

# A CONTRIBUIÇÃO DAS FINANÇAS PÚBLICAS PARA A ESTABILIDADE FINANCEIRA INTERNA E EXTERNA

## (CONCEITOS E IDÉIAS GERAIS)

**C. Goedhart**

Professor de Economia da Universidade de  
Amsterdam

### I — ESTABILIDADE FINANCEIRA INTERNA E EXTERNA

#### 1 — O conceito de estabilidade financeira.

##### a) — *Estabilidade “financeira e monetária”.*

Já há muitos séculos se percebeu o fato de que perturbações econômicas e sociais podem surgir do papel representado pelas “finanças” — isto é, pelo uso da moeda no processo de troca de mercadorias e serviços. Notavelmente o fenômeno de “inflação” — na maior parte dos casos identificado com o fenômeno de aumentos gerais de níveis de preços, abaixando o valor da moeda, e atribuído à “inflação do volume da moeda” pela “produção” de ouro e prata ou pela “criação” de moeda bancária — tem sido tema de muitos escritos a respeito de assuntos econômicos desde a Idade Média. Contudo, os tempos se passaram até o fim do século XIX antes que conceitos e idéias mais ou menos bem fundados e bem definidos no campo da “inflação”, “deflação” e do “ponto zero” entre êsses dois fenômenos fossem elaborados na literatura econômica.

---

Este trabalho foi apresentado ao Congresso do Instituto Internacional de Finanças Públicas, realizado em agosto de 1954, em Curitiba.

Dos resultados a que chegou o desenvolvimento do século XX nêsse campo da teoria econômica tornou-se claro que não há razão para distinguir entre estabilidade “financeira” e “monetária”. A palavra “financeira” pode talvez ser reservada algumas vezes para indicar “transações de crédito”, enquanto a palavra “monetária” pode ser usada para indicar tôdas as transações em que a moeda desempenha um papel, com ou sem “crédito” em cena. Reservando o conceito de “finanças” para finanças públicas em particular, pode ser apropriado distinguir, no campo da política econômica, entre “política financeira, que será a política orçamentária do Ministério da Fazenda, de um lado, e “política monetária”, que será a política de crédito do sistema bancário, ou do banco central apenas, de outro lado. Todavia, quando falamos de estabilidade “financeira” ou “monetária” como instrumento de análise econômica, ou como alvo para a política econômica, a distinção não tem sentido porque o “ponto zero entre a inflação e a deflação” é influenciado por disposições “orçamentárias” de todos os lares da comunidade, envolvendo “crédito” ou nenhum “crédito”. Parece, por conseguinte, que é útil identificar “estabilidade financeira”, com “equilíbrio monetário”, estável ou estabilizado no sentido de um ponto zero entre inflação e deflação. Assim, é necessário, primeiramente, encontrar as mais apropriadas definições dos conceitos de equilíbrio monetário, inflação e deflação; e, em segundo lugar, fazer uma breve inquirição da natureza do equilíbrio monetário. Esta última inquirição pode levar a uma distinção entre perturbações de equilíbrio, que evocam fôrças tendentes a restaurar o equilíbrio original, de um lado, e perturbações de natureza cumulativa, que tendem a remover o sistema econômico positivamente do ponto de partida e assim necessitando uma “política compensatória” muito mais ativa de outro lado.

b) — *O desenvolvimento das idéias sôbre o equilíbrio monetário*

O nascimento da teoria econômica como ramo separado da ciência não se deu em clima mental favorável ao desenvolvimento de idéias bem fundadas sôbre problemas monetários. Uma

forte reação entre o mercantilismo ingênuo levou os classicistas ortodoxos a esforços sistemáticos para rasgar o “véo da moeda”, atrás do qual se esconde a ação de forças econômicas “reais”, sem tentar sistematicamente estudar também o próprio “véo”, atitude que culminou na idéia do “que não há nada de menos importância em economia do que a moeda”. Sempre que se estudavam problemas monetários, publicações atuais sobre sistemas bancários e sobre legislação dos bancos vinham ao centro da discussão. Principalmente na Inglaterra, a luta entre adeptos do “Princípio Bancário” e defensores da “Teoria da Moeda” deu lugar a muitas publicações controversiais. Na cadeia dos acontecimentos, essas discussões foram de importância para o desenvolvimento da teoria do equilíbrio monetário, pois que a primeira teoria do equilíbrio monetário que merece esse nome foi desenvolvida no curso dum ataque ao “Princípio Bancário” puro, desferido contra ele de fora da Inglaterra, contudo.

Uma das principais publicações nas ditas discussões referiu-se ao papel “ativo” ou “passivo”, pelo qual o sistema bancário influiria na corrente de dinheiro por sua política de crédito. Os adeptos do “Princípio Bancário” sustentavam que o crédito bancário à indústria não implica mais do que uma adaptação passiva da corrente de dinheiro às “legítimas necessidades dos negócios”; enquanto o Governo — único criminoso potencial em negócios monetários — se abstivesse da criação do dinheiro, não se justificaria nenhum receio de quaisquer perturbações da “estabilidade financeira”. Os defensores da “Teoria da Moeda”, por outro lado, atribuíam influência muito mais ativa ao sistema bancário e manifestavam o receio de perturbações da estabilidade financeira de natureza cumulativa. Foi esse receio (que levou mesmo muitos liberais ortodoxos a defender a idéia de uma instituição central) que induziu o famoso economista sueco Knut Wicksell, o “pai da macro-economia moderna”, a elaborar a primeira teoria da estabilidade financeira (1). O ter-

---

(1) — K. Wicksell, *Geldznis und Gueterpreise*, 1889 (tradução inglesa do R. F. Kahn, *Interest and Prices. Juros e Preços*, 1936). O título honorário

mo “equilíbrio monetário” não foi usado por Wicksell; estabilidade financeira (equilíbrio monetário) e “equilíbrio econômico” num sentido geral eram ainda idênticas em seu espírito.

O fundo histórico da teoria do equilíbrio monetário de Wicksell foi responsável por algumas das principais feições de todo o posterior desenvolvimento dessa teoria na ciência econômica, até hoje. A concentração de Wicksell no papel “ativo” do banco levou-o à introdução da “taxa de juro do mercado”, determinada do sistema bancário, como elemento central, em sua teoria. A sua concentração no “crédito” levou-o a colocar as “finanças”, no sentido mais restrito da palavra (dirigir as finanças pelo crédito), no primeiro plano e a comparar uma economia monetária como uma economia não-monetária somente do ponto de vista do sistema de crédito, sem se aprofundar no problema pela descoberta do papel elementar da moeda como tal. Ao mesmo tempo, essa concentração em “finanças” foi em parte responsável pela vinda ao primeiro plano da relação entre economias e investimentos como as mais importantes grandezas macro-econômicas, especialmente do ponto de vista monetário. A adesão de Wicksell à opinião tradicional sobre a cons-

---

dado a êle no texto se justifica porque Geldzins und Gueterpreise veio a ser o ponto de partida para quase tôdas as escolas de pensamento importantes na moderna macro-economia, com o sistema de instrumentos analíticos de D. H. Robertson como principal exceção, talvez. No campo da teoria monetária e da teoria geral de dinâmica econômica, a “escola de Stocolmo”, se baseou sobretudo em Wicksell. No campo da teoria do ciclo dos negócios, os “neo-Wickellianos”, a partir de Von Mises e Von Hayk, usaram a teoria da moeda de Wicksell como base para as suas teorias de super-investimento. Na Inglaterra, principalmente J. M. Keynes tomou muita coisa de Geldzins und Gueterpreise, quando elaborou a sua teoria do “equilíbrio do poder de compra da moeda”, no seu “Tratado sobre a moeda” (1930); mesmo os bem conhecidos chamados três “motivos Keynesianos e de liquidez” derivaram do Geldzins und Gueterpreise de Wicksell. Introduzido o nível de emprêgo como variável no sistema Wickselliano do Tratado, Keynes encontrou uma base conveniente para a Teoria Geral do Emprêgo, Juros e Moeda.

tância do valor da moeda como prova *prima facie* de estabilidade financeira levou-o a aceitar um nível de preços constantes de mercadorias de consumo — representando um “poder de compra constante da moeda” — como critério essencial para o equilíbrio monetário. A famosa teoria dos juros de Von Bohem-Bawerk, desenvolvida entre 1880 e 1890, deu a Wicksell os instrumentos analíticos necessários para completar o seu sistema. A “taxa natural de juros” — que seria a taxa de juros explicada como taxa de equilíbrio por Von Bohem-Bawerk em termos não monetários — tornou-se o principal padrão de equilíbrio monetário. Como essa taxa natural de juros era determinada pela “produtividade marginal do capital” em equilíbrio — isto é, numa situação em que todo o “fundo de meios de subsistência”, edificado por economias, é investido de tal modo que empregue tôdas as fôrças de trabalho aproveitáveis — a taxa natural de juros se prendia a uma situação caracterizada pelo pleno-emprego.

Dêsse modo, Wicksell pôde descrever as condições da estabilidade financeira — a êste respeito idêntico ao “equilíbrio econômico geral” — em três formas alternativas: igualdade da “taxa de juros do mercado” e da “taxa de juros natural”; igualdade de economias e investimentos; e constância do nível de preços de mercadorias de consumo. Cada uma dessas condições implicava as outras duas. Uma expansão inflacionária de investimento, financiada pelo crédito bancário, envolvia ao mesmo tempo um decréscimo da taxa de juros em relação à taxa natural, um volume de investimentos excedendo o nível de mercadorias de consumo; deflação significaria justamente o contrário em todos êsses pontos de vista.

Tôdas as feições principais da análise de Wicksell se refletem no desenvolvimento posterior da teoria do equilíbrio monetário, até agora.

A “taxa natural de juros” ainda representa algum papel em teoria monetária, mesmo que em formas alteradas, agora que é geralmente admitido que a taxa de juros determinada, de modo exclusivo, “físicamente” (taxa de produtividade), não se

pode manter como instrumento útil de análise, desde que investimentos e a cessão de investimentos só podem ser comparados por meio da moeda como unidade de conta.

A relação entre economias e investimentos adquiriu importância cada vez maior em literatura econômica depois de Wicksell. Muitas dificuldades têm sido suscitadas em tentativas de definir esses conceitos de tal modo que eles não são idênticos por definição — como é o caso em que eles são definidos como aquela parte da renda nacional ou do produto nacional que não é usada para consumo. No campo da teoria do equilíbrio monetário, os mais importantes esforços para escapar a essa identidade são aqueles — datando dos primeiros anos do decênio 1830-1840 — de G. Myrdal e J. M. Keynes. Myrdal descreveu situações inflacionárias e deflacionárias em termos de discrepâncias entre economias *ex-ante* e investimentos *ex ante*, ao passo que economias *ex post* e investimentos *ex post* são idênticos por definição. Keynes, em seu *Tratado sobre a Moeda*, achou o artifício de excluir lucros e perdas casuais do conceito da renda nacional, de modo que discrepâncias entre economias e investimento macro-econômicos seriam idênticas em grandeza a lucros e perdas macro-econômicos.

A constância do nível de preços foi o elemento da teoria do equilíbrio de Wicksell que uma quantidade de escritores na matéria primeiro pôs de lado; já na famosa revisão de *Geldzins und Geldgueter* por David Davindson (*Ekonomisk Tidskrift* 1899), formulou-se o bem conhecido contra-argumento de que, em casos de produtividade crescente, ou o nível de preços tem de declinar — com a taxa de juros permanecendo igual a taxa natural — ou o nível de preços poderia ser mantido constante com a ajuda de uma direção financeira inflacionária e um declínio da taxa de juros abaixo do nível natural. Mais tarde, este ponto foi mais extensamente elaborado por vários outros escritores, principalmente G. Myrdal, F. von Hayek e K. G. Koopmans. Contudo, até agora, muita gente e mesmo muitos economistas parecem considerar a “estabilidade do poder de compra

do dinheiro” como sintoma de estabilidade financeira (2). Entretanto, vários —se bem que nem todos — autores que puseram de lado a estabilidade do nível de preços — isto é, a estabilidade do fator  $P$  na bem conhecida equação de quantidade de Fischer  $MV = PT$  — como critério útil para a estabilidade financeira, tentaram encontrar outra combinação de fatores na equação de Fisher, a estabilidade das quais seria idêntica a equilíbrio monetário. O mais influente desses esforços foi o de F. von Hayek — em seus escritos entre 1929 e 1939 — que considerou uma corrente constante do dinheiro ( $MV$ ) como suficiente condição de equilíbrio; em vão, conforme sobretudo J. G. Koopmans mostrou claramente. Outros autores procuraram outros “sintomas” de estabilidade financeira, desde que o sintoma de estabilidade de preços parecia ser útil. Um dos exemplos mais impressionantes dessa maneira “sintomática” de aproximação se pode achar no *Tratado sobre a moeda* de Keynes — a que já nos referimos — onde lucros e perdas casuais são aceitos como sintomas de instabilidade financeira — no sentido de perturbações das relações preço-custo existentes no fluxo circular da moeda e das mercadorias — e, conseqüentemente, a “condição de lucros zero” vem ao primeiro plano como condição essencial para o equilíbrio monetário.

A identificação Wickselliana de uma “situação de estabilidade financeira” com uma “situação de equilíbrio em pleno emprego” foi defendida por quase todos os que escreveram sobre equilíbrio monetário. As mais importantes exceções são os autores suecos G. Myrdal e E. Lindhahl. Sobretudo Myrdal mostrou muito claramente, já nos primeiros anos do decênio 1830-1840, que o equilíbrio monetário é concebível em vários níveis de emprego. J. M. Keynes, em sua *Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda* (1936), pareceu aceitar a mesma opinião, quando admitiu que, em seu *Tratado*, “tinha deixado passar o fato de que em qualquer sociedade dada há uma taxa de juros

---

(2) — Mesmo as Nações Unidas teem julgado útil estudar a estabilização do nível de preços de matérias primas do ponto de vista da estabilidade financeira.

natural *diferente* para cada nível hipotético de emprêgo” (Teoría Geral, p. 242). Mas, quando êle definiu, no mesmo livro, os conceitos de inflação e deflação, pareceu usar êstes como inflação e deflação da procura efetiva em relação ao nível de pleno emprêgo da procura efetiva. Desta forma o ponto zero entre inflação e deflação é idêntico ao ponto de equilíbrio em pleno emprêgo (3). Abaixo dêsse ponto, há deflação e emprêgo; além dêsse ponto, há “inflação verdadeira” (a distinguir-se de uma alta de preços e salários durante uma oscilação da procura efetiva até o ponto do pleno emprêgo) com preços em ascensão somente, situação bem caracterizada pelas palavras “super-pleno emprêgo”. Entretanto, Keynes não trata absolutamente, de modo explícito, do problema do equilíbrio monetário na Teoría Geral. A “Teoría Geral do Emprêgo, dos Juros e da Moeda” podia ser caracterizada como “uma teoria perfeitamente completa do emprêgo, metade de uma teoría dos juros e quase nenhuma teoría da moeda”. O único capítulo “monetário” nesse livro trata apenas do lugar funcional do nível de preços como uma variável no sistema. O desprezo do problema do equilíbrio monetário por si mesmo barrou o caminho, provavelmente, a uma mais lógica — e dum ponto de vista didático mais elucidativa — construção do aparêlho teórico que se poderia edificar, considerando, por exemplo, o equilíbrio do sub-emprêgo “Keynesiano” como situação de equilíbrio monetário, bem como o equilíbrio do pleno emprêgo, assim distinguindo entre o aspecto de emprêgo e o aspecto monetário de posições de equilíbrio e de processos dinâmicos.

---

(3) — Se isto se deve interpretar como pleno emprêgo de recursos, outra distinção pode ser feita — que não foi feita pelo próprio Keynes, mas que pode ser encontrada, por exemplo, nos escritos de um dos mais destacados advogados da teoria de Keynes, a Senhora Joan Robinson — entre o ponto de pleno emprêgo de trabalho e o ponto de plena capacidade de equipamento. Parece que se ajusta ao sistema Keynesiano a escolha daquele dêsses dois gargalos em expansão econômica, como o ponto do equilíbrio monetário, que, num processo concreto de expansão, é o primeiro a ser alcançado.

O desprezo dos aspectos monetários de problemas macro-econômicos na Teoria Geral foi causa de mais confusão e, em muitos casos, também causa de um interêsse unilateral em problemas de emprêgo, como tais em política econômica. Por outro lado, no curso dos anos, a aproximação Keynesiana de problemas econômicos em termos de renda nacional e de despesa nacional estimulou vários esforços para tratar os problemas de equilíbrio monetário e, especialmente, também os problemas da inflação de guerra e post-guerra nesses termos macro-econômicos. Entretanto, o sucesso daqueles países em que o equilíbrio monetário foi aceito como alvo importante de política econômica — logo após o pleno emprêgo — estimulou um interêsse renovado pelos problemas de equilíbrio monetário em muitos países. O tratamento teórico dêsses problemas em termos de renda e despesa nacional foi, contudo, entravado pelo mesmo problema da “identidade de grandezas ex post”, conforme já era percebido no decênio 1830-1840, com relação a economias e investimentos.

Finalmente, é uma feição Wickselliana comum da vasta maioria das várias teorias do equilíbrio monetário que elas não se baseiam numa inquirição elementar, fundamental das funções e dos efeitos da moeda como tal, mas se confinam — sempre que se fazem comparações entre sistemas econômicos e não-monetários — a comparação entre os processos de economia e investimentos em formas monetárias e não-monetárias.

Ao que saiba o autor dêste trabalho, só houve um escritor no assunto, até agora, que construiu uma teoria do equilíbrio monetário sôbre uma análise muito elementar do papel que é representado pela moeda na sociedade: o economista holandês J. G. Koopmans, que publicou a sua teoria no seu famoso ensaio “Zum Proben das neutralen Geldes” (coleção *Beitrag zur Geldtheorie*, editado por F. von Hayek, 1933). É por esta razão que parece útil tomar a essência da teoria de Koopmans como ponto de partida para a nossa análise, levando a uma definição apropriada de equilíbrio monetário e das condições para um equilíbrio estável ou estabilizado.

c) — *Análise das condições de equilíbrio monetário*

A teoria do equilíbrio monetário — ou, conforme foi formulada em 1933: a teoria da “moeda neutra” — que foi elaborada por Koopmans, se baseia na consideração fundamental de que a moeda como meio de troca de mercadorias e serviços só pode ser “neutra” quanto aos seus efeitos sobre os processos econômicos, enquanto todos os processos econômicos num “sistema econômico monetário” se conformam aos processos econômicos no “tipo ideal” do “sistema econômico não-monetário” (sistema de barganha puro), de acordo com as leis de teorias de equilíbrio. Escrevendo em 1933, quando aos espíritos da vasta maioria dos economistas as “teorias de equilíbrio” podiam ser “teorias de equilíbrio em pleno emprêgo”, somente, Koopmans ainda aderiu à opinião Wickselliana, quando envolveu a condição de pleno emprêgo na sua condição de equilíbrio monetário. Veremos adiante que esta não é uma consequência necessária, nem sequer aceitável da essência da teoria de Koopmans.

A essência da teoria se deve encontrar num exame mais apurado das diferenças entre processos econômicos num “sistema de barganha”, de um lado, e num “sistema monetário”, de outro lado. Num sistema de barganha, a bem conhecida “loi des débouchés” de Say sempre subsiste, uma vez que toda procura de mercadorias ou serviços implique *ao mesmo tempo* uma oferta equivalente de mercadorias e serviços; e toda oferta de mercadorias ou serviços implique *ao mesmo tempo* uma procura equivalente de mercadorias e serviços. A feição essencial do “sistema monetário” deve se encontrar na ruptura entre procura e oferta, que é possibilitada pela introdução da moeda no processo de troca de mercadorias e serviços. A moeda habilita as pessoas a forçar a procura de mercadorias e serviços ao mesmo tempo, porque o que é trocado por mercadorias e serviços é apenas a moeda, que pode ser tirada de economias ou pode ser criada pelo interesse da compra em questão, em vez de derivar da cessão de uma oferta simultânea de mercadorias e serviços. Sempre que a procura é forçada por dinheiro desamealhado ou recentemente criado, o dinheiro representa o que o au-

tor alemão Neisser (4) chamou “procura pura” (“Reine Nachfrage”), isto é, procura sem oferta simultânea. Por outro lado, o dinheiro habilita as pessoas a forçar a oferta de mercadorias e serviços no mercado sem que simultaneamente seja forçada a procura. A cessão de oferta efetiva pode ser amealhada ou pode ser “destruída” pela redenção de empréstimos bancários. Nesse caso, pode-se falar em uma “pura queda da procura”. A criação e a destruição da moeda, assim como o amealhamento e o desamealhamento são as feições da moeda que são responsáveis pela falta de “neutralidade”.

É impossível imaginar um “sistema monetário” em que nenhuma criação, destruição, amealhamento, ou desamealhamento de moeda se realiza. De fato, a moeda nunca é “neutra” como tal. Mas, de outro lado, é perfeitamente compreensível haver uma sociedade na qual os efeitos “não-neutrais” da moeda são simultaneamente “neutralizados” por forças antagônicas. Por esta razão, a teoria de Koopmans talvez se pudesse caracterizar melhor pelo termo “moeda neutralizada” do que pelo termo “moeda neutra”; “moeda neutra”, no estrito sentido do termo, não é compreensível. O equilíbrio monetário se mantém, de acordo com a maneira de ver de Koopmans, enquanto a moeda está “neutralizada”. A criação ou o desamealhamento da moeda implica a “procura pura”, que causa uma pressão para cima, sobre os preços, a qual se pode chamar “inflacionária”. A destruição ou o amealhamento da moeda implica uma “pura queda da procura”, que causa uma pressão para baixo sobre os preços, a qual se pode chamar “deflacionária”. O ponto zero entre inflação e deflação se mantém enquanto a moeda é neutralizada, isto é, enquanto todas as criações e desamealhamentos da moeda são simultaneamente compensados por amealhamentos ou destruições da moeda equivalentes; e, por outro lado, enquanto todos os amealhamentos e destruições são compensados por criações ou desamealhamentos da moeda equivalente.

Aqui nos defrontamos imediatamente com o mesmo problema acima referido — que suscitou dificuldades em todas as ou-

---

(4) Hans Neisser, *Der Tauschwert des Geldes*, 1928.

tras versões de teoria do equilíbrio monetário: o problema da “identidade de grandezas *ex-post*”. Tôda moeda que é criada em algum período aumenta as reservas em dinheiro (“economias”) ou é destruída nesse período; tôda moeda que é destruída em algum período foi desamealhada ou criada no mesmo período. “*Ex-post*”, para qualquer período que tomarmos, pode-se sustentar que tôda a criação líquida de moeda é igual ao total de novas economias líquidas. Todavia, quando, na maneira de pensar de Koopmans, nós estamos falando de criação e desamealhamento de moeda e de destruição e amealhamento de moeda que se estão compensando (neutralizando) mutuamente, só são de importância ações “espontâneas” (ou talvez “voluntárias”). A distinção entre ações “espontâneas” e “induzidas” — distinção que Koopmans tirou da terminologia de D. H. Robertson (5) — é essencial para a criação de uma teoria de equilíbrio monetário que logicamente subsista. Uma vez que uma “procura pura efetiva” sustentada pela criação ou pelo desamealhamento da moeda, seja compensada por amealhamento voluntário ou por um resgate voluntário de empréstimos bancários, o equilíbrio monetário não é perturbado. Mas, quando o receptor não é um “amealhador” ou “destruidor” voluntário, mas apenas uma pessoa ou instituição que encontra a sua reserva em dinheiro temporariamente aumentada como *resultado* de procura pura, sem desejar ter a sua balança em dinheiro aumentada, a inflação começará e continuará enquanto os aumentos de reservas em dinheiro excedem a necessidade de balanças em dinheiro. A inflação cessará somente no momento em que todo o aumento da corrente de moeda tiver sido absorvido em economias “voluntárias”; a necessidade de economias pode ser aumentada pela pressão para cima, sobre os preços, isto é, pelo próprio processo inflacionário. Por outro lado, “uma pura queda da procura” pode levar à deflação, até que tôda a necessidade de economias voluntárias seja satisfeita em um nível mais baixo de balanças em dinheiro; êsse nível mais baixo pode ser alcançado como resultado da própria deflação.

---

(5) — D. H. Robertson, *Política Bancária e Nível de Preços*, 1926.

Este raciocínio torna claro que é possível resumir as condições de equilíbrio monetário numa fórmula muito simples, conforme foi feito por Koopmans:

O equilíbrio monetário se mantém enquanto a soma algébrica de criação de moeda (+), destruição de moeda (—), amealhamentos novos espontâneos (—) e desamealhamentos espontâneos (+) é mantido exatamente em zero. O equilíbrio monetário pode assim ser definido como um estado de negócios em que essa condição é preenchida.

Dêste modo, Koopmans elaborou uma teoria do equilíbrio monetário que é, aos mesmo tempo, a mais simples e melhor, fundada numa análise do papel elementar da moeda no sistema econômico.

Pode-se mostrar facilmente que o “critério de Koopmans” relativo ao equilíbrio *não implica* a necessidade da constância nem de qualquer dos fatores na famosa equação de quantidade de Irving Fisher  $MV = PT$ , nem de qualquer combinação desses fatores.

A possibilidade do acréscimo e decréscimo do nível de preços sem qualquer perturbação do equilíbrio monetário pode ser demonstrada sem dificuldade alguma. O caso mais simples é o de aumento de oferta de uma utilidade correspondendo a uma procura com elasticidade igual à unidade. Nesse caso, é absolutamente compreensível que a mesma soma total de moeda seja paga pelas utilidades em questão, e que maior volume de utilidades seja trocado a preço mais baixo, sem que qualquer criação ou desamealhamento, bem como sem que qualquer destruição ou amealhamento de moeda apareça em cena. A mesma coisa pode ser posta de manifesto — conforme Koopmans também pôs — para casos de trocas autônomas de oferta correspondendo a uma procura com elasticidades diferentes da unidade, e também para casos de variações de procura. Desde que nesses casos algumas pessoas recebem mais dinheiro do que antes e amealham o aumento de suas receitas, isso pode ser compensado pelo desamealhamento em outro ponto, com um nível de pre-

ços variando em consequência de uma variação de preço da utilidade, cujas condições “reais” de oferta ou procura variaram, todos os outros preços permanecendo invariáveis. Koopmans também provou de forma convincente que é fundamentalmente impossível encontrar um método conveniente de pesar preços na construção de números-índices de preços de maneira a obter um número-índice, que só pode variar como resultado de perturbações monetárias, e não como resultado de variações autônomas de procura e oferta em termos reais; todos os esforços para fazer isso só podem levar a alguma espécie de “números-índice” absurdos, que não podem variar de modo algum. É claro, pois, que o equilíbrio monetário não pode implicar em nível de preços sempre constante (P), de qualquer forma que se define o nível de preços.

Foi também demonstrado por Koopmans que o equilíbrio monetário não envolve um volume de moeda constante (M), nem uma velocidade de moeda sempre constante (V) nem uma corrente constante (NV). Desde que, por exemplo, um produtor de certa utilidade recebe mais dinheiro do que antes, como resultado de um aumento de oferta correspondente a uma procura com elasticidade da unidade, o equilíbrio monetário só se pode manter ou se o dito produtor gastar todo o aumento da sua balança em dinheiro — o qual é um aumento “espontâneo”, não induzido pela inflação — imediatamente, *no mesmo período de renda*, a velocidade de moeda sendo assim aumentada com um volume constante de moeda (porque parte da mesma corrente de moeda, como antes, tem de “passar uma estação mais” no mesmo período de renda); ou se o aumento da despesa para a utilidade em questão não fôr financiada por moeda, retirada de outra despesa, mas pelo desamealhamento ou pela criação da moeda. Só nesse caso o aumento da oferta é acompanhado por um aumento simultâneo de procura, exatamente como é o caso num sistema de barganha. (6). Em casos como êsse, a cor-

(6) — Se o dito produtor gastar o aumento da sua balança em dinheiro sómente no período de renda seguinte, sem que haja ocorrido em outro ponto qualquer desamealhamento ou criação de moeda, a deflação se instala e continua, uma vez que o recebedor da moeda em questão não a gasta no mesmo período de renda por seu turno.

rente de moeda (MV) tem de ser aumentada, ou aumentando-se M ou aumentando V, ou aumentando-se ambos em alguma extensão, de modo que o equilíbrio monetário se possa manter. Daí se concluir que o “ponto zero entre amealhamento e desamealhamento” não é idêntico a “constância da velocidade de circulação da moeda”.

Fundamentalmente, a inutilidade do M. V. e MV quando se pretende construir uma fórmula completa de condições de equilíbrio monetário resulta da circunstância de que essas grandezas são tôdas de caráter “ex post”.

Koopmans, escrevendo em 1933, ainda não prestava atenção às implicações da sua teoria quanto ao desenvolvimento da renda monetária nacional e do emprêgo. Pode se demonstrar facilmente, contudo, que a sua teoria *não* envolve a necessidade nem de uma renda monetária nacional sempre constante, nem de um desenvolvimento especial do nível de emprêgo. Logo que um novo fator de produção — por exemplo, um novo trabalhador — entra no processo econômico, uma nova necessidade de balança em dinheiro surge, que tem de ser satisfeita pela criação de moeda ou pelo desamealhamento. Só quando essa parte da renda monetária do recém-vindo, que não é gasta por êle no mesmo período de renda inicial, derive de nova moeda ou de desamealhamento é que o equilíbrio monetário se pode manter. Quando no período de renda seguinte o dito recém-vindo gasta tôda a renda, o processo econômico pode continuar, sem criação posterior de moeda, e sem perturbações monetárias, num nível mais alto de renda monetária nacional e num nível mais alto de emprêgo. O mesmo raciocínio se aplica a casos de emprêgo decrescente e de renda monetária nacional decrescente. É concebível haver um processo de renda nacional que se retrái sem quaisquer perturbações monetárias, do mesmo modo que um processo de contração pode ser imaginado num sistema de barganha, em que a procura de trabalho está em retração (por exemplo, por causa de um espírito declinante de empresa ou por causa de fatores exógenos, como guerras e outras calamidades) com retração de oferta de utilidades — oferta de mer-

cadorias-salários — pelos produtores. Enquanto a procura de trabalho declina *pari-passu* com um declínio de oferta pelos produtores, o equilíbrio monetária pode ser mantido num processo de contração. Quando, outrotanto, a procura de trabalho decresce sem decréscimo simultâneo de oferta pelos produtores — o que significa que os produtores estão amealhando dinheiro ou estão resgatando empréstimos bancários — uma “pura queda de procura” surge em cena, resultando em pressão para baixo do nível de preços, que pode *acelerar* o processo de contração através da diminuição do espírito de empresa. Um declínio da renda monetária nacional e de emprego *como tais* não precisa, contudo, ser sistema de deflação, no sentido monetário estritamente. O fenômeno do desemprego involuntário é, como tal, não um sintoma de perturbações monetárias, mas uma consequência das posições de curvas de procura e curvas de ofertas de trabalho que podem, em certas circunstâncias, não se interseccionarem, com procura perfeitamente inelástica e oferta perfeitamente inelástica; essas circunstâncias são também possíveis num sistema de barganha puro.

Desta forma, parece ser apropriado separar os aspectos puramente monetários — isto é, a pressão sobre o nível de preços, que resulta de “procura pura” ou “puras quedas de procura” — dos aspectos de emprego de processos de expansão econômica e contração econômica; assim como ter em vista a interseção entre os dois fenômenos. Uma clara visão do duplo aspecto de dinâmica econômica é de grande importância, quando se considerar o papel que pode ser desempenhado pelas finanças públicas na asseguuração da estabilidade financeira e da estabilidade econômica em sentido mais geral, conforme se mostrará adiante. Aqui se pode acentuar que é claro, pelo que ficou dito, que o *equilíbrio monetário pode ser alcançado em vários níveis de emprego e renda nacional*.

d) — *Fórmulas de aproximação para fins práticos.*

Quando procuramos usar a simples fórmula de equilíbrio monetário de Koopmans para fins de política econômica prática, encontramos a dificuldade de que é estatisticamente impos-

sível transformar números estabelecidos para variações de volume de moeda em números que se apliquem a amealhamentos e desamealhamentos “espontâneos”, de um lado, e em números que se apliquem a amealhamentos e desamealhamentos “induzidos”, de outro lado. Em 1933, Koopmans reconheceu que o problema da “mensuração sintomática” da inflação, da deflação, e do equilíbrio monetário não tinha sido resolvido e que êle não via solução para isso, dada a informação estatística daquela época. Entretanto, a informação estatística a respeito de assuntos de circulação monetária tem aumentado. Mas a única coisa que se tornou possível em alguns países pelo desenvolvimento de estatísticas monetárias, desde 1933, e principalmente desde a segunda guerra mundial, é uma inquirição do grau a que vários setores da comunidade (governo central, govêrnos locais e o setor privado) fizeram uso da criação de moeda e de decréscimos (decréscimos líquidos, apenas) das respectivas balanças em dinheiro como método de conduzir as finanças, de um lado; resgataram empréstimos bancários e aumentaram balanças em dinheiro, de outro lado. Todavia, a informação estatística a respeito dos “deficits de liquidez” e dos “saldos de liquidez” (igual a diferença entre receitas resultantes de renda líquida, pagamentos de transferência e empréstimos não-bancários de um lado e tôda despêsa extra-bancária, de outro lado, igual à criação líquida de moeda mais decréscimo líquido de balanças em dinheiro) dos vários setores da comunidade só pode fornecer equilíbrio *ex post*. A fim de tirar conclusões quanto à deflação e ao equilíbrio monetário no período em revista, é portanto necessário acrescentar alguma suposição relativamente ao caráter “autônomo” ou “induzido” dos vários “deficits e saldos de liquidez”, que não podem ser “provados”, mas podem ser tidos como aceitáveis por algum raciocínio baseado em vários sintomas do sistema econômico (7). Geralmente falando, êste procedimento encontra muitas dificuldades.

Parece conveniente, pois, experimentar se alguma outra a-

---

(7) Êste procedimento foi seguido na análise monetária do Relatório Anual de 1933 do De Nederlandsche Bank. Isso só pôde ser feito porque, para 1933, pareceu razoável supor que só no setor das finanças governamentais centrais tinham estado em ação fôrças deflacionárias autônomas

proximação alternativa é possível, agora que a informação estatística a respeito da renda nacional e da despesa nacional está crescendo, pode-se dizer, rapidamente em vários países. A fim de fazer isso, e, certamente, necessário, em primeiro lugar, tentar “traduzir” a fórmula de equilíbrio monetário de Koopmans em termos de renda nacional e de despesa nacional. O problema então surge de escapar a “identidade de grandezas *ex post*” pela descoberta de alguma aproximação razoável a uma ou mais relevantes grandezas “*ex ante*” que sejam acessíveis por métodos estatísticos.

Essa aproximação pode ser estabelecida da forma que se segue. Vimos que a fórmula do equilíbrio monetário de Koopmans, tomada em si mesma, não implica coisa alguma quanto ao desenvolvimento da renda monetária nacional. Variações de renda nacional, com manutenção do equilíbrio monetário, não são só possíveis no caso, mencionado acima a êste propósito, de variações do número de fatores de produção empregados, mas podem também ocorrer em todos aquêles casos em que, dado um volume constante de fatores empregados, variações de oferta ou procura em termos reais resultam em pagamento de maior ou menor quantidade total de moedas para um tipo de utilidade, enquanto as quantidades totais de moeda que são pagas por outras utilidades permanecem constantes (os casos que foram mencionados antes afim de demonstrar a inutilidade de um “P constante”). Em todos êsses casos, a manutenção do equilíbrio monetário implica aumento ou diminuição simultâneo da despesa monetária nacional total e da renda monetária nacional total, a última grandeza sendo por definição igual à primeira. Isto pode ser aplicado, por exemplo, aos casos em que a produtividade crescente de uma utilidade corresponde a uma procura com elasticidade abaixo da unidade; se o aumento da quantidade de moeda paga por essa utilidade é financiada pelo desamealhamento ou pela criação de moeda ou se — um meio alternativo de manter o equilíbrio monetário — a soma extra de moeda é gasta pelo recebedor dela no mesmo período de renda, a corrente total de despesa nacional e de renda monetária nacional é aumentada por aquela quantidade, com manutenção de

equilíbrio monetário. O mesmo ponto pode ser aplicado aos casos de variações “reais” da procura e da oferta de fatores de produção, envolvendo variações do nível absoluto de emprêgo. Se nós chamarmos a renda monetária nacional de certo período, resultante da posição inicial ou das variações “reais” durante o período, de “renda nacional ex ante”, pode-se dizer que o *equilíbrio monetário é mantido enquanto a despesa nacional permanece igual à renda nacional ex ante*. Uma discrepância entre essas duas grandezas só pode surgir de “procura pura” (criação ou desamealhamento de moeda), ou de uma “pura queda de procura” (destruição ou amealhamento de moeda). Só neste sentido é que é teòricamente válido dizer, como se diz frequentemente, que o equilíbrio monetário é mantido enquanto a despesa nacional permanece igual à “renda nacional corrente ex ante”, conforme a definição acima.

Ficará esclarecido que a “renda nacional ex ante”, nesse sentido puramente teòrico, não pode ser encontrada pelas estatísticas. Precisamos, portanto, de algum artifício para chegar a uma aproximação razoável. Esse artifício pode basear-se na consideração de que na comunidade de hoje em dia, em curto período, as taxas de remuneração de fatores de produção são, pode-se dizer, “sticky” (adesivas), não só quanto a salários, mas também quanto, por exemplo, a margens de lucro calculado pelos empreiteiros em seus preços de venda. Identificando “renda nacional ex ante” a “produto nacional e custo de fatores ex ante, calculado na base de volume de fatores de produção realmente empregados durante o período em revista”, podemos, por conseguinte, obter uma aproximação razoável, na qual a influência de variações do volume de emprêgo é, na sua maior parte, refletida no conceito “ex ante”.

Não parece possível ao autor dêste trabalho considerar em extensão suficiênte a influência de outras “variações reais”. As mais importantes dessas outras “variações reais”, as variações de produtividade, não se podem levar em conta por um simples método de aproximação, pois que um aumento de produtividade de alguma utilidade pode tanto resultar na necessidade — em

atenção ao equilíbrio monetário — de um aumento de renda monetária nacional (no caso de procura com elasticidade abaixo da unidade), como na necessidade de uma diminuição de renda monetária nacional (no caso de elasticidade de procura acima da unidade); e pode também deixar de fazer necessária qualquer variação que seja da renda monetária nacional (quando a elasticidade de procura é igual à unidade).

Assim, somente por períodos mais curtos do que longos, nos quais a influência de variações de produtividade é afinal de contas pequeno, uma *aproximação* estatística razoável das condições de equilíbrio ou desequilíbrio monetário pode ser encontrada na base da fórmula; *Despesa nacional = produto nacional — custo de fatores ex ante*. Esta fórmula envolve “produto nacional” no sentido de produto nacional real, conforme resulta do total dos fatores de produção, realmente empregados durante o período sobre a base das taxas de remuneração dos fatores de produção no começo do período. Quanto a salários, é apropriado tomar “salários-tempo” ou “salário-peça” de acordo com a base na qual os salários são realmente contratados.

Desta forma, encontramos uma fórmula que se aproxima muito do critério elaborado por Keynes em seu “*Tratado sobre a moeda*”, na qual *êle estabeleceu como “longo período ou norma do equilíbrio para o poder de comprar da moeda” a igualdade entre preços e ganhos monetários por eficiência dos fatores de produção; e no qual êle admitiu que, onde salários-tempo são contratados, os preços podem declinar, com a produtividade crescente (os preços declinando simultaneamente com os ganhos monetários por eficiência); e onde salários-peça são contratados, os preços podem permanecer constantes com a produtividade crescente e ganhos por eficiência crescentes. Mas, enquanto Keynes tirou a sua análise da condição “sintomática” do “lucro zero”, aqui se demonstra que isso não é mais, a bem dizer, do que uma aproximação grosseira. A condição de lucros zero nem mesmo teoricamente é válido, pois que, por exemplo, em casos de produtividade crescente que corresponda a uma procura com elasticidade abaixo da unidade, não importa, do puro*

ponto de vista do equilíbrio monetário, se a maior quantidade de moeda recebida pelos produtores em questão resulta em maiores lucros ou não.

A necessidade de verificação estatística legítima, entretanto, o uso da fórmula aproximativa acima elaborada. Não sendo 100% “sólida” de um ponto de vista teórico, justifica-se inteiramente considerar discrepâncias, a bem dizer, grandes entre despesa nacional e produto nacional a “custo de fatores ex ante” (conforme a definição acima) como sintomas de perturbações inflacionárias ou deflacionárias do equilíbrio monetário.

e) — *Comparação com outras fórmulas.*

Como é que se devem comparar as condições de equilíbrio monetário, acima elaboradas, com outras formulações dessas condições, especialmente as influentes formulações “Wicksellianas”?

Nesta altura, não precisamos dar muita atenção novamente ao nível de preços. É claro que as fórmulas a que aqui chegamos da análise de Koopmans implicam que as perturbações inflacionárias e deflacionárias do equilíbrio monetário envolvem pressões para cima e para baixo sobre o nível de preços. Mas, ao mesmo tempo, verifica-se que há também outras causas não-monetárias de variações de nível de preços, com o resultado de que a manutenção do equilíbrio monetário não implica a manutenção de um nível de preços constante. Nem é possível aderir à estrita “norma de Davidson”: um nível de preços movendo-se em relação inversa à produtividade. Conforme foi demonstrado, por exemplo, claramente por Keynes, em sua análise no “Tratado” — acima referido — principalmente em casos nos quais os fatores de produção são remunerados numa base de eficiência (por exemplo, numa base de salário-peça), não numa base de esforço (por exemplo, numa base de salário-tempo), é perfeitamente compreensível haver equilíbrio monetário com produtividade crescente e preços constantes ou quase constantes. Esta conclusão não se prende ao reconhecimento de uma

procura completamente inelástica, pois que nos casos ora mencionados o próprio plano de procura pode variar como resultado do aumento mais ou menos automático da renda monetária per capita, com produtividade crescente.

Uma das outras feições Wicksellianas da teoria do equilíbrio monetário, a igualdade entre economias e investimentos, parece mais aceitável. A forma mais lógica e influente na qual êsse critério se mantém na moderna teoria é a forma elaborada por Gunnor Myrdal: igualdade entre “economias ex ante” e “investimentos ex ante”; ou, em outras palavras, equilíbrio entre propensão a economizar e a propensão a investir. Uma comunidade pode ter apenas um excesso de “procura pura” autônoma, no sentido de que mais se gasta em bens de consumo e bens de investimento do que a renda que resulta da produção de bens de consumo e bens de investimento. Se nós usarmos o artifício de Myrdal (mais tarde popularizado por Keynes) de definir a despesa em bens de consumo como sendo idêntica por definição à produção de bens de consumo (bens de consumo não-vendidos sendo “investidos”), podemos chegar à conclusão de que um excesso macro-econômico *ex ante* de despesa sôbre renda, mas também a um excesso macro-econômico *ex ante* de investimentos sôbre economias.

Do ponto de vista da pura lógica (ou da pura matemática), a fórmula de Myrdal é plenamente válida. Mas deve-se sempre entender que êste grupo de definições é, pode-se dizer, arbitrário e mesmo nem sempre muito elucidativo, se se adotar ao fraseado comum dos assuntos econômicos. Pode-se dizer que é arbitrário porque a fórmula de Myrdal depende da identidade por definição de “consumição” e “produção de bens de consumo”. Seria possível igualmente identificar os outros termos do grupo de definições, economias e investimentos, assim formulando a condição de equilíbrio monetário como igualdade entre “consumição ex ante” e “produção ex ante de bens de consumo”. Parece útil ao autor dêste trabalho não adotar nenhuma dessas orientações e contentar-se com comparações entre despesa nacional total e renda nacional total (ou produto nacio-

nal). A distinção entre bens de consumo e bens de investimento não é em si de importância para o puro problema do equilíbrio monetário. O uso da condição de “igualdade entre economias e investimentos ex ante” não é, além disto, muito elucidativo porque pode ter estranhas consequências nas mãos de gente “prática” que lide com problemas de política prática. Para ela será sempre esquisito contemplar, por exemplo, um processo de finanças inflacionárias de compra de bens de consumo (como é o caso do crédito de consumo por bancos, da direção financeira inflacionária, da consumição da comunidade pelo governo, da direção financeira de mais consumição pela venda de bonus aos bancos, etc.) como um processo de “deseconomizar”; contudo, esta seria a consequência lógica do grupo de definições de Myrdal.

A maneira por que Myrdal toca no problema do equilíbrio monetário através de uma definição de “economias” e “investimentos”, mais aguda do que aquela que Wicksoll tinha elaborado, implicava também uma reformulação do critério de equilíbrio, que tomava o lugar central na análise de Wicksoll: igualdade entre a “taxa de juros do mercado” e a “taxa de juros natural”. Myrdal chamou a atenção para o fato de que o volume de “investimentos ex ante” depende de uma comparação entre “cessão ex ante” marginal ou, para ser mais preciso, o que Keynes chamou mais tarde a eficiência marginal do capital, isto é, a cessão de investimentos antecipada marginal, calculada na base de custos de reprodução atuais de bens de investimento — e a taxa de juros do mercado. A igualdade entre “investimentos ex ante” e “economias ex ante” implica tal relação entre a eficiência marginal do capital e a taxa de juros que a propensão para investir é exatamente compensada pela propensão para economizar. Não nos parece apropriado indicar a “eficiência marginal do capital” pelo termo “taxa de juros natural” porque ela não é absolutamente uma taxa de juros. Às vezes, a “taxa natural de juros” é definida como a taxa de juros que se alcança quando o equilíbrio monetário é atingido em nível de pleno-emprego; em sua “Teoria Geral” Keynes chamou isso “taxa de juros neutra ou ótima”. Este entretanto, não é um conceito

“agudo” e não pode, pois, ser usado como “critério” do equilíbrio monetário. Isso se pode ver com a maior facilidade numa situação de desemprego. Quando nós indagamos, então, de nós mesmos de que modo o pleno emprego pode ser alcançado junto com o equilíbrio monetário, verifica-se que há vários métodos de política econômica que se podem aplicar, todos os quais levam a diferentes taxas de juros de equilíbrio. Quanto à taxa de juros, há, conforme Myrdal mostrou, algum “campo de indiferença de equilíbrio monetário”. Além disto, desde que admitamos que o equilíbrio monetário no sentido acima definido é concebível em vários níveis de emprego, a dita “condição” já é sem valor, por esta razão apenas.

A única definição “aguda” da “taxa de juros natural” que se pode imaginar é a definição que se assemelha ao velho conceito do “preço natural” — conceito carregado de idéias ultra-ortodoxas do “laissez faire” — isto é, a taxa de juros de equilíbrio a ser atingida quando, para qualquer situação, o governo, bem como o banco central se abstêm de toda ação. Dum ponto de vista analítico, justifica-se que se chame isso taxa de juros natural, mas é arbitrário e supérfluo tomar essa taxa como “condição do equilíbrio monetário”; poderíamos, então, tomar outra qualquer “grandeza de equilíbrio” (nível de preços, nível de emprego, etc.) igualmente. Além disto, é perigoso usar o termo “natural” a êste propósito, porque a palavra “natural” oferece a sugestão de uma desejabilidade ou mesmo de uma norma de política econômica (ou talvez: de falta de política econômica). O que se quer referir com essa “taxa natural” é a taxa de juros que é atingida quando, partindo de condições inflacionárias, se deixa a inflação continuar até que “ela bata com a cabeça no seu próprio teto”; e, partindo de condições deflacionárias, quando uma completa deflação é aceita. O termo “taxa de juros natural” sugere, por exemplo, que, no caso de uma deflação, a taxa de juros tem de ser abaixada em relação à taxa atual; ao passo que, de fato — conforme se mostrará adiante — uma política anti-deflacionária “sólida” pode exigir o lançamento de bonus do governo, ação que pode ter alguma influência crescente no nível de taxas de juros. Por estas razões, é desejável

pôr de lado o conceito da “taxa natural de juros”, conforme se fez com o conceito do “preço natural”, que data da era dos fisiocratas.

Assim, conclui-se que nenhum dos critérios “Wicksellianos” de equilíbrio monetário pode ser considerado como instrumento analítico útil.

Nem é possível chamar satisfatórias as condições de equilíbrio monetário “modernas”, que podem derivar dos autores neo-Keynesianos”, os quais são às vezes intitulados “grapists”: os adeptos da chamada “teoria da brecha inflacionária”. Todos êsses autores estão aderindo à identificação Keynesiana do equilíbrio monetário como nível de equilíbrio de pleno-emprego. Além disto, êles nem sempre conseguem encontrar solução razoável para o problema da “identidade de grandezas ex post”. A mais complicada “teoria da brecha inflacionária”, até agora, é a do autor dinamarquês Bent Hansen, que publicou a sua teoria em seu livro “Estudo da teoria da inflação” (1951). Hansen não parece ser Keynesiano “puro”; tentou elaborar a sua teoria na base de idéias de J. R. Hicks, de um lado, e do equipamento analítico da “escola de Stocolmo”, do outro lado. O conceito de Hicks de “procura de excesso”, do qual Hansen tira os seus critérios, não é um ponto de partida muito apropriado para uma teoria da inflação ou do equilíbrio monetário, não obstante a sua utilidade em outros pontos de vista. “Procura de excessos” só implica que, aos preços dados, a procura excede a oferta de uma certa utilidade, de modo que os preços não alcançaram a sua posição de equilíbrio; isso é também possível num sistema de barganha, como não é o caso da “procura pura” no sentido acima definido. A “procura monetária de excesso” macro-econômica (equivalente à “brecha inflacionária”) é definida por Hansen como a diferença entre compras ativas e o volume de bens e serviços em pleno-emprego, aproveitáveis durante o período em revista e calculados em preços iniciais. Diz-se que o equilíbrio monetário deve manter-se enquanto a brecha inflacionária é zero no “mercado de utilidades”, tanto quanto no “mercado de fatores”. Deixando de lado esta questão do pleno-

emprego, ficará claro que esta maneira de abordar o problema é menos satisfatória do que aquela a que nós chegamos, partindo do conceito da "procura pura". O nosso "artifício", ao usar preços iniciais como base de cálculo, envolvia somente os custos de fatores adesivos relativos, ao passo que Hansen leva todos os preços em consideração. Não nos devemos admirar, pois, com que o próprio Hansen considere a sua condição de equilíbrio como puro instrumento analítico "neutro", sem possibilidade de aplicação como norma em política econômica.

Num ponto de vista, Hansen acrescentou um instrumento analítico valioso à teoria do equilíbrio monetário e da inflação. Para que casos de "inflação reprimida" sejam cobertos pelo conceito de inflação, êle julgou útil desenvolver um conceito mais largo de inflação e equilíbrio monetário, substituindo "compras ativas" por "compras ótimas", ou seja, o total de compras que teriam lugar, se as compras não fôsem entravadas por "controles diretos" (fixação de preços, racionamento, conceito do comércio exterior, etc). Na verdade, pode ser útil escrever a nossa fórmula aproximativa de equilíbrio da seguinte maneira:

Despesa nacional ótima (ou talvez ainda melhor: poder de compra total *destinado à despesa*) = produto nacional a custo de fatores *ex ante*.

Entre os critérios de equilíbrio monetário elaborados em literatura econômica, o de R. G. Hawtrey é o que mais se assemelha, provavelmente, ao nosso critério aproximativo. Em seu famoso artigo de 1930, "Moeda e números-índices" (8), Hawtrey, em busca de métodos para "eliminar dos números-índices as causas não-monetárias", chegou a taxas constantes de remuneração de fatores de produção como padrão aproximativo de equilíbrio monetário. De acordo com o modo de ver o problema de Hawtrey, a inflação significa uma expansão da renda e da

---

(8) R. C. Hawtrey, Moeda e números-índices, *Journal of the Royal Statistical Society*, 93 (1930); reeditado em "The of Central Banking", (1932) e em "Readings in Monetary Theory", (American Economic Association, 1952), de R. G. Hawtrey.

despesa; a deflação, uma contração da renda e da despesa mais do que em proporção ao fatores de produção empregados. Isso vem a dar na mesma que o resultado aproximativo do nosso esforço para destacar movimentos de emprêgo e renda *como tais* de pressões puramente monetárias. Em tudo que disse a êste respeito, Hawtrey parece ter percebido constantemente a natureza aproximativa do seu modo de ver.

f) — *O aspecto “estabilidade” do equilíbrio monetário.*

O equilíbrio monetário foi definido acima como um estado de negócios em que fôrças inflacionárias espontâneas (criação e desamealhamento de moeda) são exatamente compensadas por fôrças deflacionárias espontâneas (destruição e amealhamento de moeda). Parece ser uma simplificação razoável considerar todos os amealhamentos e desamealhamentos na “circulação financeira” — aquela parte da circulação em que a moeda é trocada apenas por títulos (mercado de ações e apólices, etc.) — como sendo de natureza espontânea, não importando pressões para cima e para baixo sôbre os títulos, como tais, para os problemas do equilíbrio monetário. As diferenças fundamentais entre sistemas econômicos “monetários” e sistemas de barganha devem encontrar-se em diferenças nos movimentos de preços de *mercadorias e serviços*, que resultam da possível influência da “procura pura” e das “quedas puras de procura” de mercadorias e serviços num sistema “monetário”.

A dita condição de equilíbrio monetário pode ser traduzida em termos de “oferta de moeda” e “desejo de balanças ou dinheiro”, declarando-se que o equilíbrio exige adaptação do volume de moeda à necessidade de reservas líquidas (9). Para períodos mais curtos do que longos, é compreensível ser o equilíbrio monetário mantido, se bem que nem tôdas as reservas líquidas tenham atingido os seus níveis de equilíbrio; isto signi-

---

(9) Para ser mais preciso, partes não-utilizadas de facilidades super-saque têm de ser consideradas como sendo partes de reservas líquidas (moeda), considerando-se a criação de moeda como equivalente a uma expansão de facilidades super-saque. Partes não-utilizadas de facilidades super-saque, devem, pois, ser consideradas como economia.

fica que ainda há subordinados econômicos que desejam alterar o volume das suas reservas líquidas logo que vejam uma chance para tanto. O equilíbrio entre o volume e a distribuição de moeda, de um lado, e a necessidade de balanças em dinheiro, de outro lado, parece, assim ser critério essencial da “estabilidade” do equilíbrio monetário.

Entretanto, temos de ter em vista o fato de que o termo “equilíbrio estável” é muitas vezes usado em economia, de modo inteiramente correto, num sentido mais largo. Só podemos falar de um “equilíbrio estável” neste sentido mais largo, quando cada perturbação do equilíbrio evoca forças que tendem a restaurar o equilíbrio, trazendo-o *ao seu ponto de partida*. Esta questão tem relações importantes com problemas de política monetária e financeira.

Wicksell já declarou que o equilíbrio monetário não pode ser chamado equilíbrio “estável” porque toda perturbação desse equilíbrio evoca forças inflacionárias e deflacionárias “cumulativas” e “definitivas”, visto que cada pressão para cima sobre os preços aumenta as expectativas de lucro e, assim, induz mais criação de moeda e desamealhamento; e cada pressão para baixo sobre os preços tem o efeito oposto. É verdade, Wicksell reconheceu que esses movimentos de preços acarretam forças — isto é, amealhamentos induzidos — que podem ajudar a manter a posição de equilíbrio novamente, mas o novo equilíbrio é sempre alcançado — longe do ponto de partida original, num nível de preços muito mais alto ou mais baixo.

Assim pensando, não se tem de comparar o equilíbrio monetário — como, por exemplo, o equilíbrio geral dos preços — com o ponto de repouso de um pêndulo, mas pode-se comparar melhor com o ponto de repouso de um cilindro que rola num plano horizontal e que só para num ponto inteiramente diverso daquele em que o seu movimento começou. Por esta razão, o equilíbrio monetário não seria um equilíbrio “estável”, mas um equilíbrio “hábil”; ou, como Wicksell disse: um equilíbrio “neutro”. Este seria o substrato fundamental do fato de que muitos

liberais ortodoxos advogaram alguma espécie de controle monetário.

Se a opinião de Wicksell a respeito deste problema fôsse absolutamente correta, isso teria graves consequências para a política financeira e monetária porque, então, seria de máxima importância suprimir toda pequena perturbação de equilíbrio monetário logo que possível. A atividade mais alta possível em política financeira e monetária seria exigida para assegurar a estabilidade financeira. Mas, de fato, as coisas são até mais complicadas do que Wicksell indicou.

Vários autores suecos, principalmente Erik Lindhahal (10) e Tord Palander (11), criticaram a tese de Wicksell já do ponto de vista da "teoria das expectativas". Eles indicaram que às vezes, se espera que os movimentos de preços sejam só de natureza temporária, com o resultado, por exemplo, de que aumentos da taxa de investimento, causando elevações de preços, são seguidos mais ou menos automaticamente por diminuições dessa taxa, de modo que o equilíbrio monetário pode ser restaurado em seu ponto de partida.

Parece possível generalizar esta crítica, distinguindo-se entre perturbações do equilíbrio monetário automaticamente *reversíveis* e *irreversíveis*. Perturbações automaticamente reversíveis do equilíbrio monetário podem, por exemplo, ser notadas em vários casos de financiamento inflacionário do estocamento, resultante do receio da escassez, do espírito de especulação e causas semelhantes. É perfeitamente concebível, nesses casos, que o declínio de reservas líquidas dos empreiteiros em causa leve ao aparecimento cada vez mais claro de certas "hesitações" na procura, as quais "hesitações" são novamente estimuladas pelas "hesitações dos preços" daí resultantes. Podemos, muitas vezes, notar então um processo de decréscimos ape-

---

(10) Erik Lindhahal, *Penningspolitikens medel* (1930, na maior parte publicado também em inglês, como parte II dos "Estudos da Teoria da Moeda e do Capital, 1939).

(11) Tord Palander, *Om Stockolmsskolans begrapp och metoder Metodologiska reflexioner kring Myrdal's Monetary Equilibrium* (Ekonomisk Tidskrift, 1941).

nas temporários de reservas líquidas em alguns setores da comunidade, seguidos por uma restauração da liquidez — através de um declínio dos estoques — ao seu nível “normal”. Podemos então falar de uma “flutuação em torno do equilíbrio monetário” (12). Perturbações reversíveis do equilíbrio monetário também podem ser causadas por influências sazonais. Numa comunidade “fechada”, movimentos sazonais de reservas líquidas (inclusive de facilidades de super-saque não-utilizadas) em alguns setores da comunidade (por exemplo, na agricultura, onde as pessoas sacam sobre reservas líquidas antes do tempo da colheita, enquanto a liquidez está temporariamente acima do seu nível normal médio, depois do período de vendas das safras), podem, em muitos casos, ser compensados por movimentos espontâneos compensadores em outro ponto. Do ponto de vista de um país individual que negocia com outros países, essas flutuações sazonais devem ser, contudo, encaradas como flutuações em torno do equilíbrio monetário interno. Influências sazonais podem também representar um papel em finanças públicas, por exemplo, como resultado de movimentos sazonais na cobrança de impostos. Por outro lado, perturbações irreversíveis do equilíbrio monetário são também perfeitamente concebíveis, por exemplo, como resultado da direção financeira inflacionária de orçamentos governamentais ou da direção financeira inflacionária de investimentos privados em equipamentos (13).

Assim se vê que não se pode rotular o equilíbrio monetário simplesmente como um equilíbrio “estável” ou “hábil”. Tudo que se pode fazer é distinguir entre perturbações de equilíbrio automaticamente reversíveis, de um lado, e perturbações irreversíveis — que obrigam a uma política compensatória muito mais ativa — de outro.

---

(12) Mesmo o movimento dos estoques depois da “crise coreana”, de 1951 revelou traços claros desse automatismo em vários países.

(13) Do que foi dito no texto fica claro que não é correto afirmar — como às vezes afirmam adeptos modernos do velho “Princípio Bancário”, — que só o Governo pode ser causa de perturbações monetárias cumulativas (irreversíveis), ao passo que nenhum perigo monetário poderia vir da esfera da despesa privada e do sistema bancário privado.

A êste respeito, é útil fazer uma distinção mais ampla quanto às causas de perturbações do equilíbrio monetário. Os fenômenos de “procura pura” e “queda pura de procura” nunca são causas econômicas em si mesmos, mas são sempre resultados de algum induzimento. Podemos, grosseiramente falando, distinguir entre induzimentos a gastar da renda e induzimentos a receber renda. Parece ser importante levar em consideração que discrepâncias entre despesa nacional e “renda nacional a custo de fatores ex ante” podem surgir tanto de induzimentos a gastar (mais ou menos do que antes), quanto de induzimentos a receber (usualmente só mais do que antes). As variações da propensão a gastar, se não compensadas por forças antagônicas, induzem movimentos inflacionários e deflacionários pela direção financeira inflacionária e pelo amealhamento ou pela destruição de moeda, respectivamente. Aqui teremos possibilidades tanto de processo reversíveis quanto de processos irreversíveis. Mas variações autônomas do custo de fatores (pela propensão a receber) também podem ocorrer; por exemplo, através dos movimentos dos sindicatos por salários mais altos ou através dos movimentos de organizações agrícolas por margens de lucro mais altas. Êsses aumentos autônomos de custos de fatores só se podem efetuar com sucesso por desamealhamento ou criação de moeda do lado dos compradores dos fatores em causa, já que essas forças inflacionárias são de natureza “espontânea” (isto é, não são resultado de movimentos de preços inflacionários, mas constituem a condição necessária para êles no sentido acima definido).

Podemos assim distinguir entre o que tem sido muitas vezes chamado “um puxão de procura” e “um empurrão de custo” sôbre os preços; e, conformemente, entre “inflação de procura” (ou talvez melhor: “inflação de despesa” ou “inflação de finanças”), de um lado, e “inflação de custo”, de outro lado. Esta distinção se baseia nas diferenças quanto às causas judiciais do processo inflacionário apenas; pois que é claro que “a inflação do custo” só é possível na medida em que a “inflação da despesa” é provocada pela ação dos “fatores” em causa.

Contudo, êsses dois fenômenos têm características diferen-

tês quanto ao processo inflacionário envolvido. Um “puxão de procura inflacionário” pode ser reversível ou não. A “inflação do custo”, por outro lado, nunca é automaticamente reversível em circunstâncias presentes. A sua característica pode ser encontrada numa “escassês de moeda”; muitas vezes nós vemos inflação de salários, por exemplo, onde a expansão do volume de moeda se move lentamente atrás do movimento ascendente dos salários e dos preços e desamealhamento procedendo a extensão de empréstimos bancários. A “inflação de procura” é em muitas circunstâncias caracterizada por “abundância de moeda”. Só naqueles países em que a tradição levou a altos padrões de liquidez e em que a quota importada de despesa nacional é muito alta, a inflação de procura do setor privado se caracteriza muitas vezes por um volume declinante de moeda, o desamealhamento resultando num fluxo de moeda para outros países. (14).

As consequências destas distinções entre várias espécies de perturbações monetárias para a política financeira e monetária serão expostas mais tarde.

## 2 — Estabilidade financeira interna e externa.

No parágrafo 1, restringimos em quase todos os casos a análise ao equilíbrio monetário num sistema económico “fechado”, ou o que vem a dar na mesma — no mundo como um todo. É necessário, portanto, levar em conta as complicações que podem surgir da circunstância de que, no mundo atual, forças inflacionárias, aparecendo num país, podem ter efeitos em outros países.

Se nós considerarmos um sistema económico nacional como sendo composto de uma quantidade de “Lares” internos (lares-consumidores, lares-de-negócios, lares-de-governos centrais e locais), podemos falar de *equilíbrio monetário interno*, desde que forças inflacionárias (“procura pura”) e forças de-

---

(14) Num país como a Holanda, por exemplo, justifica-se ver os rápidos decréscimos do volume de moeda como sintomas de “inflação de procura,, e os rápidos acréscimos do volume de moeda como sintomas de “deflação de procura,,.

flacionárias — (“quedas puras de procura”) estão compensando exatamente umas as outras quanto às suas grandezas macroeconômicas.

Uma complicação surge do fato de que parte dos efeitos de forças inflacionárias e deflacionárias internas não está sendo, em primeira instância, sentida dentro do país em causa, mas fora dêle, ao passo que, simultâneamente, êsse país pode sofrer parte dos efeitos de forças inflacionárias e deflacionárias originadas fora dêle. Uma segunda complicação é devida ao fato de que agora nós temos de levar em conta movimentos de capital. Enquanto a análise se limitava a sistemas econômicos “fechados” apenas, os movimentos de capital podiam ser deixados de lado porque dentro de um sistema econômico os movimentos de capital — isto é, as trocas de moeda serviços por “títulos monetários” — se estão compensando sempre exatamente, também do ponto de vista monetário; os amealhamentos e os desamealhamentos na “circulação financeira” sendo sempre de natureza “espontânea”, do ponto de vista da procura pura e das quedas puras de procura (ver parágrafo 1, f). Contudo, os movimentos de internacionais de capital não podem ser considerados como se compensando uns aos outros do ponto de vista de um dos países em causa. É, portanto, necessário ter em considerações a procura e a oferta nacional de títulos monetários estrangeiros e a procura e a oferta estrangeira de títulos monetários nacionais.

O *equilíbrio monetário externo* pode ser identificado com o equilíbrio da balança *total* de pagamentos, incluindo transações de conta corrente do mesmo modo que transações de conta de capital; a balança total de pagamentos internacionais feita e recebida por um país é, então, igual à balança de todo o fluxo monetário através a fronteira. Essa balança é sempre, por definição, igual à variação da reserva de câmbio estrangeira líquida (incluindo a reserva ouro) do país; tôda posse interna de moeda estrangeira e de balanças com bancos estrangeiros tem de ser contada entre os ítems positivos da dita reserva, ao passo que tôda posse estrangeira de moeda nacional junto com tô-

das as balanças estrangeiras com bancos nacionais constituem os ítems negativos da reserva.

Pode-se compreender muito fàcilmente que o equilíbrio monetário interno, no sentido acima definido, não implica necessariamente o equilíbrio monetário externo.

Podemos imaginar, por exemplo, variações na procura em desfavor de mercadorias produzidas internamente e em favor de mercadorias estrangeiras, levando a um decréscimo da reserva de câmbio estrangeira, sem quaisquer ameahamentos, desamealhamentos, criação ou destruição de moeda dentro do país. Mas, quando em tais casos o equilíbrio monetário interno é mantido — equilíbrio que envolve um decréscimo simultâneo da renda nacional e da despesa nacional — os “efeitos de preços” e os “efeitos de renda” da variação da procura, bem conhecidos da teoria de comércio internacional, restaurarão automaticamente o equilíbrio da balança de pagamento (equilíbrio monetário externo). Os efeitos de renda pelo decréscimo de renda dos produtores no país em causa podem ser em parte contrabalançados pelo efeito de preços em outros mercados de exportação; desde que seja êste o caso, as adaptações necessárias são menores. Num sistema de taxas “livres” de câmbio, os efeitos de preços são acelerados através do movimento de taxas de câmbio. Raciocínio semelhante se aplica aos casos de variações da procura em favor de mercadorias produzidas internamente. Isto leva à conclusão de que, ao passo que o *equilíbrio monetário interno por si mesmo não envolve o equilíbrio monetário externo a cada momento, a manutenção do equilíbrio monetário interno assegura a estabilidade financeira externa num sentido mais largo*, isto é, uma situação em que a balança total de pagamentos só pode ser perturbada temporariamente, cada perturbação evocando fôrças que restauram o equilíbrio através de um processo de adaptações de breve curso.

Um desequilíbrio prolongado da balança de pagamentos só é concebível enquanto o equilíbrio monetário interno é perturbado. Um excesso duradouro de fôrças inflacionárias internas tende a causar um deficit prolongado da balança de pagamen-

tos, ao passo que um excesso de deflação interna tende a causar um saldo prolongado no fluxo de pagamentos internacionais.

Entretanto, devemos ter sempre em vista o fato de que a manutenção do equilíbrio monetário interno e externo num país nem sempre preservará êsse país de ser seriamente influenciado pelos *efeitos* de forças inflacionárias e deflacionárias do estrangeiro, mesmo sem qualquer perturbação das duas posições de equilíbrio há pouco mencionadas. Quando, por exemplo, a renda nacional é aumentada por forças inflacionárias estrangeiras, o equilíbrio interno e externo pode ser mantido por um processo de expansão simultânea da renda e da despesa nacional. É mesmo concebível haver equilíbrio monetário externo em todo o mundo, ao mesmo tempo que o equilíbrio monetário interno se ache perturbado em um ou mais países, o efeito, dessas perturbações se espalhando sobre outros países sem perturbações de balanças de pagamentos. Em tais situações, a pressão inflacionária é “exportada” por alguns países para outros países, êstes últimos se adaptando a um nível de preços aumentado e, assim, permitindo também que os países “inflantes” mantenham o seu equilíbrio interno. Do ponto de vista do mundo como um todo, nesse caso teórico pode haver uma séria perturbação do equilíbrio monetário, o efeito cumulativo do qual é acelerado mesmo pelos esforços de uma quantidade de países “inocentes” para manterem o seu equilíbrio monetário interno e externo. Êsse caso teórico pode ser útil, entretanto, para ilustrar muito claramente como o problema pode surgir: se é recomendável seguir uma política que vise ao equilíbrio monetário interno e externo em tôdas as circunstâncias e se não poderia ser mais sensato tentar manter o equilíbrio monetário mundial, reagindo sobre as forças inflacionárias e deflacionárias estrangeiras por meio de políticas deflacionárias e inflacionárias antagônicas, respectivamente. Êste problema será tratado no parágrafo seguinte.

Tenta-se às vezes introduzir a distinção entre “empurões” inflacionários e “puxões” inflacionários a êste respeito, considerando-se os aumentos dos preços de importação como

“empurrões externo”, do ponto de vista do país em causa, e encarando-se os aumentos dos preços de exportação como sintomas de “puxões externos”. É um pouco difícil manter esta terminologia em tôdas as circunstâncias, pois que êsses aumentos de preços podem resultar de “inflação de despesa” estrangeira (puxões de procura), tanto quanto de “inflação de custo” estrangeira (puxões de custo; ver parágrafo 1, f). Sobretudo nesses casos em que os aumentos dos preços de importação são — em parte ou inteiramente — devidos a um “puxão de procura interno” do país em causa, é, ao que parece, um pouco tolo usar a dita distinção. É importante ter em vista o fato de que, em casos de preços de importação ascendentes — ou por causa de “puxões estrangeiros, ou por causa de “empurrões” estrangeiros — o equilíbrio monetário interno e externo só se pode manter pela manutenção do mesmo nível anterior de despesa monetária nacional (a despesa em termos reais sendo reduzida através de aumentos de preços), ao passo que, em casos de preços de exportação ascendentes, a manutenção do equilíbrio monetário interno e externo requer uma expansão de despesa monetária nacional.

Concluindo esta breve revista dos aspectos “externos” do equilíbrio monetário e da estabilidade financeira, parece útil traduzir as condições de equilíbrio para um sistema econômico “aberto” em termos de renda e despesa nacional. A fórmula aproximativa do equilíbrio monetário, elaborada acima, pode ser reafirmada da seguinte maneira: *Despesa nacional = Produto nacional a custo de fatores ex ante mais importação de capital líquida*, ou enfim: *Despesa Nacional = recursos nacionais a custo de fatores ex ante* (recursos abrangendo a importação de capital líquida, o qual ítem pode ser negativo.) Parece necessário acentuar o caráter “ex ante” de parte desta fórmula novamente porque, às vezes, parece que é tentador ver as balanças de pagamentos como os únicos sintomas de fôrças inflacionárias e deflacionárias, a diferença “ex post” entre a despesa nacional e os recursos nacionais sendo sempre idêntica, por definição, ao saldo ou deficit da balança de pagamentos para o período em revista. Isso levaria à conclusão absurda de que um

sistema econômico “fechado” estaria sempre em equilíbrio monetário. Temos de ter sempre em vista o fato de que as estatísticas de balanças de pagamentos só podem registrar a parte “externa” das perturbações monetárias e são mesmo, algumas vezes, capazes de levar a conclusões erradas a êste respeito porque é concebível —conforme se mostrou já — que em algumas circunstâncias o equilíbrio monetário, no sentido mais restrito da palavra, se mantenha, enquanto há algum deficit ou saldo na balança de pagamentos. Tudo que se pode dizer a êste propósito é que uma perturbação *prolongada* da balança de pagamento de um país é *um* dos sintomas de falta de estabilidade financeira. Durante períodos de transição de uma posição de equilíbrio para outra (num nível mais alto ou mais baixo de oferta de moeda e de balanças em dinheiro), a balança de pagamentos pode ser temporariamente perturbada com manutenção do equilíbrio monetário interno .

É talvez supérfluo acrescentar que os chamados “créditos” entre os bancos e instituições semelhantes (por exemplo, também “créditos” E. P. U) não são elementos de importações de capital e de exportações de capital no sentido da fórmula supra; êles consistem apenas em trocas de uma espécie de moeda por outra espécie de moeda e são parte dos itens oscilantes das balanças de pagamento.

Como conclusão geral dêste parágrafo, pode-se afirmar que *a estabilidade financeira interna é condição suficiente para a estabilidade financeira externa do país em causa*. Não obstante isto, um país com estabilidade financeira interna e externa pode sofrer efeitos danosos de uma falta de estabilidade financeiras no mundo exterior.

### 3 — Estabilidade financeira como alvo de política econômica

A manutenção da estabilidade financeira é uma questão da mais alta ordem do ponto de vista social. A injustiça social resultante de uma prolongada pressão para cima sôbre os preços, evocada pela inflação (muitas vezes chamada a mais injusta espécie de “taxação”) é geralmente conhecida. Não devemos confinar êste modo de ver aos súbitos aumentos de preços; te-

mos de ter em vista os perigos de uma “inflação rasteira” também. Um aumento de preços de, por exemplo, 1% por ano pode ter efeitos sérios, socialmente indesejáveis sobre a posição daquelas pessoas que são obrigadas a futuros pagamentos por conta de contratos a longo termo (seguros de vida, pensões, etc.) Principalmente depois da crise mundial de 1930, todos nós estamos igualmente atentos às perturbações sociais resultantes de pressões deflacionárias fortes. A manutenção do pleno emprego através de um processo de forte deflação só é concebível debaixo de pressupostos, a bem dizer, estranhos, teóricos; no mundo como ele é, todo movimento forte de “quedas puras de procura” evocará por via dos seus efeitos sobre a procura efetiva total — o desemprego involuntário através de um processo cumulativo de contração. De outro lado, em muitos países, os movimentos inflacionários podem ter sérias influências sobre o nível de emprego também. Em todos esses países onde a quota importada de consumo nacional e de investimento nacional é mais alta do que baixa, toda inflação de dentro do país tenderá a evocar sérias perturbações da balança de pagamentos, obrigando a restrições de importação que podem, em breve prazo, diminuir a oferta regular de matérias-primas e mercados de equipamentos; os gargalos resultantes na produção podem levar então ao desemprego “estrutural”.

Do ponto de vista social, a manutenção da estabilidade financeira é de igual importância do pleno-emprego. Isso foi provavelmente o que Keynes tinha em mente, quando identificou o equilíbrio monetária com um estado de negócios caracterizado pelo pleno-emprego, assim distinguindo entre pleno-emprego no sentido mais restrito da palavra e “super-pleno-emprego”, que se mantém somente por meio da pressão inflacionária. É de lamentar, portanto, que muitos “Keynesianos”, ao lidarem com assuntos de política e economia, tenham dado a prioridade do pleno-emprego no sentido mais amplo da palavra sobre a estabilidade financeira, talvez muitas vezes por motivos que levaram à escolha da via de menor resistência. Uma distinção clara entre aspectos “financeiros” e de emprego da dinâmica econômica conforme se defende neste trabalho pode ser útil no

esclarecimento dos espíritos a êste respeito. Não é demais repetir muitas vezes que o pleno-emprego e a estabilidade financeira são da mesma alta ordem como alvos da política econômica. A realização e a manutenção simultânea do pleno-emprego e da estabilidade financeira têm de ser vistos como objetivo principal da política econômica, do ponto de vista social.

As considerações mais gerais quanto a política econômica que podem derivar do ponto de vista social são as de que os governos se devem guiar pelas seguintes regras.

1 — Desde que haja escolha entre vários métodos para atingir a estabilidade financeira, é necessário escolher o método que assegure o equilíbrio monetário do mais alto possível nível de emprego.

2 — Desde que haja escolha entre vários métodos para atingir o pleno-emprego, é necessário escolher o método que assegure o pleno emprego no mais estável nível equilíbrio monetário.

As principais dificuldades que os governos tem de encontrar na busca desse duplo alvo podem ser enumeradas conforme se segue:

1 — É necessário distinguir entre perturbações automaticamente *reversíveis* e *irreversíveis* do equilíbrio monetário porque movimentos reversíveis nem sempre implicam ameaças de perturbações da estabilidade financeira. A principal dificuldade a êste respeito provém da circunstância de que, às vezes, perturbações que são automaticamente reversíveis por si mesmas, podem evocar outras perturbações que não sejam reversíveis absolutamente. Um exemplo claro pode-se achar no caso de movimentos inflacionários induzidos pelo extra-estocamento baseado no receio da escassês ou em considerações especulativas apenas. Por si mesmos, êsses movimentos podem muitas vezes ser de caráter automaticamente reversível, conforme se mostrou acima (parágrafo 1, f.). Mas, desde que os resultantes aumentos de preços evoquem movimentos para cima dos salários, êsse pe-

rigo sendo mais sério naqueles casos em que o desastroso sistema de (salários índices), é praticado, o "puxão de procura" automaticamente reversível induz um "empurrão do custo" inflacionário, que quasi nunca é reversível. Além disso, pode haver outras razões para que os governos tentem deter movimentos automaticamente reversíveis numa fase precoce; por exemplo, em países em que uma pequena reserva de ouro e câmbio estrangeiro põem limite ao processo de financiar estoque.

2 — Para alcançar o mais estável nível de estabilidade financeira, é necessário dar prioridade às ações de eliminação das forças perturbadoras acima de ações compensadoras. O equilíbrio monetário é caracterizado pela neutralização de forças inflacionárias e deflacionárias antagônicas. O mais alto grau de estabilidade é alcançado quando o nível dessas forças antagônicas é o mais baixo possível. Isso implica que o governo têm de tentar eliminar as forças inflacionárias e deflacionárias, antes de tentar compensá-las. É útil distinguir a este respeito entre *forças mais ou menos facilmente "controláveis"*. O volume de criação de moeda pode, por exemplo ser mais facilmente controlado do que o volume de desamealhamentos em certo período. Quando, portanto, num processo de deflação, grande quantidade de moeda inativa tiver sido acumulada em economias, a primeira coisa que o governo tem a fazer é tentar ativar tanto dessas economias quanto possível, pela emissão de apólices do governo, por exemplo — antes de recorrer à criação de moeda. — Deste modo, os governos devem fazer o máximo que puderem para impedir um processo "autônomo" de gasto das economias numa fase posterior, quando a atividade dos negócios tiver sido estimulada pela criação de moeda e quando fôr muito difícil deter a influência de forças inflacionárias compensadoras no momento em que o equilíbrio haja sido alcançado. Neutralizando a influência de amealhamentos diretamente pelo desamealhamento da mesma moeda, deve ser possível atingir o mais estável nível de estabilidade financeira — o mais baixo nível de forças antagônicas — que pode ser atingido em dadas circunstâncias. Ao passo que de um ponto de vista analítico "mecânico", apenas a criação de moeda e o desamealhamento

são equivalentes quanto ao seu efeito monetário imediato, êsses dois fenômenos não são absolutamente equivalentes do ponto de vista de controle do govêrno.

3 — Uma das mais sérias dificuldades para uma política que vise à estabilidade financeira resulta do fato de que nem sempre é fácil discernir a natureza dos movimentos de procura, oferta e crises, que se originam no estrangeiro. Conforme ficará claro do que foi dito no parágrafo 2 dêste trabalho, as variações internacionais de natureza “real”, tais como, por exemplo, variações de procura, não justificam qualquer afastamento do princípio estrito da manutenção da estabilidade financeira interna e externa. Mas, desde que um sistema econômico nacional é influenciado por fôrças inflacionárias e deflacionárias estrangeiras, um sério problema vem ao primeiro plano, conforme se mostrou no parágrafo 2. Quando, em tais casos, o país em causa consegue manter o seu equilíbrio monetário interno e externo, isso envolve a “importação” de pressões monetárias para cima e para baixo sôbre os preços, as quais podem ter sérias consequências para o valor da moeda, de um lado, e para o nível de emprêgo, de outro lado. Dum ponto de vista “universal”, muito poderia ser dito em favor de uma política que visasse à compensação de ações inflacionárias e deflacionárias estrangeiras, respectivamente. Mas isso não poderia ser feito por cada país agindo independentemente. Desde que, por exemplo, um país tente reagir sôbre a deflação estrangeira de procura por uma política inflacionária autônoma sem ter qualquer garantia de ações semelhantes do lado dos seus mais importantes parceiros em comércio internacional, êle se arriscará, em breve prazo, à perda da maior parte — ou mesmo tôda — de suas reservas cambiais estrangeiras. Em circunstâncias semelhantes, a reação sôbre fôrças inflacionárias estrangeiras por meio de uma deflação interna envolveria sérios riscos quanto ao nível de emprêgo.

Por motivos semelhantes, adaptações através de variações das taxas de câmbio encontram muitas dificuldades. É verdade que num caso em que um país esteja, por exemplo, inflamando a sua moeda, será necessário, em algum tempo, depreciar essa

moeda, quando o processo inflacionário se tiver apresentado como de caráter irreversível. Mas essa depreciação (desvalorização) tem então de ser efetuada ou pelo país "inflacionário" em causa, ou pelo grupo inteiro dos seus parceiros. Um só país dentro desse grupo não pode correr os riscos envolvidos numa apreciação da sua própria moeda, a qual significa uma apreciação não só quanto ao país inflacionário, mas quanto a todos os seus parceiros. Um sistema de taxas de câmbio completamente livres entre todos os países poderia ter algumas vantagens pelo isolamento de cada país, em alguma extensão, das forças inflacionárias e deflacionárias originadas no estrangeiro. Contudo, tal sistema tende a ser repellido, principalmente em vista do argumento de que êle removeria uma das mais poderosas forças que agem contra as políticas inflacionárias internas em muitos países; enquanto as taxas de câmbio são fixadas num nível estável, toda política inflacionária é "punida" muito depressa por um fluxo para fora das reservas cambiais estrangeiras. A influência benéfica dessa "punição" seria altamente debilitada sob um regime de taxas de câmbio livres.

A única solução satisfatória para este problema da manutenção internacional da estabilidade financeira poderia ser encontrada numa ação concreta sistemática pela coordenação internacional da política econômica. Dado um alto grau de interdependência econômica entre quase todos os países do mundo, nenhum país individual se pode isolar completamente de influências danosas de forças inflacionárias e deflacionárias estrangeiras. A única solução razoável pode, assim, ser o estabelecimento dum sistema coordenado de política financeira, visando à compensação de todas as forças inflacionárias e deflacionárias, logo que elas se manifestem, e recorrendo-se a alterações das taxas de câmbio somente quando não tiver sido possível contrabalançar uma força inflacionária ou deflacionária que se tenha apresentado como de natureza irreversível.

Atualmente, para cada país individual, a melhor coisa a fazer é aderir ao princípio estrito da estabilidade financeira interna e externa. O afastamento do equilíbrio monetário interno só se justifica quando forças automaticamente reversíveis

estão em cena e quando ações compensadoras envolvem movimentos inflacionários ou deflacionários temporários, visando à restauração do equilíbrio monetário em seu nível anterior, dentro do mais curto tempo possível.

4 — Instrumentos de uma política que vise a estabilidade financeira.

Conforme ficará claro do que foi dito no parágrafo 3, as características essenciais de uma política que vise à estabilidade financeira interna e externa devem consistir em:

a) — esforços para *neutralizar* forças inflacionárias e deflacionárias pela *eliminação dessas* próprias forças;

b) — esforços para *compensar* — no mais restrito sentido da palavra — os efeitos de forças inflacionárias e deflacionárias, sempre que a eliminação dessas forças se tiver apresentado como impossível.

Só uma “política neutralizadora” pode alcançar a raiz do problema; é só a falta de sucesso completo desta forma de política que justifica uma “política compensatória”, no sentido acima definido.

As forças inflacionárias e deflacionárias emanam de desejos de gastar mais ou menos dinheiro do que aquele que se tornou aproveitável. Um desejo de gastar mais dinheiro do que é aproveitável pode ter a sua origem do lado dos gastadores tanto quanto do lado dos recebedores de renda. Desde que os recebedores de renda estejam, por meio de uma ação concertada, forçando os gastadores a recorrer a meios inflacionários de financiamento, um contrôle direto dessas ações é o instrumento mais apropriado de política anti-inflacionária. Isso é principalmente importante relativamente a movimentos de sindicatos por salários mais altos, que não podem ser pagos plenamente através de um processo de redistribuição de renda entre empregadores e empregados. Agora que em quase todos os países “a livre competição” no mercado de trabalho se tornou uma qui-

mera, os salários sendo fixados por meio de barganha coletiva apenas, um *contrôle direto dos salários* pelo govêrno se tornou elemento necessário e importante de uma política “neutralizadora”, visando à estabilidade financeira (e ao mesmo tempo elemento importante de política de emprêgo).

Quando fôrças inflacionárias estão emanando do lado dos gastadores, a *política bancária* pode ter uma influência neutralizadora em alguma extensão, em parte através da influência indireta de alterações nas condições de crédito (*política de juros*), em parte também através da influência mais direta de *acionamento de crédito*. Experiências recentes mostraram que o instrumento “clássico” do banco central, isto é, a política de descontos, pode ser de maior importância prática do que foi muitas vezes admitido em teoria econômica. Pode ser verdade que, em muitos casos — principalmente em casos de estocamentos especulativos — a influência de taxas de juros sôbre a *procura* de crédito é, pode-se dizer, pequena; de outro lado, nunca se deve perder de vista que aumentos das taxas oficiais de desconto podem ter importantes efeitos sôbre a *oferta* de crédito, êsses aumentos sendo interpostos pelo sistema bancário inteiro como sinais de aviso, induzindo então a recorrer a alguma forma de *acionamento de crédito*. Mas o efeito neutralizador dessas formas de *política monetária* não é, em muitos casos, adequado diante das perturbações da estabilidade financeira através de fôrças inflacionárias. Sobretudo, os desamealhamentos de moeda não podem ser neutralizados pela política monetária. A única forma possível de neutralização se tem de achar na destruição da própria moeda, tarefa que só pode ser realizada pelo govêrno, aparecendo assim em cena a *política fiscal*.

A origem do desejo de gastar menos dinheiro do que é aproveitável, geralmente falando, só se encontrará do lado dos gastadores. Aqui podemos fazer a mesma distinção que antes entre política monetária e política financeira, mas a importância relativa da política (financeira) governamental é geralmente maior em casos de deflação do que em casos de inflação. A razão para isso é que é muito mais fácil freiar gastos pelo cré-

dito bancário do que estimular gastos através de medidas que façam o crédito mais atraente. Os governos não têm só o poder de acrescentar um ímpeto importante através da diminuição da taxa de impostos, mas podem também diretamente aumentar a corrente de moeda através da própria despesa deles. Dando prioridade a uma política de forças deflacionárias neutralizadoras, antes de recorrer ao financiamento compensatório, os governos terão de financiar os seus deficits, em primeiro lugar, através da emissão de bonus, ativando os amealhamentos — conforme já se mostrou no parágrafo 3 — e, em segundo lugar, através da expansão do volume de moeda somente.

Do que foi dito no parágrafo 3, resulta que, no curso das ações que visam a compensar tanto quanto possível os efeitos de forças inflacionárias e deflacionárias originadas fora do país, o instrumento da *política autônoma de taxa de câmbio* pode ter apenas importância limitada. Uma *base contratual internacional* é necessária, garantindo a coordenação internacional das políticas monetária e financeira. Contudo, adaptações autônomas da taxa de câmbio podem ser de alguma importância como meio de atingir o equilíbrio monetário interno e externo num nível apropriado de emprêgo. Desde que se veja que a estabilidade financeira só é, no nível dado de taxas de câmbio, possível em um equilíbrio de sub-emprêgo, a política de taxas de câmbio é o instrumento mais conveniente, do ponto de vista do emprêgo. De outro lado, a política de taxas de câmbio pode também ser útil até certo ponto no curso de esforços para isolar um sistema econômico de influências inflacionárias pesadas provenientes do estrangeiro.

Do que se disse acima, ficará claro que, do ponto de vista de um país individual, os instrumentos para chegar à estabilidade financeira podem ser classificados em quatro pontos:

- 1 — política do sistema bancário;
- 2 — política financeira do governo;
- 3 — controle direto de forças subjacentes;
- 4 — política de taxa de câmbio.

Os contrôles diretos podem ser de importância fundamental somente no curso de ataques a empurrões de custo. Em casos de puxões de procura (inflação e deflação de despesa), os contrôles, sob a forma de racionamento, controle de preços, restrições de importações e restrições de comércio exterior, só podem ter o efeito de substituir os esforços monetários potenciais e esforços monetários reais. Cada aumento dos contrôles diretos só pode reforçar os esforços monetários potenciais, procurando saídas em transações ilegais (câmbio negro, etc.). Eles só se podem justificar como medidas de emergência em casos de esforços pesados repentinos, tais como os que são causados por uma guerra que rebenta, quando as ações neutralizadoras e compensatórias têm influência demasiado lenta. Mas, para manter a estabilidade financeira nesses casos, os contrôles têm de ser seguidos por medidas na esfera da política financeira e monetário (“purgações monetárias”), em algum tempo.

De outro lado, empurrões de custo só podem ser atacados eficazmente por meio de contrôles diretos, principalmente sob a forma de política de salários. Nunca vimos exemplos de inflações de salários serem suprimidas com sucesso através de política monetária e financeira, que visasse obter o dinheiro necessário ao financiamento de salários mais altos. A explicação pode-se encontrar na circunstância de que as inflações de salários induzem, antes de mais nada, pesadas drenagens sobre as reservas líquidas dos empregadores, após o que eles recorrem a créditos bancários; a esse passo os bancos têm de acompanhar, afim de evitar sérias perturbações de todo o sistema econômico.

Assim, conclui-se que a principal tarefa das finanças públicas, na asseguuração da estabilidade financeira, está situada no campo da neutralização e da compensação da “inflação de procura” e da “deflação de procura”.

## II — FINANÇAS PÚBLICAS COMO INSTRUMENTO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA

### *Observações gerais*

Este capítulo se limitará a uma visão geral do campo da

análise apenas; explorações mais detalhadas serão elaboradas em outros trabalhos.

Vimos no capítulo I, que a principal tarefa de uma política que vise à estabilidade financeira é assegurar o mais estável nível de equilíbrio monetário — isto é, o mais baixo nível possível de forças inflacionárias e deflacionárias antagônicas, no qual aquelas forças perturbadoras que são menos fáceis de manter sob controle sejam eliminadas tanto quanto possível — de um lado; junto com o mais alto nível possível de emprego, de outro lado. A "neutralização" de forças perturbadoras pela eliminação daquelas próprias forças se deve sempre preferir à "compensação" por forças antagônicas. Contudo, a neutralização não é sempre possível em extensão suficiente. Sobretudo os amealhamentos e desamealhamentos — que são menos facilmente mantidos sob controle do que a criação de moeda — nem sempre podem ser eliminados tanto quanto é de desejar. Assim, em muitos casos, há também lugar para medidas compensadoras.

Mostrou-se também, no capítulo anterior, que o papel ativo das finanças públicas com respeito à estabilidade financeira é principalmente limitado ao campo de "inflações de procura" e "deflações de procura", enquanto "empurrões de custo" ("inflação de custo"), induzidos por aumentos autônomos de custos de produção, em quase todos os casos não podem ser eliminados ou compensados eficazmente por medidas na esfera das finanças públicas. Entretanto, devemos ter sempre em vista o fato de que "empurrões de custo" podem levar a um desenvolvimento inflacionário geral através da ação de "puxões de procura" induzidos; portanto, as finanças públicas podem representar um papel na prevenção de efeitos inflacionários *secundários* de "empurrões de custo", pela restrição da expansão monetária àqueles aumentos de balanças em dinheiro que são a inevitável consequência do efeito primário de empurrões de custo, uma vez que esses empurrões não possam ser eliminados por controles de salários diretos ou medidas diretas semelhantes.

Geralmente falando, as finanças públicas não têm tarefas

separadas importantes quanto à estabilidade financeira externa, enquanto se considera a política nacional autônoma. A manutenção da estabilidade financeira interna garantirá a estabilidade financeira externa ao mesmo tempo. Entretanto a estabilidade financeira interna e externa num certo país não pode preservar plenamente êsse país da “importação” de efeitos inflacionários e deflacionários de origem estrangeira. Reações autônomas pelo dito país, através de políticas financeira e monetária compensatórias internas, tanto quanto por alterações da sua taxa de câmbio, são possíveis dentro apenas de limites mais estreitos do que largos, em vista dos riscos quanto ao nível de emprêgo do país. Só a coordenação internacional da política monetária e financeira sôbre uma base contratual pode dar solução satisfatória a êste problema.

Enquanto o sistema econômico de um país se está gradualmente expandindo, a estabilidade financeira exige um aumento gradual do volume de moeda, de acôrdo com o aumento da necessidade de balanças em dinheiro. A estabilidade financeira exige algo mais, contudo, do que sómente uma sutil adaptação da oferta de moeda à procura de balanças em dinheiro, adaptação que pode, principalmente, ser realizada através de um sistema bancário elástico. A posse de “reservas líquidas” não consiste apenas em moeda e balanças bancárias, mas também em ativos com “grau de liquidez” variável, que vai desde várias espécies de “nearmoneys” (por exemplo, papel do tesouro a curto prazo) até apólices de longo prazo. A estabilidade financeira — envolvendo a ausência de grandes e perturbadoras “monetizações” e “desmonetizações” de ativos — exige, portanto, também uma adaptação gradual da oferta dessas várias espécies de ativos às necessidades das várias categorias de possuidores. A êste respeito, a *administração da dívida* pelo governo pode representar papel importante na asseguuração da estabilidade financeira. O governo tem a difícil tarefa de discernir o padrão “normal” de longo curso da posse de ativos, afim de poder lançar as suas várias formas de empréstimos a curto prazo e a longo prazo, de tal maneira que a estabilidade mais alta possível dessa posse seja garantida. Não adianta visar a uma

adaptação instantânea da oferta de ativos a tôdas as necessidades instantâneas. Quando por exemplo, uma necessidade de ativos a curto prazo parece ser de natureza temporária apenas — os possuidores pretendendo separar-se dêles dentro de breve tempo em tão grande escala que o govêrno ou o sistema bancário pode ser obrigado a criar moeda para o financiamento de gastos — a direção financeira governamental, através da emissão de papel do tesouro a curto prazo, pode ser uma experiência monetária perigosa, envolvendo uma pressão inflacionária potencial. É só o padrão de longo curso da posse de ativos, portanto, que tem de ser decisivo para a administração governamental da dívida.

Entretanto, há um desenvolvimento estrutural, em quase todos os países “modernos”, que pode ser fonte de dificuldades para as finanças públicas, não só do ponto de vista “estrutural” de longo termo quanto à administração da dívida, mas também do ponto de vista de desenvolvimento e perturbações “cíclicas” de curto prazo: o crescimento firme do “investimento institucional” por companhias de seguros de vida, fundo para pensões, fundos de seguro social, etc. Enquanto o receio dos “Keynesianos” quanto à ocorrência de sérios desequilíbrios entre economias e investimentos só em parte se justifica com referência à esfera de investimentos de negócios — êsses investimentos sendo financiados em quase todos os países em grande expansão através de “direção financeira interna”, onde ainda há uma relação direta importante entre economias de negócios e investimentos de negócios — sérias discrepâncias podem, sobretudo, surgir na esfera do investimento institucional. Os “Keynesianos” mostraram claramente que o mecanismo do mercado de capital, atuando através alterações do nível das taxas de juros, não pode garantir uma adaptação sutil de investimentos a economias. Principalmente em situações estruturais, onde o trabalho é relativamente escasso quando comparado à oferta de bens de capital, a propensão para investir muitas vezes será deprimida, como resultado de uma taxa muito pequena de aumento da procura de consumo. O sub-investimento e o sub-consumo em relação à oferta de bens de investimento e à despe-

sa pairam atrás da renda nacional a custo de fatores *ex ante* (sub-gasto). O amealhamento se tornará então mais manifesto na esfera do investimento institucional, onde mais ativos são procurados pelos investidores do que oferecidos em vista do financiamento do novo investimento. Essa ameaça deflacionária é muito menos importante em situações estruturais, nas quais os bens de capital são relativamente escassos em comparação com a oferta de trabalho. Em tais situações, a propensão para investir muitas vezes será muito forte, sob a influência estimulante de uma rápida expansão da procura de consumo. O super-investimento e o super-consumo em relação à oferta de bens de investimento e de bens de consumo tendem a resultar num processo em que a despesa monetária nacional — financiada em uma extensão crescente por meio de crédito de investimento e de crédito de consumo, ampliados pelo sistema bancário — exceda a renda nacional a custo de fatores *ex ante*. Nessas circunstâncias, a ameaça deflacionária do lado dos investidores institucionais é menor, certamente. As forças inflacionárias tendem a ser predominantes; contudo, o volume de economias institucionais se tornou tão grande em muitos países, que mesmo nessas situações estruturais, caracterizadas pela escassês de bens de capital, a ameaça da deflação do lado do investimento institucional se pode manifestar em algumas fases do desenvolvimento.

Este aspecto do crescimento do investimento institucional tem de ter duas consequências para as finanças públicas. Em primeiro lugar, é de grande importância que o governo se abstenha de aumentar o campo do investimento institucional pelo estabelecimento de *fundos* de seguro social, no mais restrito sentido da palavra, isto é, fundos que têm de ser investidos. O seguro social tem de ser financiado por meio de sistema de aportes anuais de prêmios ou por meio de taxas, evitando acumulações de economias, que devem ser investidas. Esses métodos de financiamento não sendo apropriados para a esfera do seguro privado de longo prazo e dos fundos de pensão privadas, o governo tem ainda de executar uma segunda tarefa a este respeito. O governo tem de traçar a sua política de empréstimo de

tal forma que absorva todos os saldos de economias que se acumulam na esfera do investimento institucional privado. Isto significa que o govêrno tem de financiar, pelo menos, aquela parte da despesa pública que é igual à acumulação de "economias de excesso" com investidores institucionais, através do lançamento de empréstimos, atraentes para êsses investidores. Entretanto, aqui outro problema vem ao primeiro plano. Num estado de estabilidade financeira, o volume da despesa governamental sendo dado, todo aumento do volume de empréstimos governamentais para a absorção de economias de excesso envolve, ao mesmo tempo, um decréscimo de receitas de impostos, através do abaixamento das taxas de impostos, que pode estimular a propensão para investir e para consumir. O govêrno, portanto, tem a difícil tarefa de visar a algum "nível ótimo" de financiamento por empréstimos, no qual o efeito agregado da ativação de "economias institucionais" e da estimulação da despesa privada é exatamente suficiente para manter a estabilidade financeira.

Devemos ter em vista o fato de que a política financeira acima defendida é fundamentalmente oposta a uma "política de moeda barata" como meio de combater a deflação. Logo que a deflação se tiver manifestado, o lançamento de empréstimos a longo prazo a investidores institucionais só pode forçar uma influência de pressão ascendente sôbre a taxa de juros no mercado de capital.

Outro aspecto do desenvolvimento de longo prazo que deve ser tido em consideração pode ser encontrado no desenvolvimento do orçamento do govêrno. Cada expansão gradual da renda nacional resulta em uma expansão do volume de receitas de impostos. A manutenção da estabilidade financeira exige, portanto, uma reação rápida constante do govêrno sôbre o aumento das suas receitas, ou através do volume da sua despesa, ou através da altura das suas tarifas de impostos.

Quanto a influências de curto prazo que perturbam a estabilidade financeira, podemos fazer uma distinção entre:

1 — *Acontecimentos súbitos e inesperados*, criando necessidades de meios extraordinários de finanças (ameaças de guerra, terremotos, inundações, etc.). O meio mais próprio de finanças, em tais circunstâncias, tem de ser encontrado em cortes da despesa existente. Quando êsse caminho está barrado — a maior parte da despesa pública sendo de natureza “adesiva” ou “consolidada” em quase todos os países — tem-se de confiar na taxaço até que o nível de taxaço tenda a alcançar a altura em que o efeito líquido da taxaço e da despesa, tomados juntamente, tenda a se tornar deflacionário. O restante das necessidades financeiras tem de ser coberto por empréstimos a longo prazo. É importante limitar o lançamento de empréstimos para êsses fins tanto quanto possível, porque êsses lançamentos envolvem um aumento do volume de ativos “líquidos” na comunidade numa situação não-deflacionária e assim criam um perigo de influências inflacionárias de “monetização” de empréstimos em fases posteriores do desenvolvimento. Empréstimos a longo prazo são preferíveis porque para empréstimos a longo prazo o perigo da monetização futura é pequeníssimo em vista do risco de uma queda de preços. Por outro lado, o govêrno tem de ter em vista constantemente o perigo de efeitos deflacionários líquidos de uma taxaço pesada, tanto no campo dos investimentos, como no campo do consumo. Quando a propensão para investir é fortemente entravada pela taxaço, é até concebível que, em certas circunstâncias, a taxaço resulte em maior “carga sôbre o futuro” do que o financiamento por empréstimos. Também dêste ponto de vista, portanto, o govêrno tem de visar a algum nível “ótimo” de taxaço, de um lado, e financiamento por empréstimos, de outro lado. Em todos os casos em que cortes da despesa civil são necessários, é importante, além disso, do ponto de vista da estabilidade financeira, levar em consideração a relação “normal” entre o volume de consumo e o volume de investimento. Quando essa relação é desprezada, efeitos deflacionários líquidos podem ser causados tanto por um corte de investimento relativamente pesado demais quanto por um corte de consumo relativamente pesado demais. (Essa relação normal entre consumo e investimento foi, por exemplo, levada conscientemente em consideração pelo govêrno holandês, quan-

do traçou o seu programa monetário e financeiro em março de 1951, em vista do financiamento de um programa militar de cinco anos: o govêrno conseguiu cortar o consumo civil e o investimento civil numa relação de cêrca de 5 para 1, conforme se pretendia).

## 2 — *Movimentos cíclicos no desenvolvimento econômico.*

Não nos precisamos preocupar com o caráter “cíclico” puro da alternacão de períodos de prosperidade e depressão. Ao passo que podemos admitir que todo o período de “super-gasto” — no sentido supra-definido — levará, em algum tempo, a um “ponto cíclico superior” com o caráter de uma crise, é muito duvidoso se todo processo de “sub-gasto” deve levar a um “ponto crucial inferior”, no sentido da teoria “clássica” do ciclo de negócios. Proporcionalmente depois da elaboracão da teoria de Keynes do “equilíbrio de sub-emprêgo” — sendo a consequência de um processo de contracão da despesa nacional e da renda nacional — nós podemos indagar de nós mesmos se é realístico, mesmo em pura teoria, admitir um ciclo no sentido “clássico”, isto é, um ciclo que pode ser explicado inteiramente em termos de fôrças “endógenas”. Êste aspeto só tem importância por que torna claro que, em quase todos os casos, um processo de concentraçãõ só pode ser invertido por meio de alguma fôrça “exógena”, principalmente a influênciã das finanças públicas.

Ê de mais importância ter em vista o caráter cumulativo de muitas fôrças inflacionárias e deflacionárias. Quando essas fôrças parecem, na verdade, ser cumulativas sòmente e não automaticamente reversíveis, as finanças públicas têm de vir à cena, afim de “neutralizar” ou “compensar” as fôrças perturbadoras. O que se deve visar — conforme se mostrou antes — é o nível de equilíbrio mais baixo de fôrças inflacionárias e deflacionárias antagônicas, juntamente com o mais alto possível nível de emprêgo (deixando lugar para uma percentagem pequena, necessária, de desempregõ “friccional”, uma percentagem que não se pode fixar para tôdas as circunstâncias porque ela pode flutuar com variações estruturais, sendo, por exemplo,

mais alta durante transições de uma “economia de guerra” para uma “economia de paz” do que em outras corcunstâncias).

A política financeira e a política de emprêgo podem e devem ir lado a lado. Só de um ponto de vista teórico puro é possível imaginar contrações e expansões do emprêgo abaixo do ponto do pleno-emprêgo, sem movimentos deflacionários e inflacionários, como pode ser o caso num “sistema econômico de barganha” (ver capítulo I, 1). No mundo como êle é, todo movimento deflacionário envolve descrêscimos de emprêgo porque “quedas puras de procura” envolvem decréscimos de procura efetiva agregada; tôda a moderna teoria da macro-economia tem mostrado claramente que, no mundo de hoje, os decréscimos de procura efetiva agregada causam decréscimos de emprêgo. Por outro lado, todo decréscimo de emprêgo tende a diminuir a propensão para investir por sua vez, assim causando “quedas puras de procura”, etc. O processo de contração do emprêgo e deflação continua até que o “fundo” do nível de gastos é alcançado num equilíbrio de sub-emprêgo, no qual a necessidade diminuída de balanças em dinheiro para fins de transação na esfera do consumo e do investimento é satisfeita num nível diminuído de oferta de moeda, a liquidez de excesso ainda predominando na esfera do investimento institucional, onde as taxas de juros atingem também o seu “fundo”. Iterações semelhantes entre fôrças inflacionárias e aumentos de emprêgo podem ser notadas nos casos opostos.

Contudo, permanece altamente importante distinguir entre os aspetos “monetários” e os aspetos de emprêgo das expansões e das contrações. Só dêste modo se pode esclarecer a significação da diferença entre medidas “neutralizadoras” e “compensadoras”; e só dêste modo se pode também compreender que o equilíbrio monetário é concebível em vários níveis de emprêgo.

A preferência para medidas “neutralizadoras” — defendidas acima — implica que movimentos inflacionários têm de ser atacados, em primeiro lugar, pela destruição das próprias fôrças inflacionárias, quando isso parece ser possível, isto é, pela

taxação da moeda que está ameaçando a estabilidade financeira. A destinação dessa moeda, acumulada pelo govêrno, não nos oferece qualquer problema sério porque as cobranças de impostos automaticamente envolvem o resgate de empréstimos com o sistema bancário (o sistema bancário privado, quando se têm em vista balanças bancárias, o banco central quando se têm em vista notas de banco; os aumentos da balança do govêrno com o banco central são do mesmo caráter que as diminuições dos seus débitos ao banco central).

Movimentos deflacionários têm de ser compensados por baixamentos das taxas de impostos, o deficit — aumentado — do govêrno sendo financiado por apólices a longo prazo lançadas a investidores institucionais pelas razões acima dadas. Desta forma, as economias são ativadas através das finanças públicas. Só quando as manipulações com impostos parecem ser insuficientes — como pode ser frequêntemente o caso, quando o govêrno não tiver reagido prontamente sôbre movimentos inflacionários e deflacionários — as manipulações com a despesa governamental pode vir à cena, do ponto de vista da estabilidade financeira.

Do que foi dito, ficará claro que desvios temporários do equilíbrio monetário são admissíveis no curso de ações “neutralizadoras” e “compensadoras” na esfera das finanças públicas, mas só quando é necessário para restaurar o nível anterior de estabilidade financeira.

Quando fôrças deflacionárias estrangeiras impedem a restauração da estabilidade financeira em um nível de pleno-emprego, nenhuma ação na esfera das finanças públicas pode atingir o duplo alvo acima mencionado. O pleno-emprego pode ser atingido através das finanças públicas, então, sômente por um processo prolongado de criação de moeda, preenchendo o “escapamento” constante de moeda para outros países através do deficit da balança de pagamentos. Essa política não é certamente admissível do ponto de vista da estabilidade financeira; além disso, a drenagem sôbre as reservas do país, de ouro e câmbio exterior, não poderiam ser permanentes. Quanto às medidas au-

tônomas, as manipulações da taxa de câmbio poderiam ajudar até certo ponto, principalmente naqueles casos em que a deflação se espalha sobre todos os parceiros importantes. Mas — conforme já se mostrou — a única solução completa e satisfatória para tais casos pode ser encontrada na esfera da coordenação internacional da política financeira, garantindo a eliminação das próprias forças deflacionárias estrangeiras.

Em circunstâncias excepcionais apenas é possível, no mundo de hoje, eliminar o desemprego sem recorrer a algum processo inflacionário. Isso pode ser esclarecido com a maior facilidade com o auxílio da terminologia da chamada análise do “multiplicador”.

Antes de fazer isso, poderia ser útil fazer uma breve observação quanto ao conceito do próprio multiplicador. Ao passo que na maior parte dos manuais sobre finanças públicas se indica corretamente que temos de distinguir entre o efeito de uma “injeção” singular de moeda — com propensão marginal constante para gastar levando a um aumento singular do emprego, seguido por um aumento do desemprego devido a “escapamentos” — de um lado, e o efeito de “injeções” repetidas — com uma propensão marginal constante para gastar levando a permanentes aumentos do nível de emprego — de outro lado, esta distinção não se reflete usualmente nas definições do multiplicador. Não tem muito sentido, do ponto de vista da política de emprego — e até leva a erro o espírito de muita gente — definir o multiplicador com a *razão* entre o número total de horas-homem ou a renda total, totalizada por sobre sucessivos períodos de renda, resultante de uma injeção de moeda singular, de um lado, e o efeito primário dessa injeção quanto a horas-homem ou renda, de outro lado. Do ponto de vista da política do emprego, não é muito interessante saber quantas horas-homem e renda, *espalhadas por sobre uma quantidade de sucessivos períodos de renda*, resultam de certa injeção de moeda, pois que isso não nos diz nada a respeito do desenvolvimento do *nível* de emprego por período. É necessário definir o multiplicador, portanto, como a razão entre o aumento primário do ní-

*vel* de emprêgo, resultante de um aumento do *nível* da despesa real pelo govêrno, de um lado, e o aumento total do *nível* de emprêgo, afinal alcançado como resultado dêsse aumento de despesa, de outro lado. A diferença entre o efeito total e o efeito primário pode, então ser definida como o “efeito de repercussão” na esfera dos negócios privados.

Voltando agora ao nosso problema de eliminar o desemprego sem meios inflacionários de financiamento (isto é, sem criação de moeda ou desamealhamento através das finanças públicas), podemos imaginar casos em que os govêrnos aumentam a sua despesa real e suas receitas de impostos na mesma quantidade. Despesas “reais” ou “de não-transferência” têm efeitos tanto “primários” quanto “de repercussão” quanto ao nível de emprêgo. A taxaço — que pode ser considerada como “despesa negativa de transferência” do govêrno ou como “rendimento de transferência” — têm apenas efeitos negativos de repercussão. Quando a propensão marginal para gastar nos setores privados afetados pela despesa real do govêrno é igual à propensão marginal para gastar nos setores privados afetados pela taxaço, os efeitos positivos e negativos de repercussão serão iguais, com o resultado de que o aumento total do nível de emprêgo é igual ao “aumento primário” dêsse nível, devido ao efeito direto da despesa real do govêrno. Com êstes pressupostos, podemos imaginar o caso em que, por exemplo, o govêrno consegue aumentar o nível de emprêgo por meio do número de trabalhadores envolvidos em obras públicas financiadas com a taxaço, o aumento da necessidade de balanças em dinheiro para fins de transaçoes sendo satisfeito através da elasticidade do sistema bancário. De uma maneira generalizadora, podemos dizer que o nível de emprêgo pode ser elevado sem a criação ou aumento de um deficit orçamentário em todos aqueles casos em que o efeito de repercussão negativo da taxaço aumentada é menor do que o efeito total — primário e de repercussão — da despesa governamental aumentada. No mundo de hoje, em quasi todos os países, não há lugar para essa espécie de política de emprêgo. Na maior parte dos casos, pode ela ser eficaz sòmente com referências a adaptaçoes, pode-se dizer, peque-

nas no nível de emprêgo. Em quase todos os países, o nível da despesa governamental e da taxaço, comparada com o nível da renda nacional, alcanço a tal altura que todo aumento da carga de taxaço terá sérios efeitos de repercussão negativos na esfera do investimento. Sobretudo em períodos de depressão, os efeitos de repercussão negativos da taxaço em breve prazo excederão os efeitos de repercussão positivos da despesa governamental.

Outro método de política de emprêgo sem alterações no deficit governamental consiste em alterações do padrão da despesa governamental ou do padrão da taxaço. Essa política visa a um aumento da procura efetiva total através de uma redistribuição da renda nacional. Esta é uma forma, pode-se dizer, “especulativa” de abordar o problema, também presa em limites antes estreitos.

Geralmente falando, portanto, devemos admitir que aumentos antes grandes do nível de emprêgo podem ser realizados só por meio de deficits governamentais crescentes, ao passo que, no outro lado, ataques sôbre desenvolvimentos inflacionários, envolvendo o “super-pleno-emprêgo” e sérios esforços sôbre o mercado de trabalho, podem ser empreendidos com êxito por meio só de diminuição do deficit governamental.

A política de emprêgo “cíclica” — ou talvez melhor: anti-cíclica — a de que se trata não envolve necessariamente uma alternação de deficits e saldos governamentais. É perfeitamente admissível — e muitas vezes até preferível — ter partes de ciclo, por exemplo, pelas razões acima mencionadas a respeito de “investimento institucional; depois dessas razões, os pontos de vista “clássicos” quanto à forma preferível de financiamento da despesa de capital podem também representar na política algum papel. Por conseguinte, é muitíssimo provável que uma política orçoamentária “anti-cíclica” eficaz envolva, em quase todos os casos, sômente uma alternação de deficits mais altos e mais baixos.

A preferência pelas variações de impostos, no curso de me-

didadas anti-cíclicas, defendidas acima na base da preferência pela “neutralização” ou pela “compensação”, pode também ser defendida na base de considerações de longo curso. Devemos ter sempre em vista o fato de que não há qualquer razão para supor uma simetria entre fases ascendentes e descendentes do ciclo de negócios. No que diz respeito a flutuações em torno de um nível de equilíbrio de “pleno-emprêgo” e “plena capacidade”, a teoria moderna do ciclo de negócios mostra claramente que movimentos inflacionários “acima” desse nível de equilíbrio têm outras características do que movimentos deflacionários abaixo desse nível, alterações do emprêgo representando grande papel no último caso. Talvez mesmo mais importante para o nosso problema é a consideração de que há diferença de intensidade entre medidas anti-inflacionárias e anti-deflacionárias por causa do fato de que é muito mais fácil contrabalançar forças econômicas do que estimulá-las. Por esta razão, deve-se esperar que, em quase todos os casos, o aumento dos deficits governamentais durante períodos de deflação serão maiores do que a diminuição dos deficits durante períodos de inflação. Além disso, a pressão política, em muitos casos, reforçará essa tendência. Quando, pois políticas anti-cíclicas recorressem sempre, em primeiro lugar, a variações do nível da despesa governamental, uma prolongada política orçamentária anti-cíclica resultaria numa tendência secular de despesa governamental crescente, o aumento da despesa sendo maior do que as diminuições nas fases alternativas do ciclo. A comunidade está, então, correndo o risco de uma “socialização fria” gradual. Assim, deste ponto de vista, há outra razão para dar prioridade a variações da taxaço.

Entretanto, nunca devemos nos esquecer de que a necessidade de uma política anti-cíclica é sempre sintoma de falta de êxito para manter um grau razoável de equilíbrio quanto aos aspectos monetários e de emprêgo do desenvolvimento econômico. A solução ideal seria eliminar a necessidade de uma política orçamentária anti-cíclica, através de reações muito prontas do lado do govêrno. A estabilidade financeira real só se pode manter na ausência de políticas inflacionárias e deflacioná-

rias anti-cíclicas, o governo reagindo imediatamente sobre cada pequena perturbação de equilíbrio de caráter irreversível, isto é, não automaticamente reversível. Aqui deparamos não só com a importância da informação estatística rápida, mas também com o problema de aumentar a flexibilidade do aparelho governamental.

A êste propósito, podemos distinguir entre o que é frequentemente chamado "built in flexibility" das finanças governamentais, de um lado, e "flexibilidade administrativa e legislativa", de outro lado. A "built in flexibility" só é possível numa extensão limitada, a taxaço progressiva sendo muito promissora a êste respeito porque envolve diminuições e aumentos de receitas de impostos mais do que proporcionalmente ao desenvolvimento da renda monetária nacional. A flexibilidade legislativa, no sentido mais restrito da palavra, poderia talvez ser aumentada em muitos países. A flexibilidade administrativa é talvez mais promissora, mas nos oferece o sério problema não-econômico: até que ponto uma "delegação de poderes" pelo parlamento é compatível com os princípios democráticos.

*Instrumentos alternativos de finanças públicas.*

a. *Despesa pública.*

Como foi demonstrado no parágrafo anterior, as variações da despesa pública têm de representar só um papel subsidiário no curso das ações "compensatórias" pelo governo. Contudo, em muitas circunstâncias, os govêrnos não poderão escapar plenamente às variações da despesa, ao traçarem a sua política.

Não há muito lugar para "built-in flexibility" na esfera da despesa pública. A principal categoria da despesa, reagindo "anti-cíclicamente" sobre as flutuações da renda nacional e do emprêgo, se deve encontrar nos benefícios do desempregô, mas as flutuações da quantidade total de dinheiro pago oficialmente aos desempregados são sempre menores do que as flutuações da soma total de salários no sistema econômico.

Quanto a variações da despesa, os govêrnos têm de confiar, pois, principalmente na flexibilidade legislativa e administrativa. Podemos ainda distinguir entre *despesa de transferência*, de um lado, e *despesa de não-transferência ou despesa real*, de outro lado. Ao passo que as despesas reais consistem em compras de mercadorias e serviços pelo govêrno — assim diretamente ou indiretamente empregando o trabalho e o equipamento — as despesas de transferência não envolvem compras de mercadorias e serviços pelo govêrno. As variações da despesa de transferência não são muito promissoras e mesmo não são aplicáveis em extensão grande. Grande parte da despesa de transferência é de natureza mais ou menos “consolidada” — por exemplo, pagamentos de juros e resgates da dívida nacional — ou se prende a “juros mais ou menos cobertos” como é o caso de muitos subsídios. Muito promissoras são aquelas despesas reais que envolvem compras diretas de trabalho pelo govêrno. Obras públicas são superiores a êste respeito, também pela razão de que elas oferecem uma boa oportunidade para variações das despesas que não competem com as despesas privadas. A flexibilidade administrativa e legislativa exige a aproveitabilidade de uma “pasta” permanente de projetos de obras públicas.

#### b. *Taxação*

A “built-in flexibility” na taxaçoão pode ser criada pela progressão de tarifas, como já foi dito antes. Êste talvez seja mesmo o único argumento razoável em favor da progressão. Entretanto, devemos ter sempre em vista os perigos da progressão “aguda”. De um lado, ela pode forçar uma tendência deflacionária constante no sistema econômico. De outro lado, aumentam os perigos de um efeito inflacionário — em vez de deflacionário — de altos níveis de taxaçoão reforçando os argumentos pela despesa privada — muitas vezes esbanjamento — baseados na consideração de que o fisco está pagando a maior parte da despesa. Esses perigos envolvem também a principal razão por que não é muitas vezes possível limitar uma política “anti-cíclica” a variaçoões da taxaçoão sòmente.

Diante da importância das flutuaçoões de investimentos, no

curso de desenvolvimento cíclicos, é tentador dar atenção especial aos impostos de renda e, principalmente, aos impostos sobre lucros, quando está em causa a flexibilidade legislativa e administrativa. Nunca, todavia, devemos nos esquecer — o que já foi dito — de que a estabilidade financeira exige um desenvolvimento de investimento e de consumo ao longo das linhas da relação “normal” de longo curso entre essas duas espécies de despesa. Ao traçar uma política de impostos visando à expansão ou à contração da despesa privada, é necessário, portanto, dar atenção aos “impostos de custo crescentes” — os quais em muitos casos afetam primariamente o consumo — tanto quanto aos impostos sobre lucros e de renda, que afetam primariamente a despesa de negócios.

Uma das dificuldades simultâneas suscitadas pelos impostos progressivos de renda e sobre lucros se tem de encontrar na circunstância de que a progressão leva a que se transfiram as despesas para anos de prosperidade, fenômeno que é claramente indesejável, do ponto de vista do comportamento anti-cíclico. Este é um argumento em favor da prudência na aplicação da progressão. Parte dos perigos da transferência da despesa para períodos de prosperidade pode ser diminuída por meio de sistema de impostos que permitam a compensação de perdas com lucros por sobre períodos mais longos do que curtos.

Algo pode ser dito em favor da aplicação de sistemas de impostos, admitindo reservas isentas de impostos, edificadas com lucros durante períodos de prosperidade, as quais reservas podem ser temporariamente bloqueadas pelo govêrno e “refundadas” em períodos de depressão somente, com a condição de que o dinheiro seja imediatamente usado para investimento. A prudência exige que a participação nesse sistema tenha lugar numa base voluntária apenas. Uma das maiores dificuldades, peculiar a êsse sistema, surge do problema: que terá de acontecer, quando nenhuma depressão séria parecer manifestar-se durante o tempo da existência de uma emprêsa com reservas bloqueadas?

As variações dos impostos de custo crescentes podem ter

de resolver outras dificuldades. Os aumentos, por exemplo, de impostos sôbre capitais temporariamente empregados, durante períodos de inflação ameaçadora, podem ter efeitos indesejáveis de “empurrão de custo” através de aumentos de preços. De outro lado, em muitos países, a maior parte dos bens de consumo mais essenciais é isenta de impostos de custo crescentes, de modo que as variações desses impostos só podem ter influência limitada no consumo total. As variações de impostos de consumo só são, em muitos casos possíveis dentro de limites, pode-se dizer, estreitos, êsses impostos sendo cobrados, muitas vezes, sôbre bases “sociais” ou “higiênicas”, mais do que sôbre bases econômicas. Por estas várias razões, será necessário, em muitos casos, afim de influenciar o consumo através de variações das tarifas de imposto, recorrer àquelas partes de impostos de renda que mais importância têm, dado o seu efeito no consumo, isto é, principalmente, a impostos sôbre salários.

Finalmente, há alguma possibilidade de variações da relação quantitativa entre impostos de custo crescentes e impostos de renda, êste último sendo de caráter mais progressivo.

c. *Administração da dívida.*

Mostrou-se acima que a política de empréstimo tem de representar papel importante como elemento de comportamento anti-cíclico do govêrno. Pelos nossos argumentos em favor de uma política “neutralizadora”, tem-se que o lançamento de empréstimos a longo termo a investidores não bancários deve ter prioridade, comparados com o lançamento de dívida a instituições criadoras de moeda. A criação de moeda nunca deve representar papel predominante numa política anti-cíclica; e certamente, não deve representar papel primário.

Quanto à administração da dívida, no sentido mais restrito da palavra — especialmente, a escolha entre várias formas de garantias — mostrou-se acima que a principal tarefa do govêrno, a êste respeito, do ponto de vista da estabilidade financeira, consiste em prover a comunidade de uma variedade de

ativos, de acôrdo com o padrão normal de longo curso de posse de ativos.

Nada se pode dizer em favor de uma política sistemática de “moeda barata”, a ser seguida pelo govêrno. Principalmente na esfera das finanças públicas, são mais importantes os ataques diretos à corrente da própria moeda do que os ataques aos “sintômas” como as “taxas de juros”, envolvendo perigos de êrros, como, por exemplo, no caso de deflações (as quais devem ser contrabalançadas por uma política de empréstimo, envolvendo pressões mais para cima do que para baixo sôbre o nível das taxas de juros). Só na esfera da organização bancária, onde se pode confiar sobretudo em medidas indiretas, uma política de moeda barata pode ter alguma importância — temporária — durante períodos de deflação. Quando diminuições das taxas de juros fôrem de desejar do ponto de vista da carga do orçamento governamental, as vantagens dessas diminuições nunca devem ser “comparadas” à custa de métodos inflacionários de finanças. Isto implica que o govêrno tem principalmente de seguir o mercado. Num sistema democrático, onde um mercado livre de capital desempenha papel importante, o govêrno nunca pode controlar o desenvolvimento das taxas de juros à sua vontade, sem recorrer a medidas que perturbam a estabilidade financeira. Devemos ter sempre em vista a êste respeito o fato de que o govêrno nunca é um monopolista no mercado de capital, nem mesmo quanto a apólices governamentais; logo que apólices aparecem no mercado, os investidores privados representam papel importante no processo do qual resulta o nível das taxas de juros.

---