pode ter o seu bolo e comê-lo. Em parte ele terá uma perspectiva de curto prazo porque o processo político o exige... No processo político, um empresário tem primeiro que ser eleito de modo a ficar em posição de inovar. Para ser eleito, ele tem de persuadir o público antecipadamente. Daí que ele tenha que encarar os resultados imediatos que pode oferecer ao público. Ele pode não ser capaz de ter uma perspectiva de longo prazo e esperar continuar no poder”.

<sup>(500)</sup> Cf. M. FRIEDMAN, [14], 67/68. O que se resume no texto foi o que Milton Friedman disse em Bombaim em 1963, perante um auditório especializado, num país como a Índia. A acção do estado em prol do desenvolvimento económico não tem, com efeito, qualquer sentido para quem parece acreditar que “o que é necessário nos países subdesenvolvidos é a libertação das energias de milhões de homens capazes, activos e vigorosos..., uma atmosfera de liberdade que propicie aos indivíduos as máximas oport-

Esta sua preferência por um "limited government" casa-se perfeitamente com a proposta fundamental que formulam no domínio da política económica: limitar, até onde for possível, a liberdade de actuação dos governos, através de regras claramente especificadas, em vez de confiar nos juízos do seu poder discricionário.

Parafraseando Friedman, poderemos dizer que Keynes e os keynesianos consideram o bem-estar ou a segurança como objectivos prioritários nas relações sociais, o que se coaduna com o ponto de vista de que a sua prossecução justifica a intervenção do estado para controlar e regular a actividade económica, numa base de confiança na sua capacidade de julgar e de decidir (*discretion*). Como já vimos, Keynes defende abertamente "uma ampla extensão das funções tradicionais do estado", admitindo inclusive a existência de "órgãos centrais de direcção da economia".

Sobretudo a partir da 2.<sup>a</sup> Guerra Mundial, a *New Economics* keynesiana inspirou as políticas anti-cíclicas adoptadas na generalidade dos países capitalistas, apostadas em conseguir um comportamento estável da economia através do manuseamento das medidas de política monetária e financeira que, em cada conjuntura, se considerassem as mais adequadas para enfrentar os problemas reais (desemprego, inflação) de um mundo em permanente mudança. Os keynesianos entendem que as políticas económicas têm que ser flexíveis para poderem adaptar-se às flutuações cíclicas da economia e às alterações dos elementos institucionais que enquadram e condicionam o seu funcionamento. Daí a sua defesa do *fine tuning*: as autoridades responsáveis têm que dispor de condições para poderem observar

---

tunidades de iniciativa, e que os estimule a fazê-lo num ambiente em que haja medidas objectivas de êxito e fracasso; em resumo, um mercado capitalista vigoroso e livre" (Milton Friedman, citado por W. STRASSMANN, 1.438).

a realidade, fazer o diagnóstico da situação e decidir sobre as medidas julgadas mais correctas em cada momento, podendo acontecer que, em ocasiões diferentes, se adoptem (e bem) soluções diferentes para problemas (aparentemente) idênticos.

Os monetaristas, convictos de que as autoridades responsáveis pela política económica cometerão tantos mais erros quantos mais poderes tiverem, são contrários ao *fine tuning*, preferindo deixar a economia entregue aos mecanismos automáticos que asseguram a sua racionalidade e a sua eficiência, reduzindo a função da política económica à definição de *regras do jogo* claras e estáveis. Ironizando com os 'liberais' de 1931, Keynes fez ironia, antes do tempo, com os monetaristas. Estes serão os *papagaios velhos* que estão sempre a dizer: "Podem confiar em nós. Todos os dias (...), independentemente do tempo, nós vimos dizendo: 'Que manhã encantadora'". Os keynesianos farão a figura do *pássaro mau*, que, na opinião dos *papagaios velhos*, "diz uma coisa um dia e outra coisa no dia seguinte" <sup>(501)</sup>.

19.1. — Os estudos empíricos de Milton Friedman e seus colaboradores conduziram a algumas conclusões fundamentais para a definição das posições monetaristas acerca da política económica. Recordemos o que importa para o fim que agora temos em vista.

Numa perspectiva de longo prazo, verifica-se uma estreita correlação entre variações da oferta de moeda e variações da actividade económica medida através do rendimento nominal; os efeitos da variação da oferta de moeda sobre o rendimento nominal verificam-se com um lapso de tempo variável entre doze e dezoito meses.

Os monetaristas sustentam, pois, que "a moeda desempenha um importante papel independente" na configuração

<sup>(501)</sup> Cfr. J. KEYNES, *CW*, vol. IX, 502.

do comportamento do rendimento nominal. Milton Friedman e Anna Schwartz respondem afirmativamente à questão de saber se é ou não *significante* a influência da moeda na actividade económica “no sentido de que ela pode explicar uma fracção substancial das flutuações da actividade económica”. Nesta base, sustentam que “se pode falar de uma teoria monetária dos ciclos económicos ou — mais precisamente — da necessidade de atribuir à moeda um papel importante numa teoria completa dos ciclos económicos”. De modo mais afirmativo ainda, Friedman e Schwartz defendem que: “1) variações apreciáveis na taxa de crescimento da quantidade de moeda são uma condição necessária e suficiente para variações apreciáveis na taxa de crescimento do rendimento nominal; 2) isto é verdade quer para variações seculares de longo período quer para variações ao longo de um período com uma extensão mais ou menos idêntica à dos ciclos económicos”<sup>(502)</sup>.

Destas posições extraem os monetaristas uma teoria monetária do ciclo económico: são as variações da oferta de moeda que explicam (exclusivamente ou em grande medida) as variações da actividade económica (rendimento nominal). Daqui à conclusão de que os instrumentos da política financeira são de pouca (ou nenhuma) relevância do ponto de vista do controlo dos ciclos económicos vai um pequeno passo. Como sabemos, alguns defendem mesmo que “only money matters”, negando eficácia à política financeira para colocar toda a ênfase na política monetária assente no controlo da oferta de moeda.

Já vimos atrás o que, segundo Milton Friedman, não pode conseguir-se através da política monetária: não pode controlar-se a taxa real de juro nem pode controlar-se a taxa de desemprego (em termos de poder manter duradouramente a taxa efectiva de desemprego a um nível inferior ao da taxa natu-

---

<sup>(502)</sup> Cf. FRIEDMAN/SCHWARTZ, [2], 214/215, 219/220 e 235.

ral de desemprego). Em suma, a política monetária não pode controlar as grandezas reais da economia. Não obstante, Friedman defende que a política monetária pode exercer importante influência sobre elas <sup>(503)</sup>. É o que veremos a seguir, antes de analisar as razões que levam os monetaristas a defender que a política monetária não deve ser utilizada como instrumento de gestão fina da economia (*fine tuning*), acompanhando as suas flutuações cíclicas.

Milton Friedman parte da ideia (que a história dos EUA confirmaria, segundo crê) de que todas as situações de instabilidade (a Grande Depressão, bem como os períodos de acentuada inflação) foram o resultado de desordens monetárias ou foram por estas fortemente acentuadas. E é com base nos dados empíricos da análise histórica por ele empreendida que Friedman apresenta as suas propostas:

1) a política monetária pode desde logo evitar que a moeda actue como factor principal de perturbação da actividade económica, permitindo que não se repitam os erros cometidos no passado, que por vezes se traduziram na desorientação do sector bancário privado, com o consequente pânico no mundo dos negócios e falências em série;

2) a política monetária pode também contribuir para assegurar as condições de estabilidade à economia, sendo certo que o sistema económico funcionará muito melhor se produtores e consumidores, empregadores e empregados puderem contar com um ambiente de estabilidade dos preços e salários, ou de crescimento moderado e previsível; neste ambiente as decisões dos agentes económicos ficarão facilitadas e serão mais 'racionalis': reduzir-se-ão os custos ligados à incerteza e será de

---

<sup>(503)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [18] e *supra*, n.º 5.1 e 5.2..

esperar que a flexibilidade de preços e salários permita as modificações nos preços e salários relativos, necessárias para se conseguir um permanente ajustamento da economia às alterações dinâmicas dos gostos e da tecnologia e para maximizar a eficiência do sistema económico;

3) a política monetária pode, finalmente, ser um instrumento capaz de ajudar a compensar as perturbações de origem não monetária que ocorram na economia (v.g. compensando grandes défices orçamentais ou a euforia excessiva de certos períodos de expansão económica através de uma política mais activa de crescimento moderado da oferta da moeda) <sup>(504)</sup>.

Ao procurar definir os requisitos a que deve obedecer a política monetária, Friedman recorda o padrão-ouro como sistema que cumpriu bastante bem o objectivo de assegurar a confiança na estabilidade monetária futura. Na verdade, uma das vantagens reconhecidas ao padrão-ouro é a de fixar a taxa de expansão da quantidade de moeda (tanto ao nível de cada país como ao nível internacional), uma vez que é mais ou menos estável a quantidade de ouro que pode extrair-se anualmente e o papel-moeda só pode imprimir-se tendo correspondência nas reservas de ouro do banco central. Os problemas da inflação e da balança de pagamentos ficariam assim resolvidos através dos mecanismos automáticos do padrão-ouro.

---

<sup>(504)</sup> Milton Friedman considera bastante limitadas as potencialidades da política monetária neste domínio, por razões que têm que ver, ao fim e ao cabo, com as deficiências do processo de recolha e de circulação da informação pelas autoridades monetárias: a dificuldade em diagnosticar situações de pouca gravidade e em identificar as suas causas específicas; a deficiência dos conhecimentos científicos, quer quanto às consequências da mudança de política quer quanto ao lapso de tempo que tem de decorrer até que essas consequências se tornem efectivas. Por isso mesmo é que Friedman entende que uma política activa só se justificará perante uma conjuntura que possa traduzir-se em instabilidade grave da vida económica, em "clear and present danger" (cfr. M. FRIEDMAN, [18], 14 e *supra*, nota 126).

Abandonado, porém, o padrão-ouro em 1931 e não sendo hoje viável a reposição do seu funcionamento, poderia esperar-se que as autoridades se substituíssem aos mecanismos do padrão-ouro, fixando as taxas de câmbio exclusivamente através da alteração da quantidade de moeda em resposta aos movimentos da balança de pagamentos. Mas também esta hipótese não tem viabilidade, dado não poder assegurar-se que todos os bancos centrais se comportassem deste modo, ficando cada país sujeito não às consequências de um mecanismo automático e impessoal universalmente válido, mas aos caprichos das políticas das autoridades monetárias de outros países.

Tem que ser outro, pois, o recorte da política monetária. Resumidamente, pode dizer-se que, segundo os monetaristas, ela deve obedecer a dois critérios fundamentais.

Em 1.º lugar, as autoridades monetárias devem procurar actuar sobre as grandezas que podem controlar (i.é, que respondam prontamente às medidas de política monetária adoptadas) e cujo comportamento venha a reflectir-se no comportamento das variáveis que constituem o objectivo último da política económica. As autoridades monetárias devem evitar, porém, guiar-se directamente por estas últimas (o nível da produção, a taxa de crescimento do PNB, a taxa de desemprego, o nível dos preços), porque elas não dependem exclusivamente de factores monetários e da política monetária e porque esta só as influencia, na medida em que o consegue, após um intervalo de tempo variável e mais ou menos longo.

Em 2.º lugar, as autoridades monetárias devem evitar mudanças bruscas da sua política, fugindo à tentação de utilizar os instrumentos monetários (nomeadamente as operações de *open market* e a fixação do coeficiente de reservas obrigatórias da banca) para objectivos de *fine tuning*. A sua preocupação deve ser antes a de modelar a política monetária à luz do objectivo estratégico da obtenção e manutenção da estabilidade dos

preços, mediante o controlo da quantidade de moeda (e não das condições do mercado de crédito, v.g. fixando as taxas de juro ou impondo limites quantitativos à concessão de crédito) <sup>(505)</sup>.

19.2. — Feitas estas observações, vejamos então, de forma sistemática, as razões apontadas pelos monetaristas para justificar a sua rejeição, em termos absolutos, da utilização da política monetária como instrumento de gestão fina da economia.

Na literatura monetarista aparecem razões de vária ordem, todas elas orientadas para mostrar que a realidade não oferece o conjunto de condições indispensáveis ao êxito da política keynesiana, aquilo a que Arthur Okun chamou o “utópico paraíso dos activistas” <sup>(506)</sup>. Mas cremos que, de todas as razões invocadas contra o *fine tuning* — “unfortunately, escreve Milton Friedman <sup>(507)</sup>, there are many slips between this cup and this lip” —, as principais são as que a seguir enumeramos. Com elas pretendem os monetaristas provar que a utilização das variações da quantidade de moeda como “instrumento de precisão” de uma política anti-cíclica poderá ter, ao invés do pretendido, efeitos desestabilizadores, transformando-se num factor adicional de perturbação da vida económica, dado o risco de os seus efeitos se produzirem fora de tempo, num momento em que já não são necessários e em que podem mesmo acelerar a marcha da economia em sentido contrário ao pretendido no momento da sua efectivação <sup>(508)</sup>.

<sup>(505)</sup> Ponto de vista plenamente conforme com o entendimento dos monetaristas de que a inflação é sempre o resultado de uma acelerada taxa de crescimento da quantidade de moeda.

<sup>(506)</sup> *Apud* R. GORDON, 351/352.

<sup>(507)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [19], 445.

<sup>(508)</sup> Milton Friedman afirma com toda a clareza: “as variações da quantidade de moeda orientadas para a estabilização da economia podem, na realidade, ser desestabilizadoras; podem influenciar irregular e erráticamente a vida económica”. A título de confirmação do seu ponto de

1 — Em primeiro lugar, adverte-se que a relação estreita entre variações da quantidade de moeda e variações do rendimento nominal é uma relação verificada *em média*, compatível com variações muito diversificadas da oferta de moeda e do rendimento nominal, conforme as circunstâncias específicas em que ocorram. Ora o que interessa para a política anti-cíclica não é esta relação em média, mas a relação específica de cada ciclo económico <sup>(509)</sup>.

2 — No mesmo sentido, segundo Milton Friedman, aponta o facto de serem conflitantes os objectivos que podem prosseguir-se através das políticas de estabilização (estabilidade dos preços, estabilidade das taxas de câmbio, alto nível de emprego, baixas taxas de juro).

3 — Os governos que estão sujeitos ao voto do 'mercado político' dificilmente escapam à tentação de utilizar o instrumental do *fine tuning* para a prossecução de objectivos de curto prazo, meramente eleitoralistas, sacrificando o interesse público encarado numa perspectiva de longo prazo. Considerando as economias capitalistas fundamentalmente estáveis, os monetaristas parece considerarem mais prováveis e mais significativos os riscos dos *ciclos políticos* ("political business cycles") do que os riscos dos *ciclos económicos*.

4 — Se não forem limitados por disposições que regulem de modo imperativo a sua capacidade de acção, os responsáveis

---

vista, refere Friedman a instabilidade da quantidade de moeda e da vida económica verificada nos EUA nas primeiras duas décadas sem guerra posteriores à criação do Federal Reserve System (entre 1919 e 1939), instabilidade mais acentuada do que a registada em qualquer outro par de décadas da história dos EUA. "As forças cegas, quase-automáticas que controlavam as questões monetárias nas décadas anteriores — conclui ele — conseguiram um grau mais elevado de estabilidade do que um sistema criado especificamente para provocar a estabilidade monetária e económica". Cfr. M. FRIEDMAN, [19], 445.

<sup>(509)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [19], 445.

pela política económica acabarão, em regra, ou por prosseguir objectivos errados ou por prosseguir objectivos correctos por caminhos errados. Isto “não porque eles sejam estúpidos ou perigosos, mas antes porque a *discretion* implica a selecção da melhor decisão perante cada situação presente, e tal comportamento ou resulta de um plano consistente mas sub-óptimo ou em instabilidade económica” (510). O que parece estar aqui em causa é a natureza do processo de recolha e de transmissão da informação, do qual resultaria que as autoridades responsáveis pela política económica ou dispõem de informação inferior ou utilizam de modo incompetente a informação disponível (511).

5 — Milton Friedman coloca especial ênfase no argumento de que uma política activa exigiria reacções instantâneas a vários níveis: diagnóstico imediato da necessidade de tomar medidas; adopção imediata de medidas na sequência do diagnóstico feito; produção imediata de efeitos por parte das medidas de política adoptadas.

Ora, segundo Friedman, cada um destes momentos exige o decurso de lapsos de tempo (“time lags”) mais ou menos longos e sempre variáveis: o lapso de tempo entre a necessidade de acção e o reconhecimento dessa necessidade; o lapso de tempo entre este diagnóstico e a adopção efectiva de medidas concretas; o lapso de tempo entre a actuação das autoridades competentes e a efectividade dos seus efeitos (512).

Quer dizer: a eficiência das políticas activas de estabilização baseadas na *discretion* “exige uma elevada capacidade para prever quer o comportamento do sistema na ausência de acção

(510) Cfr. KYDLAND/PRESCOTT, 487.

(511) Cfr. W. BUITER, 651.

(512) O próprio Friedman calculou ser necessário um período entre um ano e quinze meses para se sentirem os efeitos das variações da oferta de moeda sobre o rendimento nominal (cfr. M. FRIEDMAN, [19], 445).

quer o efeito da acção”, e “não há razão — sustenta Milton Friedman <sup>(513)</sup> — para confiarmos na nossa capacidade para fazer tais previsões “. Daí o risco muito forte de se ir além da medida, acelerando ou travando fora de tempo e excessivamente.

Os “long and variable time lags” têm merecido particular atenção tanto por parte dos monetaristas como por parte dos seus críticos. A sua existência parece constituir, para M. Friedman, “no presente estágio dos nossos conhecimentos e com as nossas instituições actuais” — como referiu em 1958 <sup>(514)</sup> —, a razão principal para a rejeição das políticas monetárias anti-cíclicas. Karl Brunner — outro defensor das teses monetaristas — afirma-o expressamente: “A proposta [de M. Friedman] de uma regra monetária não foi motivada por qualquer opção pelo *laissez-faire*, antes resulta da sua apreciação da imprevisível variabilidade dos *monetary lags*” <sup>(515)</sup>.

<sup>(513)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [3], 129, [9], [12] e [18].

<sup>(514)</sup> Cfr. M. FRIEDMAN, [9], 186. Para que a política activa possa ser eficaz, escrevia Friedman em 1960 (“A Program for Monetary Stability”, *apud* E. SHAPIRO, 455), “precisamos de saber qual a direcção em que soprará o vento da economia quando as medidas que tomamos agora se tornarem efectivas, o que é um elemento variável, que pode ser de meio ano, de um ano ou de dois anos a partir do momento em que nos encontramos. Inclinarmo-nos contra o vento que há-de soprar no próximo ano é uma tarefa absolutamente nada fácil no presente estado da meteorologia”. Outros são de opinião diferente e sustentam que a invocação dos *long and variable time lags*, “embora frequentemente utilizada como argumento técnico ou ‘científico’, é uma confissão de ignorância” (cfr. M. DESAI, [2], 1).

<sup>(515)</sup> *Apud* G. MACESICH, 6. É aos *monetary lags* que se referem as considerações do texto. Mas Milton Friedman considera também a existência de *time lags* no que respeita à política financeira activa (“fiscal action”). Segundo Friedman, o intervalo de tempo entre o reconhecimento da necessidade de acção e a tomada de medidas é sem dúvida maior para a política financeira do que para a política monetária. Isto porque as autoridades monetárias podem agir rapidamente, enquanto que a política financeira tem normalmente exigências legislativas: há que preparar os diplomas, garantir a aprovação parlamentar, fazê-los aplicar. Milton Friedman diz desconhecer provas empíricas que permitam, em compensação,

19.3. — Rejeitada a utilização dos instrumentos monetários como “instrumentos de precisão” (M. Friedman) de políticas activas de inspiração keynesiana, e consideradas estas como as principais fontes de instabilidade da vida económica (ao nível dos preços, do emprego e do rendimento), os monetaristas apontam uma solução alternativa.

Modigliani, um dos críticos mais lúcidos do monetarismo, equaciona assim a postura dos adeptos das teses friedmanianas <sup>(516)</sup>: “todos os nossos problemas macroeconómicos podem ser imputados a uma só causa — a má utilização da política monetária — e eles poderiam desaparecer desde que o crescimento da oferta de moeda fosse controlado por uma regra simples, mecânica”. Para fugir às dificuldades e inconvenientes resultantes da *discretion*, Friedman propõe, com efeito, a aprovação — desejavelmente por via legal ou mesmo constitucional — de uma “money constant growth rate rule” pela qual se deveriam pautar obrigatoriamente as autoridades monetárias. Esta *monetary rule* (ou “Friedman rule”, como alguns a designam) traduz-se no anúncio público (para que as expectativas dos agentes sejam o mais possível correctas e homogéneas) de uma taxa fixa anual de crescimento da massa monetária <sup>(517)</sup>.

afirmar que é menor para a política financeira o lapso de tempo entre a acção e a produção dos seus efeitos. Admite, no entanto, que aquele intervalo de tempo não seja menos variável na política financeira do que na política monetária. A sua conclusão vai no sentido de que o problema dos *time lags* afecta igualmente a política financeira. Cfr. M. FRIEDMAN, [9], 186/187. Para uma análise mais pormenorizada dos vários tipos de *lags*, cfr. DORN-BUSCH/FISCHER, 281ss e E. SHAPIRO, 454 ss.

<sup>(516)</sup> Cfr. F. MODIGLIANI, [4], 4.

<sup>(517)</sup> Em regra, os autores defendem que a oferta de moeda será regulada mediante o cuidadoso controlo — exercido por meio de operações de *open market* — do nível das reservas bancárias ou da base monetária (reservas bancárias mais a moeda nas mãos do público). Através de investigação empírica, determina-se o *multiplicador da moeda* (“money multiplier”) que estabelece a conexão entre as reservas ou a base monetária e a oferta de moeda. A seguir, adoptar-se-ão operações de *open market*

Esta deve cifrar-se entre 3% e 5%, uma taxa que equivalerá sensivelmente à taxa de crescimento do produto real e que, por isso mesmo, não impede o crescimento do produto real à sua taxa secular, mas que não deve ir além desta medida.

19.3.1. — A primeira formulação organizada de uma *monetary rule* é a de Henry Simons, num artigo publicado em 1936 no *Journal of Political Economy* sobre “Rules versus Authorities in Monetary Policies”. Não tivemos acesso directo a este estudo, mas pudemos acompanhá-lo através dos trabalhos de Milton Friedman, de G. Macesich e de E. Schneider<sup>(518)</sup>.

Simons defendeu então a consagração de uma regra publicamente anunciada, simples e relativamente mecânica, rejeitando a *discretion* de autoridades com capacidade para adoptar “the right policy at the right time for the right objective”<sup>(519)</sup>. E neste sentido vai também a proposta de Milton Friedman.

No entanto, Simons entende que a sua preferência por uma regra monetária deste tipo só é válida uma vez realizada a sua reforma do sistema financeiro (nomeadamente a imposição da regra dos “100 per cent reserve banking”, que ele já defendia no chamado *Chicago Program*, de 1934), uma vez atingida a “financial good society”. Enquanto esta não existir, considera

---

a um ritmo bastante para permitir que as reservas ou a base monetária cresçam à taxa suficiente para produzir a taxa desejada de crescimento da oferta de moeda (Cfr. SHERMAN/EVANS, 454). Ponto importante é que, uma vez escolhida e anunciada a taxa de crescimento da quantidade de moeda, devem evitar-se alterações e sobretudo alterações bruscas.

<sup>(518)</sup> H. Simons já tinha feito referência a uma “rule of fixed quantity of money” no seu “Positive Program for Laissez-Faire” (1934), que ficou conhecido como *Chicago Program*. Para mais pormenores sobre as origens e as primeiras propostas da *monetary rule* e das tentativas de testar empiricamente a sua validade, cfr. M. FRIEDMAN, [13] e [22]; G. MACESICH, 105-126 e V. ARGY, 152-158 (sobre este último ponto).

<sup>(519)</sup> *Apud* G. D’ALAURO, 52.

preferível definir como objectivo a *manutenção da estabilidade do nível geral dos preços*, por ser este o único objectivo alcançável e a única possibilidade de “submeter a totalidade das medidas monetárias à disciplina de uma regra” <sup>(520)</sup>.

Não existindo a referida “financial good society”, a debilidade da *fixed quantity of money monetary rule* “reside no perigo de profundas mudanças do lado da velocidade”, além de provocar “o aumento da variabilidade perversa do montante da ‘quase-moeda’ e do grau da sua aceitabilidade geral”. Por isso Simons defendia que “no presente [i.é, tal como a economia e a sociedade funcionavam em 1936 e, mais acentuadamente, ainda funcionam hoje, no que aqui está em causa. A. N.], devemos obviamente confiar numa boa dose de *discretionary money management*”.

Milton Friedman faz questão de sublinhar a diferença entre a sua *monetary rule* e aquela que Henry Simons considerava preferível. Este propunha como critério de acção das autoridades monetárias que estas mantivessem constante o *montante da quantidade de moeda*. Friedman, por sua vez, defende que a quantidade de moeda cresça a uma taxa fixa ano após ano, esperando que esta *taxa de crescimento da quantidade de moeda* pré-determinada conduza a preços mais ou menos estáveis dos produtos finais. Embora confesse a sua preferência por “soluções automáticas” como as que propôs em 1948 <sup>(521)</sup>, Milton

<sup>(520)</sup> H. Simons defendia, de resto, que a missão de garantir a estabilidade dos preços “não é certamente uma missão que deva ser confiada às autoridades bancárias, com os seus poderes limitados e técnicas restritas (...). O controlo em última instância do valor da moeda reside nas práticas financeiras — na realização de despesas, cobrança de impostos e operações de empréstimo pelo governo” (cfr. M. FRIEDMAN, [22], 82-92).

<sup>(521)</sup> O conjunto de medidas (monetárias e financeiras) proposto em 1948 por Friedman com vista a alcançar a estabilidade monetária tinha como peça essencial do seu carácter inteiramente automático uma reforma do sistema monetário e bancário com vista a eliminar, por um lado, a possibilidade de o sistema bancário privado criar ou destruir moeda e, por outro