

TCC/UNICAMP  
B641d  
IE/885



1290000885



IE

TCC/UNICAMP B641d

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

*Trabalho de Conclusão de Curso*

O DEBATE TEÓRICO SOBRE AS CAUSAS DO INÍCIO DA GRANDE  
DEPRESSÃO DOS ANOS 30

PATRICIA BONINI - 890915

Orientador - Antonio Carlos Macedo e Silva

*1997*

## ÍNDICE

1. Introdução	3
1.1 O Crescimento Econômico dos Anos 20 e o Colapso de 1929 a 33	5
2. Explicações Concorrentes Para A Grande Depressão	9
2.1 Algumas Comparações Entre os Modelos Keynesiano e Monetarista	11
3. A Divergência Sobre as Causas da Depressão	18
3.1 O Desafio da Versão Monetária	20
3.2 O Desafio de Temin a Monetary History	31
3.3 Importância dos Fatores Reais e Monetários	50
3.4 Os comentários de Meltzer Sobre Versões Monetárias x Não Monetárias	57
4. Comentários finais	60
5. BIBLIOGRAFIA	64

## **1. Introdução**

a Iorque e outros alegam que a queda na atividade econômica já começara alguns meses antes. Não existe consenso quanto ao papel do colapso da bolsa de valores no início da depressão.

A queda nos níveis de produto continuou durante os anos de 1930, 31 e 32, atingindo seu nível mais baixo em março de 1933. A partir daí a economia começou a reagir, mas durante toda a década dos 30, não recuperou os níveis de produto e emprego de seu último pico, em 1929.

Embora a depressão tenha sido praticamente mundiala Iorque e outros alegam que a queda na atividade econômica já começara alguns meses antes. Não existe consenso quanto ao papel do colapso da bolsa de valores no início da depressão.

A queda nos níveis de produto continuou durante os anos de 1930, 31 e 32, atingindo seu nível mais baixo em março de 1933. A partir daí a economia começou a reagir, mas durante toda a década dos 30, não recuperou os níveis de produto e emprego de seu último pico, em 1929.

Embora a depressão tenha sido praticamente mundial e sua recuperação nos EUA tenha levado quase a década dos 30 inteira, nosso trabalho se restringe aos EUA e ao período de 1929 a 1933. Esse corresponde à fase mais crítica e ao ponto sobre o qual mais se discute.

Outra restrição diz respeito ao leque de teorias que debatem o assunto. Apesar de haver várias interpretações marxistas, pós-keynesianas e mesmo explicações monetárias anteriores a *A Monetary History of the United States*<sup>1</sup>, não será possível tratar de todas elas no presente trabalho, o qual cuidará apenas da organização do debate dito convencional, presente nos livros-texto de macroeconomia. Trata-se, então, da rivalidade teórica entre keynesianos e monetaristas. Para isso, serão usados dois textos básicos apontados pela literatura como representativos dessas duas visões: *Monetary History*, publicada em 1963 por Milton Friedman e Anna Schwartz, do lado dos monetaristas, e o livro de Peter Temin, de 1976, *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*, que representou um desafio à interpretação monetarista.

Antes de entrar no debate propriamente dito, na seção 1 será dado um panorama histórico dos anos 20 e do colapso da atividade econômica dos anos entre 1930 e 33. Na seção 2, será feita uma breve comparação entre os arcabouços teóricos monetarista e keynesiano, a qual tornará mais compreensível a seção 3, que corresponde ao debate. No início da seção 3 será apresentada uma pequena explanação das versões que predominaram até os anos 60. Além dos textos de Friedman e Schwartz e de Temin são tratados outros textos que dialogam com estes, tais como os de Gordon e Wilcox (1981), Meltzer (1981), Temin (1981) e Schwartz (1981). Por fim, na seção 4 são feitas algumas considerações finais e

<sup>1</sup> Clark Warburton, nos anos 40, defendia uma explicação tipicamente monetária para a Grande Depressão. Seu artigo mais representativo é "Monetary Theory, Full Employment and the Great Depression", de abril de 1945.

apresenta-se a crítica que a macroeconomia atual faz a esse tipo de debate entre keynesianos<sup>2</sup> e monetaristas.

### *1.1 O Crescimento Econômico dos Anos 20 e o Colapso de 1929 a 33*

Nos anos 20 a economia americana experimentou um crescimento de intensidade singular em praticamente todos os setores: bens de consumo, bens de capital, construção civil, alimentos<sup>3</sup> e, principalmente, automobilística e eletroeletrônica. Esse crescimento não foi contínuo, pois houve três mini recessões, entre 1920-21, 1924-25 e 1926-27. Nos demais anos de grande crescimento, o PNB foi de US\$76 bilhões em 1922 para US\$104 bilhões em 1929. O número de residências aumentou em 25%, chegando a atender até as reivindicações acumuladas nas áreas ocupadas pela intensa imigração entre 1900 e 1914. A indústria automobilística desencadeou um desenvolvimento de um bloco de setores de maquinarias, incorporando bens de consumo duráveis e seu mercado pioneiro. O número de automóveis particulares passou de 9 milhões em 1920 para 23 milhões em 1929. Quanto à produção de alimentos, pode ser citado o crescimento dos seguintes produtos entre 1920 e 29: leite, 50%, manteiga, 30%, queijos, 20% e frangos 25%. Também teve grande importância o setor educacional. O número de estudantes em escola normal passou de 6200 para 21900 e o número de universitários quase dobrou. Houve também

<sup>2</sup> A macroeconomia aqui referida como keynesiana corresponde ao chamado keynesianismo neoclássico, ou síntese neoclássica, e que não é fiel a muitos dos conceitos introduzidos na Teoria Geral. Os pós keynesianos representam uma tentativa de interpretação de Keynes mais fidedigna.

<sup>3</sup> Muitas das interpretações para a Grande Depressão argumentam que uma das fragilidades desse crescimento dos anos 20 era o fato de ser muito dependente do setor de construção civil e da indústria de eletroeletrônica (Chandler e Tedlow, 1985: 585).

grande avanço na qualidade e na quantidade dos bens gratuitos como parques, bibliotecas públicas e serviços públicos de saúde. Outro fator que deve ser lembrado é que uma das áreas de grande especulação na década dos 20 foi o setor de imóveis urbanos. Isso se deveu, em parte, ao boom de construções no setor habitacional, que atingiu seu auge em 1926 e, em parte, ao comportamento do mercado de ações. Entre 1923 e 1927, a média de dividendos por ações subiu 38% e, entre 1923 e 1929, 61% (Chandler e Tedlow, 1985).

1929 é considerado o pico do crescimento econômico desse período, sendo que em seu último trimestre ocorreu a reversão do ciclo. Em termos de tendência, essa inflexão se confundiu com o comportamento do mercado de ações, embora o declínio do produto tenha se iniciado antes. A bolsa de valores de Nova Iorque registrou sua maior alta em setembro, quando o preço médio das ações alcançou um nível 128% mais elevado que o de 1920.

Em outubro, o público começou a se alarmar frente ao aumento no montante de empréstimos tomados junto aos bancos comerciais pelos corretores e especuladores para compra de ações. Também, nesse período, manifestaram-se indícios de queda na atividade econômica. Nesse mesmo mês, começaram a cair os preços de muitas ações em Nova Iorque com persistência dessa tendência de baixa. No dia 28, foram comercializadas mais de 9 milhões de ações, com queda em seus valores de cerca de US\$14 bilhões.

O movimento da bolsa de valores foi um dentre vários aspectos da recessão econômica iniciada no último trimestre de 1929, que se tornou uma grande depressão com o chamado "fundo do poço" em março de 1933. Nesse período, o PNB sofreu uma queda de 30% e o nível de desemprego

chegou a 25%, o estoque de moeda  $M_1$  (moeda corrente mais depósitos à vista) declinou 26%,  $M_2$  ( $M_1$  mais depósitos a prazo) caiu 33% e os preços caíram 25%. Veja a figura 1 abaixo:

#### ESTATÍSTICAS ECONÔMICAS DA GRANDE DEPRESSÃO

Ano	PNB US\$ bilhões de 1972	PNB Bruto (%)	G US\$ bilhões de 1972	Taxa de desem- prego (%)	IPC 1929 = 100	Taxa sobre papéis comer- ciais (%)	Índice da bolsa	M1 1929 = 100	Sup- ravit de pleno empre- go/ $Y_0$ (%)
1929	314,7	17,8	40,9	3,2	100	5,9	83,1	100	-0,8
1930	285,2	13,5	44,6	8,7	97,4	3,6	67,2	96,2	-1,4
1931	263,3	9,0	46,2	15,9	88,7	2,6	43,6	89,4	-3,1
1932	226,8	3,5	44,0	23,6	79,7	2,7	22,1	78,0	-0,9
1933	222,1	3,8	42,8	24,9	75,4	1,7	28,6	73,5	1,6
1934	239,4	5,5	48,7	21,7	78,0	1,0	31,4	81,4	0,2
1935	260,8	9,2	49,8	20,1	80,1	0,8	33,9	96,6	-0,1
1936	296,1	10,9	58,5	16,9	80,9	0,8	49,4	110,6	-1,1
1937	309,8	12,8	56,3	14,3	83,8	0,9	49,2	114,8	1,8
1938	297,1	8,1	61,3	19,0	82,3	0,8	36,7	115,9	0,6
1939	319,7	10,5	63,8	17,2	81,0	0,6	38,5	127,3	-0,1

figura 1

O índice da bolsa de valores é o índice composto da Standard & Poor que inclui 500 ações. Setembro de 1929 igual a 100.  $Y_0$  representa o produto de pleno emprego.

Fontes:

Cols. 1, 2 e 3: The National Income and Product Accounts of the United States, 1929-1974. U.S. Department of Commerce.

Col. 4: Revised Bureau of Labor Statistics data taken from H. Darby (1976).

Cols. 5 e 6: Economic Report of the President, 1957.

Col. 7 Security Price of Record, 1978, Standard & Poor's Statistics Service.

Col. 8: Friedman e Schwartz, 1963a, tabela A-1, col. 7.

Col. 9: E. Carry Brown, "Fiscal Policies in the Thirties: A Reappraisal", *American Economic Review*, Dez. 1956. Tab. I, cols. 3, 5 e 10.

Entre 1930 e 1932, ocorreram três ondas de falências bancárias. No início da depressão, operavam nos EUA cerca de 25000 bancos e, no final de 1930, com o primeiro pânico do setor bancário, 1352 desses bancos suspenderam seus pagamentos. Esse movimento começou no meio oeste e no sul e em pouco tempo generalizou-se por todo o país, sendo

que o centro financeiro de Nova Iorque foi o último a ser afetado quando, em dezembro, o maior banco comercial da história americana, o Banco dos Estados Unidos<sup>4</sup>, fechou suas portas. Já no início de 1931 ocorreu a segunda onda de falências bancárias, que atingiu 2294 bancos e, em 1932, a terceira com a quebra de mais 1456 bancos. Entre janeiro e março de 1933, mais 448 bancos fecharam suas portas antes de ser decretado o feriado bancário com a posse do presidente Roosevelt. Em suma, mais de 10000 bancos desapareceram nesse período, por fusão ou por liquidação (Friedman, 1980).

Durante esses anos a economia sofreu um choque vindo do exterior, quando alguns países, como Áustria e Alemanha e, em seguida, França e Inglaterra, suspenderam o pagamento de seus débitos. Além disso, colocaram suas exportações em ouro e os pagamentos a outros países sob o regime de controle de câmbio. O padrão-ouro foi abandonado e todas as moedas nacionais atingidas pelas medidas foram desvalorizadas. Desse modo, quase US\$ 2 bilhões em investimentos americanos feitos no estrangeiro na década dos 20 foram corroídos pela desvalorização.

Quanto às falências bancárias, é preciso ressaltar o impacto que tiveram sobre o estoque de moeda. Após a primeira corrida aos bancos, a confiança do público no sistema financeiro foi abalada, de modo que os depositantes passaram a diminuir seus depósitos. Por sua vez, os bancos, para se proteger contra as retiradas em massa, aumentaram suas reservas bancárias. O resultado dessas mudanças de comportamento foi uma diminuição do multiplicador bancário e uma conseqüente e drástica queda no estoque nominal de moeda.

<sup>4</sup> Apesar do nome, o Banco dos Estados Unidos era um banco privado, de propriedade de judeus. Friedman (1980: 89) afirma que sua falência foi um acidente no decorrer dos acontecimentos, pois era um banco sólido.

Quanto à política fiscal entre 1929 e 33, não se pode dizer que tenha sido expansionista. O governo esteve operando com déficits fiscais considerados grandes para a época (em média 2,5% do PIB), mas isso se devia principalmente à queda na arrecadação tributária (uma vez que esta é elástica em relação ao produto). Os governos federal, estaduais e locais elevaram seus impostos durante a depressão, sobretudo entre 1932 e 33 e um dos principais pontos da plataforma de governo proposta durante a campanha eleitoral de Franklin Roosevelt, em 1932, era equilibrar o orçamento governamental.

## ***2. Explicações Concorrentes Para A Grande Depressão***

Referindo-se apenas à corrente de pensamento "convencional" em economia, pode-se dizer que a divergência de explicações para os anos 30 acompanhou a evolução histórica da macroeconomia. Após a grande depressão, houve uma mudança na forma de tratar a economia, no sentido de que se passou a desacreditar na capacidade do mercado de se auto-ajustar aos desequilíbrios, na perfeita flexibilidade dos preços e no poder da política monetária, tão bem cotada entre o público e os acadêmicos durante a década dos 20. Passou-se a considerar que o sistema de mercado era instável e altamente vulnerável aos problemas de desequilíbrio. Surgiu também uma nova visão do papel do governo na economia, ou seja, a de que este deveria ser ativo e preencher as brechas deixadas pelo setor privado.

Nesse contexto histórico, surgiu em 1936, alternativamente à teoria clássica até então vigente, a Teoria Geral de Keynes,

ênfatizando a instabilidade do setor privado e a inexistência de perfeita flexibilidade de preços, principalmente de salários, quando a economia estivesse abaixo do pleno emprego (Friedman, 1980: 80).

Embora o desenvolvimento da macroeconomia não tenha seguido Keynes com perfeita fidedignidade, o chamado neokeynesianismo, ou síntese neoclássica<sup>2</sup>, foi o paradigma hegemônico até início dos anos 70. Nos primeiros anos que se seguiram à Teoria Geral predominou o fiscalismo, ou primeiro keynesianismo, que também elaborou uma versão para a depressão dos anos 30. A partir dos anos 50 o neokeynesianismo se estabeleceu como a ortodoxia vigente. (Froyen, 1983:238). Essa hegemonia desenvolveu-se a partir do modelo IS-LM e se cristalizou na Curva de Phillips. Apesar do ataque de Friedman ter começado já no final dos anos 50, foi na década do 70 que o consenso keynesiano se abalou, quando a combinação de consideráveis taxas de inflação e desemprego, entre 1974 e 1976, colocaram em descrédito as políticas de estabilização keynesianas. (Modigliani, 1977: 14)

Pode-se dizer que a nova versão dada por Friedman e Schwartz (1963a) à depressão faz parte do arsenal de ataque dos monetaristas à macroeconomia vigente na época. Embora em termos de discussão acadêmica e adoção de política econômica o keynesianismo só tenha sido abalado a partir da década dos 70, em termos de explicação para os anos 30, já a partir da publicação de *A Monetary History of United States*, em 1963 esta tornou-se corrente nos meios acadêmicos.

O debate sobre a depressão recomeçou, de fato, em 1976 quando Temin (1976) desafiou a explicação monetária introduzida por Friedman e

<sup>2</sup> A síntese neoclássica, i.e., colocação da Teoria Geral como caso particular da teoria neoclássica, tem origem no artigo de John Hicks de 1937, "Keynes e os Clássicos"

Schwartz (1963a) e tentou recuperar a versão keynesiana a partir do esquema IS-LM.

Nos anos 80 o debate entre keynesianos e monetaristas tomou nova forma, em decorrência do desenvolvimento da macroeconomia atual, que introduziu novos conceitos e questões diferentes das que giram apenas em torno da importância ou não dos fatores monetários ou reais.

### *2.1 Algumas Comparações Entre os Modelos Keynesiano e Monetarista*

A comparação de algumas das principais diferenças conceituais entre o esquema keynesiano e o monetarista se deve ao fato de ao primeiro estar associada a chamada hipótese da demanda agregada e, ao segundo, a hipótese monetária. Essas duas hipóteses praticamente norteiam todo o debate sobre a depressão. Fazemos o paralelo entre os dois arcabouços teóricos com base no modelo IS-LM pelo motivo de ser muito simples e usado por diversos autores participantes do debate a que estamos nos referindo. Não é intenção nem pretensão dar um panorama completo dos pontos de desacordo entre as duas teorias, mas apenas comparar os conceitos mais importantes para o debate sobre a depressão.

O primeiro ponto de divergência diz respeito à estabilidade do setor privado. Para os keynesianos o setor privado é inerentemente instável e vulnerável a, ou mesmo gerador de, choques. Para os monetaristas o setor privado é estável e absorvedor de choques, de modo que não são necessária políticas de estabilização e, geralmente, tais políticas causam mais mal do que bem à economia. (Modigliani, 1977: 17)

Em cada um dos esquemas, a moeda é tratada de forma diferente e daí deriva uma série de divergências. A primeira, quanto à função demanda por moeda. Keynes e os keynesianos, ao considerarem que a moeda é reserva permanente de valor, atribuem maior peso à demanda por moeda para especulação e consideram menos importante a demanda para transação. Daí, para eles, a demanda por moeda ser altamente juros-elástica. É o predomínio do componente especulativo da demanda por moeda que causa parte da instabilidade do setor privado.

Já os monetaristas enfatizam mais a demanda por moeda para transações e consideram menos importante a demanda para especulação. Disso decorre a baixa elasticidade-juros da demanda por moeda. Essas conclusões monetaristas derivam, por sua vez, de uma outra característica fundamental de sua crítica ao keynesianismo, ou mesmo da visão de ciência de Friedman, qual seja, a base empírica e não teórica de seus conceitos. Friedman propõe que essas diferenças teóricas sejam resolvidas empiricamente. Para ele sua formulação da demanda por moeda não precisa ser aceita por razões puramente teóricas (Friedman, 1956).

Um outro ponto fundamental para o debate entre Temin e os monetaristas é a diferença entre as carteiras de portfólio, e, por conseguinte, entre os mecanismos de transmissão das variações na oferta de moeda para a renda. Keynes e os keynesianos, em geral, consideram um mercado de ativos relativamente homogêneo de modo que possam ser juntados em um único tipo, os chamados ativos financeiros. Atribuem grande importância ao efeito substituição da moeda como uma alternativa a outros ativos financeiros porque tais ativos, da mesma forma que os saldos monetários, funciona como reserva de valor. Assim, os indivíduos eliminam um excesso de demanda por moeda vendendo seus ativos e

eliminam um excesso de oferta de moeda através da compra de ativos financeiros. A taxa de juros - que afeta o investimento - é o meio pelo qual as variações na oferta monetária são transmitidas à renda. Essa é uma das formas de se explicar a alta elasticidade-juros da demanda por moeda que deriva do alto grau de substitutibilidade entre a moeda e os ativos financeiros no esquema keynesiano (Morgan, 1978: 77).

Por exemplo, se o governo aumenta a oferta de moeda comprando títulos no mercado financeiro, induz a uma elevação de seus preços; os títulos privados ficam relativamente mais baratos. A queda relativa queda nos preços dos títulos privados, aliada ao fato de as compras de títulos do governo aumentarem a quantidade de moeda disponível na economia, leva os agentes a comprarem mais títulos privados, fazendo com que seus preços também subam. Como resultado, tem-se uma queda das taxas de juros de mercado e, se as expectativas de longo prazo dos empresários forem favoráveis, um conseqüente aumento do investimento. Com o efeito multiplicador, ocorre um aumento da renda adicional na economia e, conseqüentemente, aumento da demanda por moeda para transações. Desse modo, o excesso de saldos monetários propiciado inicialmente pela operação de compra no mercado aberto, causa um desequilíbrio na carteira de portfólio que é ajustado com o aumento da demanda por moeda para transações, devido ao aumento da renda, e também da demanda para especulação, quando caem as taxas de juros. Portanto, no esquema keynesiano, o controle das taxas de juros é considerado um instrumento eficiente da política monetária que pretende elevar a demanda agregada.

Os monetaristas enfatizam o efeito-renda ou riqueza da moeda, considerada como um ativo com a característica singular de ser

substituto para todos os ativos, financeiros e reais (Morgan, 1978: 77). Daí fazerem parte da carteira de portfólio dos agentes moeda, ativos financeiros e ativos reais como bens de consumo duráveis<sup>4</sup>, além dos bens de capital. Quando se tem excesso de oferta de moeda em relação à demanda os indivíduos se movem em direção ao equilíbrio de portfólio comprando ativos financeiros e ativos reais. Um aumento no estoque de moeda causa o mesmo efeito keynesiano no mercado financeiro e, além deste, um efeito sobre o valor presente dos serviços proporcionados pelos bens de consumo, alterando também os gastos com tais bens e fazendo com que seus preços subam. Com isso, há um aumento na produção de bens duráveis, com aumento da renda e do produto. Como no caso keynesiano, o aumento da renda induz a um aumento na demanda por moeda para transações, que reequilibra a carteira de portfólio. Porém, a renda não aumenta exclusivamente devido à elevação dos gastos em investimento.

Em consequência desses mecanismos de transmissão moeda-renda, tem-se uma discordância fundamental entre keynesianos e monetaristas. Para os primeiros, a taxa de juros é a principal via pela qual se transmitem as variações no estoque de moeda para a renda, ou seja, é a variável de ajuste entre os mercados real e monetário. O objeto de política monetária é, portanto, a taxa de juros, já que o governo tem pleno controle sobre ela através das operações de mercado aberto (Dornbusch e Fischer, 1982).

Os monetaristas criticam esse tipo de argumentação porque, para eles, o comportamento das taxas de juros nominais não é um bom

<sup>4</sup> Para Friedman, os bens de consumo duráveis também devem ser tratados como ativos de capital porque não são consumidos imediatamente após a compra e geram um fluxo de serviços através do tempo. Seu valor presente pode ser obtido descontando-se seu preço por uma taxa de juros.

indicador da medida da expansão ou contração da política monetária. Isso por considerarem que o importante para determinar o nível de investimentos no mercado é a taxa de juros real (que corresponde à taxa de juros nominal menos a taxa de inflação esperada). Se há expectativas inflacionárias, mesmo com altas taxas de juros nominais a política monetária pode ser expansionista, pois a taxa de juros real deve estar baixa (Dornbusch e Fischer, 1982). Retomamos esse ponto mais adiante, quando apresentamos as objeções de Temin à interpretação monetária de Friedman e Schwartz.

Outra crítica dos monetaristas ao esquema keynesiano, ainda com respeito às taxas de juros, sugere que o governo pode instabilizar a economia ao tentar controlar as taxas de juros nominais. Por exemplo, ao aumentar a oferta de moeda comprando títulos no mercado aberto para baixar as taxas de juros, o governo pode induzir a uma elevação da taxa de inflação e, posteriormente, como um efeito mais defasado, a um aumento da taxa de juros nominal. Nesse caso, o Banco Central precisa comprar mais títulos do governo para tentar baixar as taxas de juros. Essa operação deve causar mais inflação e mais aumento nos juros nominais, e assim por diante. Portanto, segundo os monetaristas, o Banco Central deve atuar diretamente sobre o estoque de moeda, mantendo seu crescimento a uma taxa constante (Dornbusch e Fischer, 1982).

A proposta monetarista de manutenção de uma taxa de crescimento constante do estoque de moeda, ou regra monetária, deriva do fato de considerarem que existe uma defasagem temporal entre a variação do estoque de moeda e a variação do produto real e nominal no curto prazo e produto nominal no longo prazo. Esse constitui o chamado "efeito-moeda defasada". Para eles, tais defasagens são longas e variáveis de

forma que o governo não é capaz de sintonizá-las. Então, mesmo considerando a maior eficácia da política monetária ativa, Friedman argumenta que o emprego desta num dado período poderá afetar o produto somente após seis meses, um ano ou dois, quando é possível que a economia por si só já tenha atingido os níveis de produto objetivados pela política monetária. Assim, quando a política monetária tiver efeito sobre a renda e o produto poderá apenas desestabilizar a economia. Daí a rejeição monetarista quanto a qualquer tipo de política monetária ativista, ou seja, aquela que tenta alterar os níveis de emprego e produto, e a proposta de uma regra monetária que mantenha a taxa de crescimento do estoque de moeda constante e ao mesmo nível do crescimento do produto "natural" (Dornbusch e Fischer, 1982).

Um último ponto importante para nossa análise é o fato de que, para os keynesianos, a velocidade de circulação da moeda (ou velocidade renda ou velocidade) é muito variável. Embora ela tenha seu papel determinado pela atividade econômica, ela é determinada endogenamente pelo sistema. Para os keynesianos, a velocidade varia positivamente em relação às taxas de juros. Como consequência dessa variabilidade, a um dado nível de estoque de moeda não existe um dado nível de renda correspondente. Disso resulta a pouca, ou quase nenhuma, relação entre o estoque de moeda e o nível de preços.

Já para os monetaristas, a velocidade tende a ser constante ao longo do ciclo. Friedman baseia suas conclusões sobre a velocidade em estudos empíricos, Friedman e Schwartz (1963b) e Friedman e Meiselman (1963). O objetivo de tentar mostrar a estabilidade da velocidade está ligado à intenção de recuperar a Teoria Quantitativa da Moeda na versão Cambridge. Se a velocidade  $V$  é constante, pela equação

$$M = k.P.y \quad (1)$$

tem-se que o estoque de moeda  $M$  afeta direta e proporcionalmente o produto nominal  $P.y$ , uma vez que  $k$  é a constante dada pelo inverso da velocidade  $1/V$ ,  $P$  é o nível de preços e  $y$  produto real. Daí concluir que as variações na quantidade de moeda são a principal fonte de variação na renda nominal e, no curto prazo, também na renda real<sup>7</sup>.

Friedman adota um conceito de "renda permanente", considerada como uma *proxy* para o nível corrente de riqueza. Grosso modo, a renda permanente é a renda que as famílias esperam auferir ao longo de seu tempo de vida<sup>8</sup> (Johnson, 1980: 137). Assim, na equação (1), aparecem, agora, dois termos permanentes, de forma que a expressão de sua Moderna Teoria Quantitativa é:

$$M.V_w = P.Y_w \quad (1')$$

sendo  $V_w$  a velocidade considerada constante e  $Y_w$  a renda permanente.

Esperamos ter apontado, nesse tópico, as características dos modelos keynesiano e monetarista relevantes para o entendimento das seções seguintes.

<sup>7</sup> Friedman rompe com a dicotomia real/monetário no curto prazo porque considera que os agentes têm ilusão monetária. No entanto, no longo prazo, ocorre um ajustamento através das expectativas adaptativas e, então, a dicotomia permanece. No longo prazo as variações na moeda não afetam a renda e o produto reais.

<sup>8</sup> Friedman separa a demanda por moeda das famílias e das empresas.

### **3. A Divergência Sobre as Causas da Depressão**

São associadas às explicações monetária e keynesiana para a Grande Depressão as chamadas hipóteses monetária e da demanda agregada, respectivamente. Segundo a hipótese monetária, uma brusca queda no estoque de moeda a partir do colapso do sistema bancário transformou uma recessão mais séria na Grande Depressão. No caso da hipótese da demanda agregada, a causa do início da Depressão foi uma queda autônoma na demanda agregada e esta, por sua vez, ao alterar a renda afetou a demanda por moeda, de tal modo que as falências bancárias foram uma reação a esse movimento.

Os primeiros keynesianos, ou fiscalistas levaram a noção de moeda como reserva de valor e suas implicações sobre a preferência por liquidez até às últimas conseqüências. Para eles, durante a depressão a velocidade de circulação da moeda caiu muito, porque a economia vivenciou a situação de preferência por liquidez absoluta, devido ao pânico geral e ao aumento da incerteza quanto ao futuro. Em termos do modelo IS-LM, a economia teria chegado à posição de "armadilha da liquidez" (Froyen, 1981: 243).

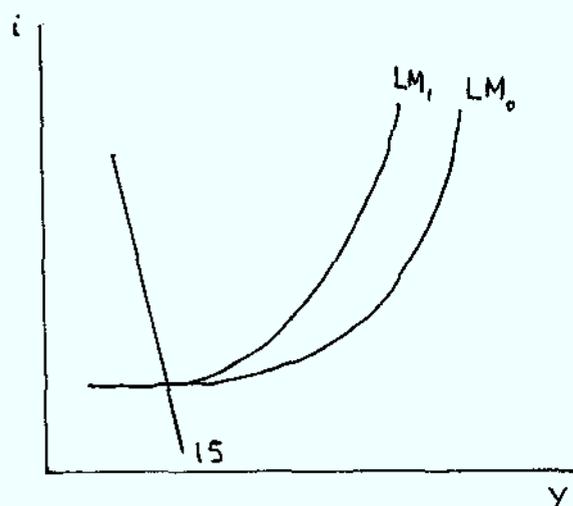


figura 2. "armadilha da liquidez"

Como pode ser visto na figura 2, nessa situação a curva LM seria horizontal; a elasticidade-juros da demanda por moeda tende a infinito. Isso significa que os deslocamentos da curva LM, via aumentos da oferta de moeda, não conseguem induzir a queda na taxa de juros. Toda moeda adicional à disposição do público é demandada. Por outro lado, a curva IS é quase vertical, porque a elasticidade-juros do investimento tende a zero. No esquema fiscalista o investimento é pouco elástico em relação aos juros; devido ao estado pessimista de expectativas vigente durante a Grande Depressão, isso é levado ao extremo. A despeito da taxa de juros muito baixa, os agentes não decidem investir. Mesmo que a taxa de juros caísse mais, não seria possível afetar o investimento de forma significativa (Froyen, 1983: 244).

Para os fiscalistas, a combinação de elasticidade-juros da demanda por moeda tendendo a infinito com elasticidade-juros da demanda por investimento - ou produto - tendendo a zero, ao dar a forma descrita acima às curvas IS-LM, implica que as variações na moeda não têm a menor importância para explicar a depressão. As causas desta devem estar nos movimentos da demanda agregada; a política monetária não tem qualquer efeito sobre a renda e produto. A política fiscal

expansionista, sim, teria eficácia máxima, ao deslocar a curva IS para fora, aumentando assim o produto.

Nesses modelos fiscalistas, estava implícita a suposição de que o Fed adotara política monetária ativa expansionista. Supunham eles que a taxa de juros já estava tão baixa que a política monetária era incapaz de fazê-la cair ainda mais. Daí a total recusa à política monetária como estabilizadora dos níveis de renda e produto.

Os neokeynesianos - os economistas que desenvolveram a síntese neoclássica - já não enfatizaram essa situação de armadilha da liquidez, que estava muito influenciada pela Grande Depressão. Passaram a considerar a política monetária ao lado da fiscal como os dois principais instrumentos de estabilização da economia (Froyen, 1982: 264).

Quanto à depressão dos anos 30, até a década dos 60 prevaleceu a versão baseada na hipótese da demanda agregada.

### *3.1 O Desafio da Versão Monetária*

Em 1963, Friedman e Schwartz publicam *A Monetary History of United States* onde, de posse de um instrumental estatístico mais sofisticado, tentam mostrar que as versões até então vigentes haviam lido erradamente os dados do período. Tentam também recuperar a noção do ciclo econômico como um fenômeno monetário. São do mesmo ano os artigos, Friedman e Schwartz (1963b) e Friedman e Meiselman (1963), os quais, ao lado de *Monetary History*, têm a intenção de dar base

empírica às suas conclusões teóricas sobre a velocidade, a demanda por moeda e a política monetária. Segundo Friedman e Schwartz (1963a) e (1963b), a moeda é um fator fundamental para explicar o ciclo econômico; em consequência, a política monetária é o instrumento mais fundamental à disposição do governo (em contraste à importância dada pelos keynesianos à política fiscal).

Segundo Friedman, até então não havia nenhuma evidência empírica que apoiasse as versões keynesianas sobre a depressão, baseadas, acreditava ele, numa leitura equivocada dos dados. A nova abordagem monetária introduzida em *Monetary History* estimulou uma reavaliação mais precisa do período, bem como uma revisão do papel da política monetária. Em outro artigo Friedman deixa claro esse efeito:

"Keynes e a maioria de outros economistas da época acreditavam que a Grande Depressão nos Estados Unidos ocorreu apesar das políticas expansionistas agressivas por parte das autoridades monetárias que haviam feito de tudo, e, no entanto, não foi suficiente. Estudos recentes demonstraram que os fatos são exatamente o inverso: as autoridades monetárias dos Estados Unidos seguiram políticas monetárias altamente deflacionárias. A quantidade de moeda nos Estados Unidos havia caído a um terço no decorrer da retração" (Friedman, 1968: 419).

Em *Monetary History*, Friedman e Schwartz argumentam que a falha durante a Grande Depressão foi do Fed, ao deixar que a quantidade de moeda caísse àqueles níveis. Como visto anteriormente, para os monetaristas o setor privado tende a ser estável. O Fed, segundo eles, ministrou uma política monetária que facilitou a queda no estoque

monetário e culminou com as três ondas de falências bancárias, a partir das quais a recessão se transformou na Grande Depressão\*.

Para Friedman e Schwartz, o primeiro pânico dos bancos em setembro de 1930 abalou a confiança do público, provocando uma brusca redução na taxa de depósitos bancários/moeda corrente. Os bancos, por sua vez, após o primeiro pânico, tentaram se proteger das falências aumentando suas reservas bancárias, o que levou à redução da taxa de depósitos bancários/reservas bancárias. Para um dado estoque de moeda, esses efeitos provocaram uma queda na oferta de moeda, via diminuição do multiplicador bancário.

Além da queda na oferta de moeda ocasionada pelo pânico dos bancos, Friedman e Schwartz (1963a) enfatizaram que o Fed vinha implementando uma política monetária restritiva desde 1928 para tentar conter o boom do mercado de ações. Tal política se manifestava principalmente na limitação do crédito extra (i.e., o crédito relativo à função do Banco Central de prestador em última instância) aos bancos da Reserva e na atitude punitiva do Fed em relação à demanda por esse crédito extra.

Tal política, segundo os autores, persistiu ao longo da depressão e uma política monetária ainda mais inadequada foi adotada em 1931. Após a segunda onda de falências, em março, e a saída da Inglaterra do padrão-ouro, em setembro, o Fed elevou ainda mais a taxa de redesconto, que já era a mais alta da história dos EUA. Essa medida teve um efeito

\* Segundo Friedman e Schwartz (1963a), a luta pelo poder dentro do Fed desde 1929 contribuiu para sua inoperância em evitar a queda na oferta de moeda. O banco da Reserva de Nova Iorque foi o único que tentou praticar política monetária diferente da que se vinha adotando desde o início de 1929. Durante o colapso da bolsa, este havia, por conta própria, realizado operações de compra de mercado aberto (usando o poder que conquistara previamente sob a liderança de Benjamin Strong). Porém, logo após a morte desse presidente, o Conselho de Washington passou a impor suas regras ao Banco de Nova Iorque que, a partir daí, limitou-se a tentar convencer os demais onze bancos da Reserva a reverterem sua política de diminuição da oferta monetária.

altamente deflacionário, pressionando mais ainda os bancos e, por conseguinte, as empresas.

Os monetaristas insistem muito em que o setor privado sozinho, deixado às leis do mercado, não teria chegado ao fundo do poço da depressão. Para Friedman, se não houvesse um Sistema da Reserva Federal, provavelmente a economia teria se recuperado logo após o primeiro pânico dos bancos em 1930. Ele compara esse pânico com o ocorrido durante a dura recessão de 1907, quando a corrida aos bancos se deu logo após o fechamento temporário da Knickerbocker Trust em Nova Iorque. Em questão de dias, os bancos decidiram restringir os pagamentos, anunciando que não mais cobririam de caixa, arrastando para a falência também os bancos mais sólidos. O que houve foi uma grande restrição de meios de pagamento; passaram a circular até moedas de madeira e outros substitutos; a recessão foi uma das mais graves da história, mas com duração de apenas 13 meses.

Para Friedman, em 1930, se os bancos privados não tivessem ficado esperando por uma política monetária de salvação por parte do Fed - se não fizessem parte de um Sistema da Reserva com drenagem de recursos dos bancos sólidos parias de caixa, arrastando para a falência também os bancos mais sólidos. O que houve foi uma grande restrição de meios de pagamento; passaram a circular até moedas de madeira e outros substitutos; a recessão foi uma das mais graves da história, mas com duração de apenas 13 meses.

Para Friedman, em 1930, se os bancos privados não tivessem ficado esperando por uma política monetária de salvação por parte do Fed - se não fizessem parte de um Sistema da Reserva com drenagem de recursos dos bancos sólidos para os bancos inviáveis - teriam recorrido às

restrições de pagamentos, como em 1907. Provavelmente, argumenta, teria havido algumas falências, mas não as subseqüentes ondas de falências que se verificaram em 1931 e 32. Após o pânico, a confiança nos bancos restaurada, a economia poderia ter começado a se recuperar já em 1931 - poderia não ter ocorrido a Grande Depressão. (Friedman, 1980: 91). A conjectura de que, sem a presença do Fed, o setor bancário teria reagido e se ajustado, tem como base a noção de que o setor privado é inerentemente estável e absorvedor de choques.

A argumentação monetarista de que o colapso no sistema bancário e o conseqüente declínio no estoque transformaram a recessão na Grande Depressão está muito relacionada à forma como Friedman entende a demanda por moeda e o comportamento da velocidade. O tratamento dado à função demanda por moeda monetarista deriva da Moderna Teoria Quantitativa. Friedman parte do suposto de que a teoria quantitativa é uma teoria da demanda por moeda e pretende recuperá-la, uma vez que teve sua reputação abalada após os anos 30, a partir da teoria da preferência pela liquidez de Keynes. A demanda por moeda é considerada formalmente igual à demanda por qualquer outro bem durável, já que a moeda é tida como substituto muito próximo de todos os ativos. Desse modo, a demanda por moeda depende da riqueza total e dos retornos relativos dos vários ativos (Friedman, 1956). Quanto ao sentido de determinação de moeda de  $M$  para  $P$ , Friedman admite que a conclusão deriva dos testes empíricos<sup>10</sup>, que é mais uma característica do monetarismo em oposição ao keynesianismo. A partir dessas conclusões sobre estoque de moeda e nível de preços, é possível entender a

<sup>10</sup> Friedman, como característico de sua análise, baseia tal suposição em trabalhos empíricos. Os dois principais artigos onde ele investiga o comportamento da velocidade são co- autorias com Meiselman (1963) e Schwartz (1963b).

importância que Friedman atribui à queda no estoque de moeda ocorrida durante a depressão dos anos 30: a queda no estoque monetário provocou a deflação e queda no produto e renda nominais.

Outra conclusão decorrente da Moderna Teoria Quantitativa de Friedman, relevante para a disputa com os keynesianos a respeito das causas da depressão, deriva do fato de considerar a moeda como substituto para todos os ativos e não somente para ativos financeiros e de capital, como no caso keynesiano. Com isso, os impactos das variações na oferta de moeda não são necessariamente refletidos na taxa de juros, pois os agentes devem se deslocar para um novo equilíbrio de portfólio não somente através da compra ou venda de ativos financeiros, mas também através de gastos em ativos reais como bens de consumo duráveis e bens de capital.

No caso da Grande Depressão, segundo Friedman e Schwartz (1963a), o pânico dos bancos provocou um grande aumento da demanda por moeda para precaução por parte dos indivíduos e dos bancos. Ou seja, para um dado estoque de moeda  $M_2$ , a demanda por moeda aumentou muito. Pela Moderna Teoria Quantitativa da Moeda isso gera deflação de preços, ou seja, uma valorização da moeda. Então, para Friedman e Schwartz, durante a depressão, a reação do Fed à queda na oferta monetária e ao aumento da demanda deveria ter sido uma política monetária expansionista.

Friedman e Schwartz também consideram que os fatores externos não participaram enquanto causa do início da depressão<sup>44</sup>. Para eles, os movimentos de ouro entre 1929 e 30 são evidências de que a queda na

<sup>44</sup> Na versão monetária elaborada por Friedman e Schwartz (1963a), a importância de fatores reais no período 1929-30 não é totalmente descartada, à diferença do que ocorre em Schwartz (1981).

atividade econômica começou dentro do próprio país e a partir daí afetou o resto do mundo.

Para Friedman e Schwartz os EUA estavam ainda no padrão-ouro, na medida em que havia um preço oficial do ouro em dólar. Nesse mesmo sentido, a maioria dos demais países também estava no padrão-ouro. Desse modo, argumentam, se a depressão tivesse sido reflexo da conjuntura internacional, teria ocorrido uma saída de ouro dos EUA logo em seu início. Sob o padrão-ouro, se os EUA gastassem mais dólares do que seus recebedores no estrangeiro desejavam gastar nos EUA, a diferença teria que voltar ao país na forma de demanda por ouro, de modo que teria havido uma saída líquida de ouro dos EUA. No caso da depressão ter se originado no exterior, teria se verificado uma diminuição das exportações americanas e um aumento de suas importações, de forma que teria havido um excesso de dólares gastos pelos EUA no exterior e uma subsequente saída de ouro. No entanto, o estoque de ouro americano subiu entre agosto de 1929 e agosto de 1931. A partir daí, concluíram que a depressão teve início nos EUA, transmitiu-se ao sistema internacional e foi refletida novamente no país via mecanismo de feed back.

O artigo de Schwartz (1981), "Understanding 1929-33", faz parte de uma nova fase do debate, sendo considerado um versão monetarista mais radical. Em *Monetary History*, Friedman e Schwartz não descartam os fatores reais como parte das causas do início da queda da atividade econômica e argumentam que os fatores monetários transformaram essa queda inicial na Grande Depressão a partir da primeira onda de falências em outubro de 1930. Já no artigo de 1981, Schwartz tenta

identificar apenas fatores monetários como causas do início da depressão.

Schwartz analisa a interação da economia americana com o resto do mundo no período da depressão para argumentar contra a interpretação keynesiana internacionalista de Kindleberger (1973), que considera a depressão americana dos anos 30 no contexto internacional e argumenta que a contração econômica se iniciou devido à grande retração no comércio internacional e, com menor importância, à queda nos gastos em construção civil.

Kindleberger argumenta que a variável de gasto responsável pela queda na demanda agregada foi o item exportações. Para ele, as economias primário-exportadoras sofreram vários choques no final dos anos 20 que contribuíram para a diminuição do fluxo de comércio internacional. Além das recessões internas, tiveram que enfrentar o fim dos empréstimos junto aos países industrializados, o que limitou a quantidade de ouro disponível para as trocas externas. Sofreram ainda a imposição de quotas de importação e aumento de tarifas por parte dos países industrializados. Tais restrições externas de crédito e comércio internacional aprofundaram a recessão nessas economias e isso se refletiu numa queda das exportações americanas. Segundo Kindleberger, a depressão agrícola na Europa desde fins dos anos 20 também foi um fator que contribuiu para a retração do comércio internacional, na medida em que os países europeus tiveram sua renda diminuída e passaram demandar menos produtos estrangeiros.

Schwartz considera que essa versão keynesiana internacionalista de Kindleberger não torna necessária uma revisão da análise do setor externo apresentada em *Monetary History*. Além dos argumentos já

mostrados nesse livro, ela acrescenta que, desde a I Guerra Mundial, os EUA já eram uma economia suficientemente grande para que uma recessão originada internamente afetasse os demais países. Para ela, há várias evidências disso, tais como o fato de a recessão agrícola em muitos países estar ligada a certas políticas protecionistas americanas<sup>18</sup>, ou mesmo o fato de o boom do mercado de ações - que atraiu fundos do mundo inteiro - e a quebra da bolsa de valores terem ocorrido nos EUA e não em qualquer outro país. E, novamente argumenta Schwartz, a evidência decisiva contra a explicação de Kindleberger são as entradas de ouro nos EUA dois anos após o início da depressão (mostrada em *Monetary History*). Para Schwartz, esses são sinais de que os demais países estiveram se adaptando às políticas monetárias americanas. Se a queda na renda do resto do mundo tivesse sido transmitida aos EUA, teria ocorrido um déficit em seu Balanço de Pagamentos, o que efetivamente não se verificou durante a depressão.

Schwartz faz várias críticas às versões keynesianas da depressão. Uma das principais sugere que todas as explicações que partem da hipótese da demanda agregada diminuem a importância que tem, na análise keynesiana, a distinção entre os gastos em consumo, investimento e exportações. Isso porque, geralmente, essas versões consideram que a queda no produto começa com a reversão na tendência de crescimento do componente de gasto que primeiro alcança seu pico, seja o consumo, o investimento, as exportações ou mesmo os gastos em construção civil. Para Schwartz, dada a importância atribuída ao investimento na análise keynesiana, não se pode considerar como causa do início da depressão o

<sup>18</sup> Refere-se ao declínio dos empréstimos americanos a outros e ao protecionismo do Hawley Soot tariff que desestabilizaram o sistema financeiro internacional.

colapso em *qualquer* uma das variáveis. Além disso, a variável de gasto que primeiro reverte sua tendência de crescimento não necessariamente está em seu pico. Pode ocorrer apenas que tal variável esteja reagindo a uma influência comum a todas. No caso da depressão, essa influência seria a queda na oferta monetária<sup>13</sup>.

De posse de desenvolvimentos teóricos mais sofisticados<sup>14</sup>, Schwartz argumenta que a queda da atividade econômica de 1929 começou já como uma recessão mais grave que as demais, graças à excessiva preocupação do Fed com a especulação no mercado de ações: caso o crescimento econômico tivesse continuado, o alto preço das ações poderia ter se mantido.

De acordo com a noção monetarista de que os efeitos de política econômica são defasados, Schwartz argumenta que o pico dos negócios ocorreu no segundo semestre de 1929, em resposta aos efeitos da política monetária restritiva que o Fed vinha implementando desde 1928. Da mesma forma, a pequena recuperação do produto iniciada em princípios de 1930 foi resultado do ligeiro afrouxamento dessa política monetária, imediatamente após o colapso da bolsa em outubro de 1929, quando o Fed realizou grande operação de compras de mercado aberto.

<sup>13</sup> Schwartz apresenta o teste de Granger de causalidade no sentido moeda-renda com resultados que apoiam o suposto básico monetarista de que as variações na moeda afetam diretamente a renda (Schwartz, 1981: 11). Nesse teste, Granger (1969) analisa dois períodos, um com início em 1919 e outro com início em 1929, para observar a relação entre a renda disponível e quantidades mensais de moeda  $M_2$ . O modelo sugere a conclusão de que pode-se admitir, para o período entre as guerras, a existência de uma causalidade unidirecional no sentido moeda-renda. A objeção que se faz, no caso, é que o modelo é construído com períodos de oito anos, considerados muito curtos para assegurar direção de causalidade entre variáveis.

<sup>14</sup> Schwartz leva em consideração em sua análise alguns conceitos aperfeiçoados após a publicação do Monetary History, como as expectativas adaptativas, a Curva de Phillips Expectacional e a função oferta de Lucas.

Schwartz argumenta ainda que a economia sofreu dois choques no início da depressão: a queda no crescimento da oferta monetária e a quebra da bolsa de valores. Para ela, se a taxa de decréscimo da oferta monetária tivesse se mantido constante ao longo do tempo - como dita a regra monetária do esquema de Friedman - os agentes provavelmente teriam se ajustado a essa nova situação. No entanto, o Fed comprimiu cada vez mais a oferta monetária, principalmente através da diminuição do crédito extra aos bancos comerciais, até 1932, de forma que foi requerido sempre um novo período para que os agentes se ajustassem às variações não antecipadas na moeda e nos preços.

Além dessa restrição da oferta monetária por parte do Fed, segundo Schwartz, cada choque que a economia recebeu com as três ondas de falências bancárias e com a saída da Inglaterra do padrão-ouro em setembro de 1931, representou um golpe nas tentativas de adaptação e recuperação da economia. Houve apenas um choque positivo nesse período, que foi o programa de compra de mercado aberto empreendido pelo Fed entre abril e julho de 1932, pressionado pelo Congresso americano.

Em suma, Schwartz argumenta que todos os choques sofridos pela economia que impediram a manifestação da capacidade do setor privado se autoajustar tiveram origem monetária. Tais choques tornaram a depressão mais grave e mais longa que qualquer outra, por gerarem expectativas cada vez mais pessimistas na economia, fazendo com que a demanda por trabalho e o produto real caíssem sistematicamente. Dada a importância atribuída à moeda pelos monetaristas, a atividade econômica não poderia se processar em meio ao caos do sistema financeiro.

### 3.2 O Desafio de Temin a *Monetary History*

Temin (1976) e Kindleberger (1973) representam um desafio keynesiano à versão monetária de Friedman e Schwartz (1963a), com a ressalva de que Temin se concentra no período entre a quebra da bolsa de valores e o início de 1931, enquanto a versão monetária começa em 1931 e vai até 1941.

Temin considera as hipóteses da monetária e da demanda agregada e propõe compará-las, referindo-se ao modelo IS-LM. Quanto à primeira hipótese, ele considera que *Monetary History* é o texto que melhor a representa. Com respeito à hipótese da demanda agregada, Temin considera que as primeiras versões keynesianas, ao se basearem numa queda autônoma do investimento, não possuem sustentação nos dados por ele avaliados. Temin também reavalia as versões do tipo de J. Schumpeter, A. Hansen, T. Wilson, e os modelos econométricos construídos no pós-guerra por Bolch e Pilgrin, por Tinbergen, Klein e por Kirkwood. Ele conclui que todos se basearam em hipóteses não testáveis e, por isso não podem ser aceitos, embora forneçam uma melhor explicação para os fatos do que a versão monetária.

Temin argumenta que as versões keynesianas tomam com verdadeira a hipótese da demanda agregada e a partir daí descrevem a depressão, assim como a versão monetária tem a mesma atitude em relação à hipótese monetária.

A hipótese monetária, na forma como descrita por Temin, sugere que o primeiro pânico dos bancos induziu à queda no multiplicador monetário, ao diminuir a taxa de depósitos/moeda corrente e a taxa de depósitos/reservas bancárias. Com isso, para um dado nível de base

monetária e uma dada taxa de juros, houve um deslocamento da curva de oferta de moeda e conseqüente declínio na renda e nos preços.

Já na descrição dos modelos keynesianos do pós-guerra, a interpretação se apóia na premissa de que houve uma queda autônoma no investimento. Tal queda se manifestou sobretudo no colapso da bolsa de valores e no setor de construção civil, onde desde 1925, o número de residências passou a ser maior que a demanda. O declínio autônomo nos gastos levou à queda na renda e nos preços através do efeito multiplicador de gastos. A queda na demanda por moeda, para um dado estoque monetário, significou um relativo excesso de oferta de moeda; para reequilibrar o mercado monetário, as taxas de juros tiveram que cair. Segundo Temin, então, nesses modelos keynesianos, durante a depressão houve um deslocamento ao longo da curva de oferta de moeda em resposta à queda na demanda por moeda.

Temin adota a hipótese da demanda agregada, mas se propõe a fazer um reexame dos dados e colocar à prova as duas hipóteses. Ele começa por uma apresentação crítica de *Monetary History*. Sua primeira objeção a essa versão é o argumento de que a base monetária real esteve crecendo entre a quebra da bolsa de valores e fins de 1930 e, portanto, a curva de oferta de moeda de moeda não se deslocou para a esquerda - isso porque os preços caíram mais rapidamente que a oferta monetária. A queda no estoque de moeda foi apenas uma reação à queda das taxas de juros. Nesse sentido, Temin argumenta que o primeiro pânico dos bancos foi um movimento endógeno, foi o modo pelo qual o mercado financeiro reagiu à queda na demanda por moeda (Temin, 1974: 5).

Outra crítica que Temin faz a *Monetary History* sugere que Friedman e Schwartz desenvolvem sua descrição do período dos anos 30 partindo da suposição de que a hipótese monetária seja verdadeira, mas em nenhum momento da narrativa tal hipótese é testada. Além disso, a discussão em *Monetary History* caminha ao longo de três linhas: a análise dos determinantes do estoque de moeda nos EUA, a descrição dos efeitos desses determinantes e a análise dos efeitos de possíveis políticas monetárias que, segundo os autores, deveriam ter sido adotadas. Temin argumenta que essa última discussão é contrafactual e que, mais relevante do que sugerir os procedimentos que o Fed deveria ter adotado, é considerar os fatores que estavam influenciando a oferta de moeda. Mesmo que as ações do Fed fossem importantes, para Temin, o mais fundamental é atentar para as forças de mercado que estavam induzindo tais ações. A divergência de posições quanto ao papel do Fed tem origem nas diferentes suposições básicas dos esquemas monetarista e keynesiano. Para os monetaristas, o problema está com o governo porque o setor privado é inerentemente estável. Para os keynesianos, o setor privado é instável e o governo deve agir para corrigir os desvios das posições de ótimo na economia.

Temin critica também a forma como Friedman e Schwartz descrevem o estoque de moeda em *Monetary History*, onde são identificados três determinantes para o estoque de moeda: a base monetária - enquanto papel moeda mais bancárias, a taxa de depósitos bancários/reservas bancárias e a taxa de depósitos bancários/moeda em poder do público. Friedman e Schwartz então consideram as seguintes relações:  $H = R + C$ ,  $M = D + C$  para derivar a seguinte equação definicional:

$$M = H \cdot \frac{D/R \cdot (1+D/C)}{D/R + D/C} \quad (2)$$

Na equação (2), H é base monetária, R reservas bancárias, M estoque de moeda, D depósitos bancários e C quantidade de moeda em poder do público. Friedman e Schwartz (1963a) argumentam que cada uma das magnitudes, H, D/C e D/R, é determinada por grupos de pessoas separados e independentes. A base monetária H é determinado pelas autoridades monetárias, a taxa de depósitos/reservas D/R, pelas ações dos bancos e a taxa de depósito/moeda em poder do público D/C, pela preferência por liquidez dos indivíduos.

Temin, então, considera que, a partir dessa definição, Friedman e Schwartz sugerem que o estoque de moeda é determinado por decisões individuais, apesar de a equação (2) se referir à economia como um todo. Friedman e Schwartz se referem ao lado direito da equação como estoque de moeda que, por hipótese, é a oferta de moeda, ou seja, a equação (2) acima determina a oferta de moeda. Admite-se que a demanda por moeda é uma função da renda e das taxas de juros. Uma vez que o estoque de moeda é determinado, os níveis de renda e taxa de juros movem-se em direção à demanda de equilíbrio no mercado monetário.

Segundo Temin, Friedman e Schwartz, ao usarem o conceito de estoque monetário, referem-se à especificação usual da dinâmica de mercado de um ativo de curto prazo (às vezes semanas), onde não se consegue determinar a influência dos preços sobre a oferta monetária, uma vez que isso somente é possível no longo prazo. Desse modo, Friedman e Schwartz supõem que a oferta de moeda é determinada independentemente da renda e das taxas de juros (Temin, 1976: 19).

Temin argumenta que, em geral, os indivíduos não associam a taxa de juros à taxa de depósitos à vista, mas os bancos, sim, olham para as taxas de juros ao determinarem suas taxas de reservas e ao tomarem empréstimos junto ao Fed. Para ele, Friedman e Schwartz pressupõem que  $D/R$  e  $H$  não reagem às taxas de juros e à renda, quando argumentam que há outros determinantes para  $D/R$  e  $H$ , tais como, entre 1929 e 33, a seqüência de falências bancárias.

Temin conclui que a descrição do estoque de moeda em *Monetary History* é incompleta por desconsiderar os efeitos da demanda por moeda. E assim não é possível saber se as variações no estoque de moeda se devem a variações na demanda ou na oferta.

Schwartz (1981) responde a essas objeções, que para ela derivam do fato de Temin raciocinar com base no esquema keynesiano padrão. Neste, o preço da moeda é definido como a taxa de juros, em vez de o inverso do nível de preços  $1/p$ , como ocorre no esquema monetarista. Por isso, segundo Schwartz, Temin interpreta que nessa identidade os valores da demanda são tratados como se afetassem apenas o preço da moeda, i.e., como se a taxa de juros não afetasse a quantidade ou o estoque monetário de equilíbrio.

Schwartz afirma, ainda, que, em outros textos, Friedman e ela mostram que as taxas de depósitos/reservas são função das taxas de juros e as taxas de depósitos/moeda corrente são função também da renda. A oferta de moeda não é determinada independentemente da renda e das taxas de juros na equação (2).

Temin (1976) pretende, ainda, rejeitar uma das conclusões básicas de *Monetary History*: a de que o nível de renda caiu tão bruscamente quanto o estoque monetário durante a depressão dos anos 30. Esta

conclusão deriva da noção monetarista de que a moeda tem influência direta sobre a renda nominal e real, no curto prazo, e sobre a renda real, no longo prazo, como visto na seção 2.

Temin apresenta sua versão para o período compreendido entre outubro de 1929 e final de 1930, quando ocorre a primeira onda de falências bancárias. Ele analisa comparativamente o comportamento das principais variáveis de gasto durante três recessões, 1920-21, 1929-30 e 1937-38. Para ele, a queda no investimento entre 1929-30 não foi estatisticamente mais significativa que a dos outros dois períodos comparados. Conclui, então, que a gravidade da Grande Depressão não foi causada apenas pelo efeito multiplicador da queda no investimento, como, geralmente, concluem os modelos keynesianos do pós-guerra.

Temin avalia também o comportamento do setor de construção civil. Ele argumenta que, provavelmente, um dos fatores que induziram o colapso da construção civil no final da década dos 20 foi o declínio no crescimento populacional. Este, por seu lado, teria ocorrido em consequência das leis de imigração de 1921 e 1924, que diminuíram o número de formação de famílias de modo que, desde a segunda metade da década dos 20, a oferta de residências passara a ser maior que a demanda e os investimentos no setor começaram a diminuir. Mesmo assim, Temin considera que essa não foi a principal causa do início da depressão, como concluem muitos modelos keynesianos.

Temin considera, a partir da análise de dados, que os dois principais itens de gastos que causaram a reversão da tendência de crescimento em 1929 foram o consumo e as exportações, as quais sofreram uma queda de cerca de US\$ 1 bilhão a preços constantes de 1930. Para ele, essa queda foi resultado da depressão agrícola mundial e ainda foi

um golpe pequeno para a economia americana, quando comparada à queda no consumo em 1930 (Temin, 1976: 68).

Segundo Temin, a queda verificada no consumo não pode ser explicada apenas pela queda na renda, e tampouco pelo colapso da bolsa em outubro de 1929, pois ele considera que seu efeito riqueza foi muito pequeno. Ele chega à conclusão de que a queda no consumo em 1930 é inexplicada:

"É insatisfatório dizer que a depressão começou com um evento inexplicado, mas essa alternativa é preferível a conjecturas inconsistentes com os dados se aceitarmos a natureza autônoma de uma grande parte da queda no consumo em 1930" (Temin, 1976: 83).

Temin baseia suas conclusões sobre o consumo em regressões feitas para o período entre 1914 e 41 e a partir de gastos nominais em consumo total e em bens não duráveis, a partir da renda corrente nominal disponível e da riqueza nominal. Schwartz (1981) argumenta que essas funções que Temin ajusta são metodologicamente primitivas para o atual estado das artes<sup>15</sup>.

Temin também critica a análise da queda no estoque de moeda de Friedman e Schwartz (1963a). Para ele, não basta apenas constatar que a

<sup>15</sup> Mayer (1978) reestimou essas equações de Temin para os anos entre as guerras e encontrou amplos desvios também em outros anos, quando Temin conclui que a queda no consumo é o principal fator responsável pela depressão a partir dos desvios negativos encontrados em sua regressão para o período de 1929-31. Schwartz questiona, então, o porquê do desvio negativo em 1930 ter causado a depressão em 1930 e não tê-lo feito em 1925, por exemplo. Mayer (1978) faz ainda outras críticas metodológicas à função consumo de Temin, tais como o fato de ter trabalhado com um período muito pequeno e, dadas as amplas variações ocorridas na renda no período, é questionável o uso de uma função consumo linear para todo o período. Mesmo aceitando os procedimentos metodológicos de Temin, argumenta Mayer, pode-se chegar a conclusões opostas às suas.

Gandolfi e Lothian (1977) reviram o livro de Temin e ajustaram uma função consumo mais sofisticada e para um período mais longo (1899-1941). Dentre as cinco graves contrações da atividade econômica no período, além da de 1930, somente numa, a de 1921, foi encontrado um resíduo negativo muito grande. Concluem que dificilmente seria possível considerar que a queda nos gastos em consumo em 1930 fosse a causa da Grande Depressão.

queda ocorreu, mas é preciso avaliar se tal queda foi suficiente para explicar o movimento na renda. Como visto na seção 2, existe uma diferença entre os mecanismos de transmissão da moeda para a renda e quanto ao sentido dessa transmissão, no caso keynesiano e no caso monetarista. Temin se propõe a testar as duas hipóteses, a de que a causa do início da depressão foi a queda da oferta monetária a partir do primeiro colapso bancário, contra a hipótese de que a depressão teve início antes da primeira onda de falência e esta foi apenas um movimento endógeno de reação à queda na renda.

O teste é feito com base no esquema IS-LM. O principal critério para julgar a validade das duas hipóteses é a magnitude das elevações nas taxas de juros referentes aos ativos que mais se assemelham à moeda, i.e., ativos de baixo risco e rendimento a curto prazo.

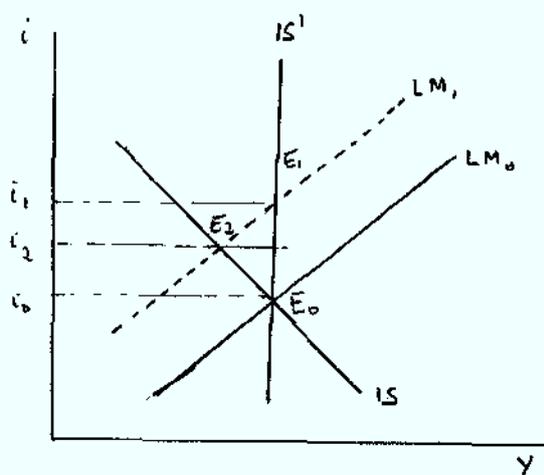


figura 3: curvas IS-LM

Temin parte do equilíbrio inicial em  $E_0$ , no cruzamento da curva  $LM_0$  com  $IS$ , a uma taxa de juros  $r_0$ . A partir daí, supõe uma queda na oferta monetária que desloca a curva LM de  $LM_0$  para  $LM_1$  com um novo equilíbrio em  $E_1$ , a uma taxa de juros  $r_1$ .

Temin argumenta que esse novo ponto de equilíbrio  $E_2$  seria possível somente se a renda pudesse variar no curtíssimo prazo. Como esse não é o caso, no curto prazo a forma da IS de ser IS'. Então, num primeiro momento, dada uma queda na oferta de moeda, a economia se desloca para  $E_1$  com taxa de juros  $r_1$ . A seguir, a taxa de juros deve ir caindo até que seja atingido o equilíbrio em  $E_2$ , como se a IS' sofresse um movimento de rotação até IS. Dada a diminuição da oferta monetária, há uma elevação da taxa de juros de  $r_0$  para  $r_1$  e depois uma ligeira queda ao longo do tempo. Segundo Temin, a elevação da taxa de juro somente não ocorreria caso a IS fosse horizontal, o que pressupõe que o investimento seja infinitamente elástico em relação aos juros.

Temin compara o comportamento das taxas de juros durante as três recessões, 1920-21, 1929-30 e 1937-38. Ele observa que há uma elevação em 1920 e entre 1929-30. As magnitudes dessa elevação são suficientemente parecidas para possibilitar a conclusão de que a queda na oferta monetária em 1929-30 não é pior que a de 1920. Segundo Temin, é até possível que o declínio na atividade econômica tenha sido causado pela queda na oferta monetária, pois ele reconhece que o Fed vinha implementando política monetária restritiva desde 1928. Porém, a questão relevante a ser investigada é o porquê desse declínio ter sido mais grave em 1929-30 que nos demais períodos comparados.

Segundo a hipótese monetária, a primeira onda de falências bancárias, ao reduzir o estoque de moeda, tornou a contração da oferta monetária diferente das demais. Sendo assim, argumenta Temin, a taxa de juros deveria ter se elevado, ou pelo menos ter interrompido a tendência de queda, imediatamente após cada onda de falências. E tal reversão de tendência temporária da taxa de juros deveria ter-se

observado mesmo que a queda na oferta de moeda induzida pelo pânico não fosse análoga à queda causada pelas operações de mercado aberto.

Temin argumenta, com base nesse esquema, que mesmo que os efeitos sobre as taxas de juros de uma queda na oferta de moeda resultante das falências bancárias não sejam tão evidentes, eles deveriam ter aparecido no caso da Grande Depressão. No entanto, os dados que ele apresenta (Temin, 1976: 124-125) não revelam uma interrupção da tendência de queda das taxas de juros em seguida a cada pânico bancário.

A partir disso, Temin conclui que a hipótese monetária falha em seu teste mais importante, ou seja, na elevação das taxas de juros de curto prazo que deve ocorrer em seguida à queda no estoque monetário. Portanto, a queda na oferta monetária entre 1929 e 30 não foi o que tornou a recessão dos anos 30 mais grave que as demais por ele analisadas. E não há evidências de que o colapso bancário tenha gerado essa restrição da oferta monetária real (Temin: 126). Daí concluir que os dados encontrados são mais consistentes com a hipótese da demanda agregada, segundo a qual a demanda por moeda esteve declinando mais rapidamente que a oferta até setembro de 1931.

Schwartz argumenta que o fato de as taxas de juros de curto prazo não terem subido em seguida a cada pânico dos bancos não é necessariamente inconsistente com a sua afirmação de que foi a queda no estoque de moeda, induzida pelas falências bancárias, que causou a depressão. Para ela, a queda no estoque monetário estava sendo refletida mais nos preços das mercadorias que nas taxas de juros. Além disso, havia outros fatores influenciando as taxas de juros, como, por exemplo, o mercado de papéis comerciais e o de títulos do governo.

Segundo Schwartz, a dívida do governo esteve se reduzindo de 1919 até 1930. Com isso, a oferta de fundos emprestáveis cresceu e, para um dado nível de preços que sinalizava o mercado, as taxas de juros tiveram que cair. Durante agosto de 1930, o aumento da dívida pública foi pequeno, daí sua pouca influência sobre a oferta de fundos emprestáveis e, conseqüentemente, sobre a elevação das taxas de juros de curto prazo. Por isso, argumenta Schwartz, a não elevação das taxas de juros em 1930 não significa que a oferta monetária não diminuiu.

No esquema teórico keynesiano, uma variação na oferta monetária sempre se manifesta no mercado de crédito através das taxas de juros, seguindo o mecanismo de transmissão já descrito. Por outro lado, no esquema monetarista, a variação da oferta monetária não necessariamente se manifesta no mercado de crédito via taxa de juros. Na análise da Moderna Teoria Quantitativa de Friedman, o preço da moeda não é a taxa de juros como no caso keynesiano, e sim, o inverso do nível de preços  $i/p$ . Assim, a escassez monetária, nesse modelo, deve se manifestar em  $i/p$ , ou seja, na queda dos preços, o que Friedman e Schwartz tentam mostrar em *Monetary History*. Além disso, nessa análise, os indivíduos não compensam a escassez de moeda apenas por meio da venda de ativos financeiros, mas também através da queda da demanda por de ativos reais (bens de consumo duráveis), induzindo à queda nos preços.

Dessas divergências quanto aos mecanismos de transmissão derivam também as diferenças de posições de Temin (1976) e Friedman e Schwartz (1963a) quanto ao papel do Fed e à política monetária que deveria ter sido adotada em 1930. Temin opina que o Banco Central deveria ter atuado sobre os redescontos, enquanto Friedman e Schwartz (1963a) e Schwartz (1981) defendem que o Fed deveria ter atuado diretamente sobre

a base monetária ou sobre as reservas bancárias e operações de mercado aberto.

Outro ponto de discordância diz respeito ao comportamento dos saldos reais. Temin argumenta que a evidência definitiva de que os fatores monetários não podem explicar a Grande Depressão é o fato de os saldos reais não terem declinado no período em questão, uma vez que os preços caíram rapidamente. Para ele, não foi a queda no estoque nominal de moeda que provocou o efeito deflacionário. A função demanda por saldos nominais declinou no período, enquanto a demanda por saldos reais esteve constante ou mesmo aumentou. Além disso, Temin considera que os saldos monetários são apenas uma construção estatística.

Para Schwartz, se Temin considerasse os saldos monetários como o total monetário básico, i.e., a demanda por moeda para transações mais a demanda para especulação, teria que explicar por que uma queda na demanda por moeda não produziu aumento nos preços, para um dado estoque nominal fixado.

Essa divergência entre Temin e Schwartz também está ligada aos diferentes arcabouços teóricos a que pertencem. Para Temin, houve, durante a depressão, uma queda da demanda total por moeda  $M_d$  devido à queda na renda. Mas, como os preços e as taxas de juros declinaram mais do que a demanda por moeda, os saldos reais  $M_r/p$  inicialmente aumentaram. Para uma dada base monetária, o ajuste no mercado monetário foi obtido por meio de uma contração em  $M_1$  e  $M_2$  - a oferta nominal contraiu-se e a oferta real permaneceu aproximadamente constante. Portanto, a curva de demanda especulativa por moeda deslocou-se ao longo da função oferta real de moeda  $M_r/p$ . Nos termos do modelo IS-LM,

isso equivale a dizer que a curva LM não se deslocou. As taxas de juros caíram em resposta ao deslocamento da curva IS, como na figura 4.a.

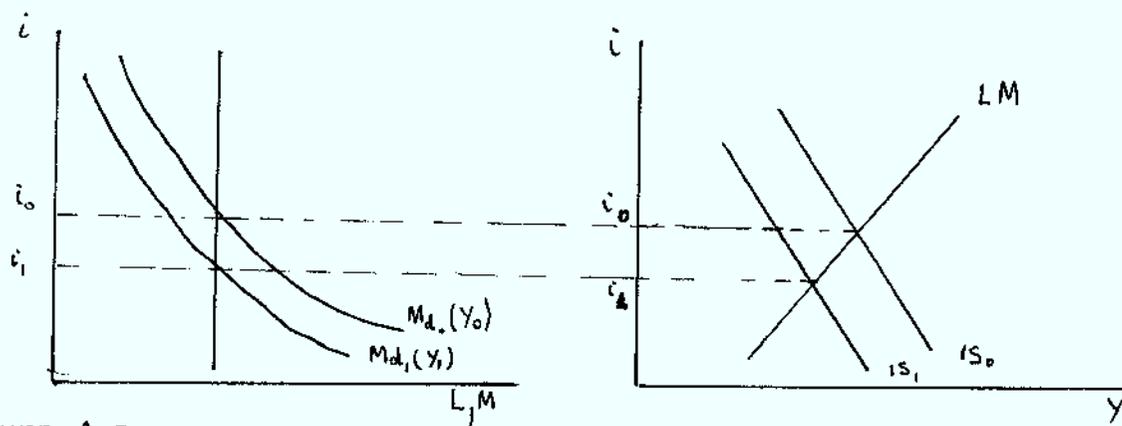


figura 4.a

Schwartz critica essa proposição de Temin de que a oferta monetária apenas se ajustou à queda na demanda por moeda e esse ajuste ocorreu através das falências bancárias.

No esquema monetarista, a função oferta de moeda  $M_s$  deslocou-se durante a depressão porque a oferta nominal de moeda caiu mais que os preços. Então, ocorreu um deslocamento da curva de oferta monetária ao longo da curva de demanda e a curva IS também se deslocou em consequência da queda nos gastos. Veja figura 4.b

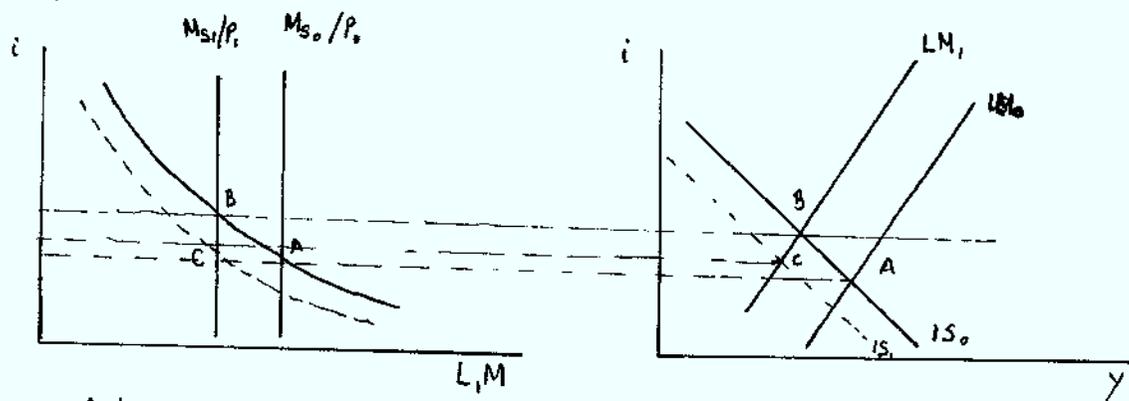


figura 4.b

Para argumentar contra a afirmação de Temin de que a queda na renda agrícola foi um dos fatores que contribuiu para o pânico dos bancos, Schwartz considera que as evidências empíricas não apóiam essa

posição de Temin. Outra objeção desse tipo é o argumento de Schwartz de que não há evidências de que a função demanda por moeda tenha declinado no período analisado por Temin, pois Gandolfi e Lothian (1976) mostraram que a função demanda por saldos monetários reais não sofreu deslocamento para a esquerda durante a Grande Depressão. Segundo eles, a elevação dos saldos monetários reais em 1930, assim como em 31 e 33, esteve adequada às mudanças ocorridas nos determinantes da função demanda, o que leva Schwartz a concluir que houve deslocamento ao longo da função demanda por moeda, como na figura 4.b e não deslocamento da função demanda por moeda<sup>14</sup>.

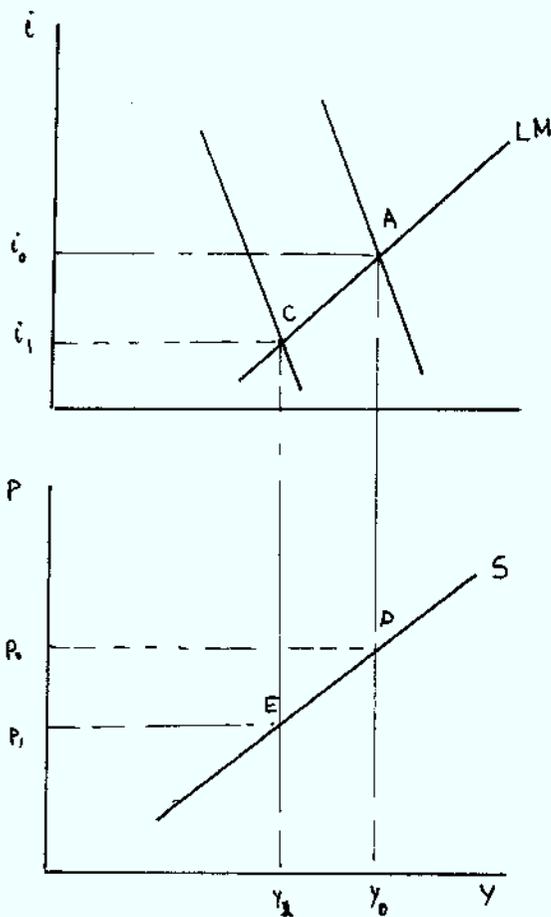
Em seu artigo "Notes on the Causes of the Great Depression", 1981, Temin recupera o teste para as duas versões, ampliando o modelo com a curva de oferta agregada, S. No modelo da figura 5.a, tem-se a hipótese da demanda agregada e, em 5.b, a hipótese monetária<sup>15</sup>.

Nos dois modelos, o equilíbrio inicial corresponde aos pontos A, no gráfico de cima e D, no gráfico de baixo. Segundo Temin, é ponto comum às duas hipóteses o fato de a renda real, os preços dos bens e serviços, as taxas de juros de curto prazo e o estoque nominal de moeda terem caído entre fim de 1929 e fim de 1930. Nos dois modelos tem-se, portanto, um deslocamento ao longo da curva de oferta agregada devido ao deslocamento da curva IS de  $IS_0$  para  $IS_1$ .

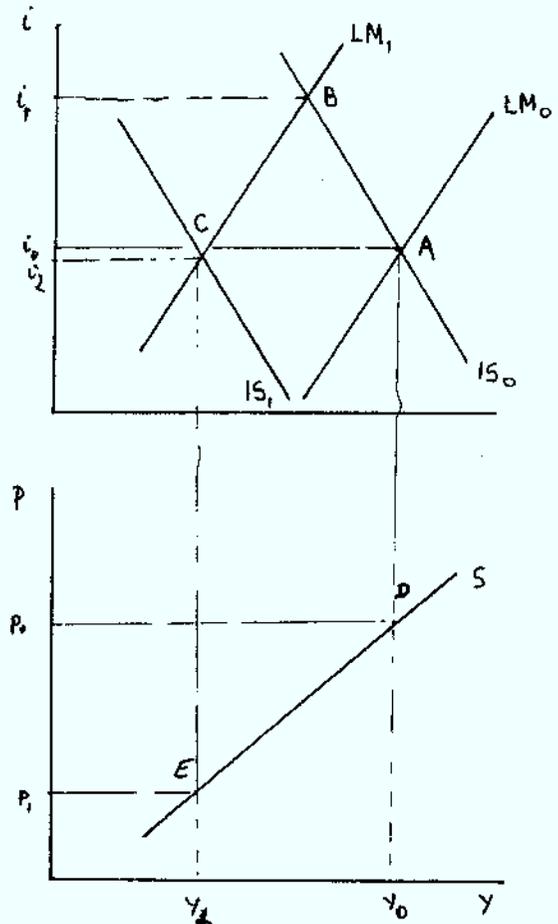
<sup>14</sup> Gandolfi e Lothian (1976) ainda desafiaram a idéia de Temin de que uma queda na quantidade nominal de moeda acompanhada por uma correspondente queda nos preços deixaria o produto real imutável se os saldos reais permanecessem constantes. Nesse caso, segundo os autores, Temin falhou em notar a distinção entre mudança de preço antecipada e não antecipada e supôs que o produto depende de seu preço em relação ao preço esperado de seus insumos. Schwartz argumenta ainda que Temin (1976) ignorou a crescente literatura acerca do efeito das variações de preços não antecipadas sobre as variações do produto real. Daí, Temin concluir que o comportamento dos saldos reais no período é inconsistente com a explicação monetária para a Grande Depressão.

<sup>15</sup> A maior inclinação da curva LH na figura 5.b se deve ao fato de a elasticidade-juros da demanda por moeda ser muito baixa, de modo que os choques monetários têm grande potência. No esquema keynesiano, ocorre o oposto, por isso a curva é bem menos inclinada (Froyen, 1983).

No modelo referente à hipótese da demanda agregada, a curva LM não se desloca. Há apenas o movimento da IS ao longo da LM, causado pela queda autônoma dos gastos. Esse movimento provoca queda nos preços, nas taxas de juros e no produto. A economia passa para um novo equilíbrio nos pontos C e E.



5.a: hipótese da demanda



5.b: hipótese monetária

Segundo Temin, a transição da primeira posição de equilíbrio para a segunda ocorre da seguinte maneira: os choques ocorridos inicialmente no mercado de bens - a queda autônoma nos gastos - induzem o mercado monetário a se ajustar rapidamente. Os preços, a renda e as taxas de

juros declinam continuamente. As taxas de juros caem a despeito do aumento da demanda por moeda para especulação e precaução.

Na figura 5.b, ocorre inicialmente um deslocamento da curva LM ao longo de  $IS_0$  de A para B. Segundo Temin, a distância entre esses dois pontos varia de acordo com a velocidade de ajustamento dos mercados de bens e monetário. Como há um movimento da direita para a esquerda ao longo da curva de oferta agregada com diminuição dos preços, criam-se expectativas de mais deflação. Isso acarreta um elevação das taxas de juros reais em relação às nominais. Devido a essa elevação das taxas de juros, a curva IS se desloca de  $IS_0$  para  $IS_1$ , uma vez que, no esquema monetarista, o investimento é muito juros-elástico. Então, a economia se move de B para C. Como o produto continua a cair, a economia continua a se mover para baixo na curva de oferta agregada, S até alcançar o ponto E.

Temin julga a validade das duas hipóteses a partir de dois critérios: a ocorrência ou não do deslocamento da curva LM e o motivo pelo qual a IS se deslocou.

O deslocamento para esquerda da curva LM é causado por uma variação negativa dos saldos reais  $M_n/p$ . Segundo Temin, os saldos reais aumentaram entre o final de 1929 e o início de 1931. Ele argumenta que, mesmo que o poder desse teste seja prejudicado pelo movimento dos preços pode-se concluir que realmente os saldos reais subiram porque os preços caíram mais rapidamente que a oferta nominal de moeda  $M_n$ .

No lado da hipótese monetária, segundo Temin, o fato que provocou a saída da economia do equilíbrio inicial foi o primeiro pânico dos bancos. Este, ao diminuir o estoque nominal de moeda  $M_n$ , provocou a

queda nos saldos reais  $M_0/p$ . Assim a curva LM se deslocou de  $LM_0$  para  $LM_1$ .

Temin considera que, como não há evidências de queda nos saldos reais nesse período, por esse critério do comportamento dos saldos reais, a hipótese da demanda agregada é melhor que a monetária para explicar os anos 29 e 30.

Outro critério de comparação entre as duas hipóteses é o motivo pelo qual a curva IS se desloca em cada um dos modelos, 5.a e 5.b. Temin toma como base de comparação a análise dos efeitos do pânico dos bancos sobre a economia. Considera que os pontos A e D nos dois modelos representam a situação inicial americana até outubro de 1930 e compara a transição desses pontos para C e E em cada modelo.

Na figura 5.a, observa-se que a taxa de juros declinou continuamente ao longo da transição de A para C no gráfico de cima. Na figura 5.b, houve primeiro um elevação da taxa de juros nominal, quando a LM se deslocou ao longo da  $IS_0$  de A para B. Como Temin (1976) mostra, quando a LM se desloca para a esquerda, a taxa de juros nominal somente não sobe se a curva IS for horizontal. Ainda na figura 5.b, observa-se que a taxa de juros declina devido ao movimento da curva IS, ao longo de  $LM_1$ , do ponto B para C. Temin argumenta que, de acordo com as teorias dos choques monetários, o impacto do deslocamento da curva LM deve ser absorvido pelas taxas de juros e depois deve ir deslocando gradualmente a renda para baixo ao longo da curva de oferta agregada. Porém, como já mostrado em Temin (1976), as taxas de juros não subiram logo após o pânico dos bancos em 1931. Temin conclui que, também segundo esse critério de motivo do deslocamento da curva IS, o modelo

da hipótese da demanda agregada se adequa melhor aos fatos ocorridos entre a quebra da de valores e 1931.

Quanto aos outros mecanismos, além das taxas de juros, através dos quais os choques monetários são transmitidos à economia, Temin faz uma breve referência ao "efeito saldo real" e às "mudanças de expectativas".

Temin admite que, no caso dos planos dos indivíduos serem afetados pelas variações dos saldos reais, uma dada queda nesses últimos pode mudar o comportamento dos gastos sem se refletir no mercado financeiro, como argumentam os monetaristas. Isso significa, segundo Temin, que um deslocamento para a esquerda da curva LM, na figura 5.b, causa um simultâneo deslocamento da curva IS. Se o mercado monetário se equilibrar mais rapidamente que o mercado de bens e as curvas de equilíbrio durante a transição forem  $IS_1$  e  $LM_1$ , o ponto de equilíbrio passa de A para C, passando perto ou pelo ponto B. A elevação da taxa de juros somente é anulada completamente, portanto, caso o mercado de bens se equilibre antes do mercado monetário. Segundo Temin, nenhum desses dois mecanismos esteve presente na economia americana em 1930 porque em nenhum momento houve queda dos saldos reais.

Quanto às mudanças de expectativas que podem ocorrer em resposta às variações na oferta monetária, Temin considera que a hipótese de previsão perfeita<sup>16</sup> é inconsistente com o modelo 5.b. O deslocamento da curva IS ocorre devido à existência de expectativas rígidas. Se os agentes pudessem prever corretamente os efeitos das variações

<sup>16</sup> Previsão perfeita corresponde a mudanças rápidas nas expectativas: os agentes, ao tomarem decisões de gastos percebem e entendem rapidamente as implicações da variação na oferta de moeda e as incorpora às suas decisões. Desse modo, não é necessário haver comunicação entre os mercados de bens e monetário para se tomar decisões que alterem a composição da carteira de portfólio entre ativos reais e financeiros (Gordon e Wicox, 1981)

monetárias, segundo Temin, a curva de oferta agregada seria vertical. Isso significa que não seria possível ocorrer a Grande Depressão.

Pode-se argumentar também, segundo Temin, que a hipótese de informação perfeita é inconsistente com a depressão porque os efeitos dos pânicos dos bancos sobre as expectativas foram retardados por sua rigidez e, se tivesse havido qualquer mudança de expectativas após o primeiro pânico, esta deveria ter resultado de eventos anteriores aos pânico. Assim, a hipótese de expectativas adaptativas também não é capaz de explicar a Grande Depressão a partir da hipótese monetária.

Quanto à efetividade de uma política monetária ativista expansionista no período, Temin argumenta que dependeria da velocidade com que os mercados de bens e monetário alcançariam o equilíbrio. Tal política monetária defendida por Friedman e Schwartz (1963a) somente teria sido eficaz no caso do mercado monetário se equilibrar mais rapidamente que o de bens.

Temin faz ainda algumas conjecturas sobre o que poderia ter acontecido se não houvesse a onda de falências bancárias: os bancos teriam acumulado excesso de reservas devido à queda na quantidade demandada de moeda e com isso o estoque de moeda  $M$  (ou oferta monetária) teria caído para equilibrar o mercado monetário com  $M_u = M_d$ . Outra possibilidade seria os bancos terem sido capazes de aumentar seus empréstimos a taxas de juros mais baixas, expandindo a oferta monetária e fazendo com que a curva LM se deslocasse para a direita.

Temin conclui que, embora o início da depressão não tenha sido causado pelo pânico dos bancos, se ele não tivesse ocorrido certamente a oferta de moeda não teria caído tanto em 1931 e as expectativas de deflação não teriam sido tão pessimistas e, até a saída da Inglaterra

do padrão-ouro em setembro de 1931, a renda e os preços não teriam caído tanto, assim como a depressão certamente não teria sido tão longa, conclusão esta muito parecida com a de Friedman e Schwartz (1963a).

### 3.3 Importância dos Fatores Reais e Monetários

No artigo "Monetarist Interpretations of The Great Depression", R. J. Gordon e J. A. Wilcox ampliam o leque de interpretações para as causas da depressão dos anos 30. Consideram que Temin (1976) e Schwartz (1981) constituem os dois extremos keynesiano e monetarista, respectivamente. *Monetary History* é associada ao monetarismo flexível, para o qual não são descartados os fatores reais como causa do início da queda na atividade econômica. Os autores citam também as versões keynesianas flexíveis que partem da hipótese da demanda agregada como verdadeira, mas consideram alguns fatores monetários como agravantes da depressão. A preocupação de Gordon e Wilcox é com as versões extremas. Pretendem testar a possibilidade de descartá-las como explicações aceitáveis.

Para eles, os fatores reais são fundamentais para se entender o início da recessão. Porém, o comportamento das variáveis monetárias teria originado a passagem para a depressão. Não se pode concordar, segundo eles, com a suposição de Temin de a queda de 2,5% na oferta de moeda  $M_2$  nos primeiros 15 meses após a quebra da bolsa e de mais 7,5% nos 15 meses seguintes não teve qualquer efeito sobre o nível de renda da economia.

Gordon e Wilcox propõem um modelo do tipo IS-LM para colocar à prova as duas versões "radicais" de Temin e Schwartz. O teste parte de duas proposições básicas em que Temin se apóia. A primeira, se a contração na atividade econômica tivesse tido como causa a queda na oferta monetária as taxas de juros de curto prazo teriam caído. A segunda, uma vez que os saldos reais estiveram crescendo entre 1929 e 31, devido ao movimento de queda nos preços, não houve deslocamento da função oferta de moeda e, portanto, a curva LM não se deslocou para a esquerda. Como, no referido período, as taxas de juros estiveram caindo ininterruptamente.

A argumentação de Gordon e Wilcox parte do esquema mostrado na figura 6 abaixo. Eles tentam mostrar que o declínio das taxas de juros de curto prazo e elevação dos saldos reais podem ser logicamente compatíveis com um modelo IS-LM no qual o gasto nominal é função crescente da renda, e também pretendem mostrar no mesmo esquema, a importância do comportamento dos gastos, contrariando a tese de Schwartz (1981).

Os autores incluem as curvas de oferta e demanda agregadas. A posição da curva de demanda agregada DD é determinada pelo nível de gasto autônomo e pela oferta nominal de moeda. Então, segundo Gordon e Wilcox, a curva DD e, portanto, o produto nominal  $Y_n$  são deslocados por variações na moeda.

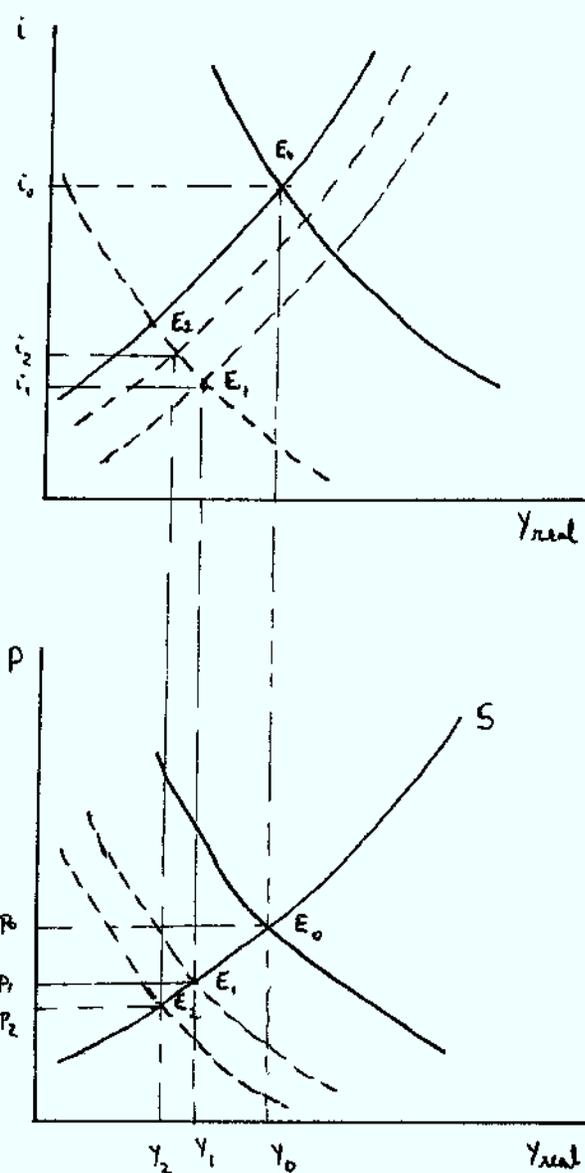


figura 6

Por outro lado, o mesmo modelo é compatível também com a queda nas taxas de juros e o aumento nos saldos reais. Basta supor que, a partir do equilíbrio inicial  $E_0$ , haja uma queda nos gastos autônomos  $\bar{A}$  de  $\bar{A}_0$  para  $\bar{A}_1$ . Se a oferta de moeda  $M$  permanece em  $M_0$ , deve ocorrer um deslocamento da curva IS de  $IS_0$  para  $IS_1$ , de  $DD_0$  para  $DD_1$ , do nível de preços  $P_0$  para  $P_1$ , e do produto  $Y_0$  para  $Y_1$  e da taxa de juros  $r_0$  para  $r_1$ . Esses resultados, portanto são favoráveis à tese de Temin. Mas,

argumentam Gordon e Wilcox, o mesmo modelo permite observar que o comportamento da quantidade nominal de moeda também é importante.

Os autores consideram que, além do declínio do gasto autônomo de  $\bar{A}_0$  para  $\bar{A}_1$ , ocorra uma queda no estoque de moeda de  $M_0$  para  $M_1$ . A partir daí, observa-se que os níveis de preços e produto caem ainda mais, para  $P_1$  e  $Y_1$ , respectivamente. Uma vez que a curva de oferta agregada é positivamente inclinada, o nível de preços sofre uma queda mais que proporcional à queda na quantidade de moeda  $M$ . Com isso, o saldo real  $M/p$  declina e, conseqüentemente, a taxa de juros se eleva de  $r_1$  para  $r_2$  ao longo da curva da curva  $IS_1(\bar{A}_1)$ . Portanto, argumentam Gordon e Wilcox, não se pode deduzir que os movimentos dos saldos reais ou da taxa de juros negam a importância dos fatores monetários, como supõe Temin.

Ainda segundo Gordon e Wilcox, como o argumento do modelo da figura 5 acima se baseia num deslocamento do gasto autônomo, é incompatível também com o extremo monetarista representado por Schwartz. Em princípio, a economia poderia alcançar o ponto de equilíbrio  $E_2$  por outro caminho. O esquema acima supõe que a taxa de inflação esperada seja zero. Isso porque, se a inflação esperada fosse diferente de zero, os agentes poderiam alterar seus encaixes. Se, de fato, entre 1929 e 33, a taxa de variação nos preços tivesse sido repetidamente incorporada às expectativas, a taxa de juros real poderia ter ficado acima da nominal.

Gordon e Wilcox argumentam que, uma vez que a curva LM foi definida para uma dada taxa de juros nominal (que iguala demanda e oferta de moeda no mercado monetário) e a IS, para uma taxa de juros real (que iguala poupança e investimento no mercado de bens), seria

necessário desenhar uma nova curva IS em termos de taxa de juros nominal. A nova curva seria deslocada verticalmente abaixo da  $IS_0$ , porque, devido à taxa de deflação esperada, a taxa de juros real é maior que a nominal. O equilíbrio se daria ao nível de taxas de juros mais baixas em todos os pontos. Para Gordon e Wilcox, não haveria razão para que tal curva  $IS'$  não pudesse gerar o mesmo ponto de equilíbrio  $E_M$ . Assim, todas as conclusões anteriores sobre  $E_M$  poderiam ser mantidas mesmo que o gasto autônomo  $A$  permanecesse constante em  $A_0$ .

Para Gordon e Wilcox, a hipótese de Schwartz de que somente a variação do estoque de moeda explica a queda no produto não é aceitável. Isso porque, entre 1930 e 32, o estoque  $M_2$  declinou 1,8% em relação a seu pico em 1929 e o deflator do produto declinou 2,2%. Apesar da pequena variação em  $M_2$  e nos preços, nos primeiros meses da depressão a queda no produto real foi de 9,5%. Segundo Gordon e Wilcox, sem uma repentina e inexplicada mudança nas expectativas de preços estáveis para deflação, os primeiros quinze meses da depressão só podem ser explicados por um deslocamento para a esquerda no gasto autônomo.

Aqui, os monetaristas contraargumentariam que o produto depende da oferta de moeda na economia e se desvia do "produto natural" quando ocorrem surpresas<sup>49</sup>.

A partir do modelo apresentado na figura 6, Gordon e Wilcox concluem que as versões extremistas monetarista e keynesiana sobre a Grande Depressão podem ser recusadas. Com referência ao teste de causalidade entre moeda e renda de Granger (1969) citado por Schwartz (1981), Gordon e Wilcox mencionam que pode ser interpretado de forma

<sup>49</sup> A distinção de Gordon e Wilcox entre monetaristas e não-monetaristas é imprecisa. Eles se referem a monetaristas, mas nesse caso, estão falando dos novos clássicos, que não gostam de serem confundidos com monetaristas devido às suas divergências de conclusão de política econômica.

diferente. O teste, que utiliza dados estimados para o período de 1914-42 e 1941-44, tem como resultado que os efeitos defasados da moeda - muito enfatizados pelos monetaristas - sobre a renda são ambíguos, pois há um impacto significativo da moeda sobre a renda para o período como um todo, mas não para cada subperíodo isoladamente. Observa-se também um impacto de  $M_1$  e  $M_2$  sobre a renda entre 1929 e 41 e uma simultaneidade dos movimentos de moeda e renda. Então, segundo Gordon e Wilcox, Schwartz interpretaria que, nos primeiros três anos, a moeda teve um rápido e poderoso efeito sobre a renda, enquanto Temin interpretaria que a moeda apenas reagiu passivamente às variações do produto devido a fatores reais.

Uma vez apontadas as limitações das versões de Temin e Schwartz, Gordon e Wilcox consideram um esquema teórico a partir do qual desenvolvem suas explicações para a depressão dos anos 30. Esse esquema pode ser assim resumido:

- o investimento líquido em bens de consumo e bens de produção é função do afastamento entre os estoques reais e desejados de tais bens;

- qualquer queda no investimento líquido provoca queda no produto, sendo que o investimento líquido pode diminuir quando diminui o estoque desejado ou quando o estoque corrente aumenta muito em relação aos estoques desejados;

- o principal fator que fez com que caísse o nível desejado de investimento no final dos anos 20 foi o efeito do declínio no crescimento populacional sobre a construção civil no setor habitacional;

- o principal fator que contribuiu para elevar o estoque real de capital tão alto foi a superoferta de residências, bens de consumo e a explosão do mercado de ações.

Gordon e Wilcox argumentam que a queda na imigração e a superprodução no setor habitacional foram as causas da queda do nível de investimento na área de construção civil já a partir de 1925. Além disso, vários itens de gasto caíram bruscamente entre 1929 e 30, sendo que o consumo foi o que mais contribuiu para o declínio do produto (Gordon e Wilcox (1981): 76). Eles não chegam a uma conclusão segura quanto às causas dessa queda no consumo, se teve raízes na quebra da bolsa de valores ou se foi uma reação endógena à queda em outros componentes de gasto e conseqüente queda na renda.

Quanto à duração da recessão por quase toda a década dos 30, eles concluem que sua explicação deve ser buscada na análise do setor da construção civil. Ainda no início dos anos 40 a taxa de investimento em construção (item fundamental na determinação do nível de emprego) em relação ao produto era menos que a metade do seu nível em meados da década dos 20. E o PNB em 1940 não seria maior, em termos absolutos, que em 1929, se não fossem os gastos governamentais que preenchem o gap deixado pelo investimento. Então, dado que, entre 1929 e 1940,  $M_2$  subiu 18% e  $M_1$ , 49%, Gordon e Wilcox consideram que uma abordagem monetária "radical" do tipo da de Schwartz é limitada e ineficiente quanto à explicação para a depressão dos anos 30.

Para Gordon e Wilcox, o porquê do ponto de reversão da tendência de crescimento ter ocorrido em 1929 e não durante a mini-recessão de 1926 é explicado pela relação entre o consumo e o mercado de ações. A efervescência no mercado de ações induziu a um boom de consumo que

adiou o impacto recessivo do colapso no setor habitacional. Isso quer dizer que a quebra do mercado de ações em outubro de 1929 precipitou a queda verificada no consumo, que interagiu com o colapso do setor de construção civil.

Portanto, para Gordon e Wilcox, o declínio nos gastos é essencial para explicar o início e a duração da queda no produto, seguindo a hipótese da demanda agregada não "radical". No entanto, em termos gerais, eles concordam com algumas das proposições de Friedman - os choques do governo também contribuem para a desestabilização do setor privado. Ações passadas de política monetária geralmente causam mais mal do que bem. Aqui se referem à política monetária restritiva do Fed desde finais de 1928. E que, no caso da Grande Depressão, diferentes políticas monetárias teriam mudado o curso dos acontecimentos.

#### *3.4 Os comentários de Meltzer Sobre Versões Monetárias x Não Monetárias*

Allan Meltzer, no artigo "Monetarist Interpretations of the Great Depression" (1981), tenta selecionar os principais pontos comuns e de desacordo entre as interpretações monetárias para a Grande Depressão. Além disso, ele rejeita totalmente a análise de Temin (1976), argumentando que a queda nos preços e no produto entre 1929 e 31 resultou somente do declínio nos gastos que induziu à queda na demanda por moeda não têm validade teórica nem base empírica correta.

Meltzer concorda com algumas conclusões de Gordon e Wilcox. Por exemplo, a principal delas, a de que tiveram importância na determinação dos acontecimentos da depressão tanto os fatores reais quanto monetários. Também concorda com a afirmação dos autores de

diferentes políticas monetárias, ou seja, ativas e expansionistas, teriam tornado a depressão menos profunda, com a ressalva de que, para Meltzer, tais políticas deveriam ter sido adotadas já em 1929 e não a partir de 1931, como afirmam Gordon e Wilcox.

Meltzer também admite que não foram somente os fatores monetários que iniciaram e agravaram a depressão, na medida em que não são todas as variações no produto e nos preços que podem ser explicadas por variações anteriores na quantidade de moeda ("moeda defasada"). Porém, argumenta que certas políticas não monetárias, tais como as tarifas de 1930 e toda a legislação pró monopólio e pró cartel como a NIRA (National Industrial Recovery Act), embora sejam um dado não monetário, seus efeitos, nos anos 30, estiveram relacionados a fatores monetários. Isso porque, para ele, as implicações das tarifas sobre os preços e o produto teriam sido outras se o padrão-ouro tivesse sido abandonado antes e nas circunstâncias em que foram impostas, essas tarifas aprofundaram a depressão.

Outro ponto comum entre as análises de Gordon e Wilcox e Meltzer diz respeito à Curva de Phillips: eles argumentam que quando se observa que nos anos 30 a distribuição da renda nominal entre preços e o produto percebe-se que a taxa de variação dos preços esteve associada à taxa de variação no produto e não ao nível do produto, ou ao nível de desemprego. Segundo eles, então, esse dado contraria as conclusões de política econômica que se tira a partir da Curva de Phillips, ou seja, as sugestões de que se pode aumentar o produto sem se elevar os preços através do aumento de incentivos fiscais.

Meltzer discorda de alguns pontos na análise de Gordon e Wilcox. Um deles é seu argumento de que a queda do investimento no setor de

construção civil no final dos anos 20 foi causado principalmente pela superprodução de residências a partir de meados da década, sendo que o fator que mais contribuiu para diminuir a demanda no setor habitacional teria sido a queda do crescimento populacional. Meltzer critica tal argumentação, sugerindo que não foi metodologicamente bem elaborada e que havia mais de cinco anos antes de 1929 que o declínio no crescimento populacional estava reduzindo o crescimento do número de famílias e, portanto, seria difícil admitir que já nos anos 20 não tivesse ocorrido um processo de ajustamento na economia.

Para Meltzer, o declínio no investimento em construção civil a partir de 1929 teve outra causa, qual seja, o fato de a queda na renda em 1929 ter diminuído a demanda por bens duráveis. As famílias teriam deslocado suas demanda para títulos do governo com retornos de curto prazo entre 1930 e 32.

Meltzer considera também que Gordon e Wilcox não deram a devida importância ao mercado de ações. Para Meltzer, o declínio nos preços das ações não pode ser tratado como um fator independente da Grande Depressão, uma vez que, logo em seguida ao colapso do mercado de ações, o produto caiu rapidamente.

Meltzer argumenta que o entendimento dos fatos durante a depressão passa pela consideração de dois fatores conjugados, o fantástico crescimento de 6% no produto real entre julho de 1928 e julho de 1929 e a queda abrupta que sofreu a partir de então, a qual Meltzer acredita estar ligada ao declínio nos preços das ações nesse período.

Outra crítica de Meltzer a Gordon e Wilcox se refere ao fato de terem negligenciado o componente estrangeiro da base monetária ao desconsiderarem a interação do Hawley Smoot tariff com o padrão-ouro.

Meltzer dá muita importância a essa tarifa, se esta não tivesse sido imposta pelo governo americano em 1930, provavelmente não surgiria a relação subsequente de tarifas protecionistas e nem os erros de política monetária referentes ao sistema de taxas de câmbios fixas, sem o qual os efeitos depreciativos do Hawley Smoot teriam sido bem menores e teriam se concentrado nos EUA. Em suma para Meltzer, a política de tarifas adotada pelos EUA a partir de 1930 tornou a recessão americana uma depressão internacional.

#### ***4. Comentários finais***

O debate sobre as causas da Grande Depressão dos anos 30, na forma como foi aqui apresentado, trava-se basicamente entre duas posições opostas, a que privilegia a importância dos fatores monetários, ou hipótese monetária, e a que privilegia a importância dos fatores reais, ou hipótese da demanda agregada. À primeira se associa a idéia de que o governo foi o grande vilão da história e à segunda, a noção de que a depressão ocorreu porque o governo não teve participação ativa na história. Pode-se dizer, então, que com exceção da posição de Gordon e Wilcox (1981) esse debate faz parte de controvérsias teóricas dos anos 60 e 70. Nesse sentido, é uma disputa defasada em relação à tendência mais recente da "macroeconomia convencional" a que se filia. Nesta, a distinção entre o que até os anos 80 se tratava por monetarismo x não-monetarismo se faz através da discussão em torno dos méritos, custos e

benefícios potenciais, e, principalmente, em torno do papel e dos limites das políticas monetária e fiscal<sup>••</sup>.

Embora o alcance do presente trabalho não tenha chegado a esse modelo atual de expectativas racionais, não nos é impossível apontar para o fato também esse modelo oferece uma explicação própria para os anos 30. Grosso modo, os novos clássicos diriam que, durante a depressão, circulou uma avalanche de informações erradas devido aos vários choques a que a economia esteve sujeita. Desse modo, embora os indivíduos fossem racionais, não foram capazes de fazer previsão perfeita, i.e., ajustar rapidamente suas expectativas em relação às variações de preços e produto. Houve, então, a partir das informações erradas, uma epidemia de decisões erradas:

"Se agentes inteligentes que se esforçam por buscar a satisfação de seus interesses estiverem cometendo o mesmo erro repetidamente, o que parece acontecer, seremos levados a imaginar a existência de dificuldades informacionais... Se você examinar o episódio de 1929 a 33, verá que houve muitas decisões que, em retrospecto, os indivíduos prefeririam não ter tomado; houve muitos empregos abandonados por pessoas que depois acharam que deveriam que deveriam tê-los conservado, houve ofertas de empregos recusadas porque algumas pessoas pensaram que essas ofertas não valiam a pena. Depois, três meses mais tarde, acharam que deveriam ter agarrado essas ofertas... Os indivíduos cometem este tipo de erro a todo instante. Qualquer um pode analisar a década dos 30 e ver que houve decisões que teriam produzido milhões de dólares - comprando ações, muitas coisas. Não vejo a dificuldade em reconhecer esta questão de erros no ciclo econômico" (R. Lucas, in Klammer, 1988: 42 e 43).

<sup>••</sup> Após a "crítica de Lucas" (ver Klammer (1988) cap. 1), o modelo de expectativas racionais, o produto e o emprego desviam de seus níveis naturais simplesmente graças ao componente não antecipado da política do governo, ou seja, porque o governo tem vantagem informacional ao fazer política econômica. Isso pega os indivíduos desprevenidos e os induz a tomarem decisões erradas, porque o governo gera incerteza através da política econômica e dificulta o acesso às informações corretas, de modo que impede que os indivíduos antecipem o nível de preços.

O que se tentou enfatizar no presente trabalho é o fato de que o ponto de partida das divergências entre as várias explicações para a depressão são as diferenças conceituais e de pressupostos em que se baseia o modelo teórico subjacente a cada versão.

A idéia aqui sempre foi apontar para o fato de que em ciência não é válida a assertiva de que contra "fatos não há argumentos". Cada uma das argumentações, principalmente no caso das duas que mais se opõem, a de Temin (1976) e a de Schwartz (1981), organiza e interpreta os mesmos dados de maneira coerente com um determinado arcabouço teórico. As diferenças entre estes, por sua vez, derivam da forma como em cada um se desenham as características e conseqüentes funções da moeda, ou derivam das diferentes vias pelas quais se assume que os mercados de bens e monetário se comunicam e, sobretudo, das diferentes visões a respeito da estabilidade ou não do setor privado e do papel do governo na economia.

Nesse sentido, o debate sobre as causas da Grande Depressão continua em aberto, não porque não tenham sido levantados todos os pontos relevantes em cada uma das explicações, mas porque ele faz parte do desenvolvimento teórico da macroeconomia e, dentro desta, não existe um consenso cristalizado. Está em aberto também porque um dos pontos centrais que origina toda a discussão, i.e., saber se a depressão começou por causa do governo ou apesar dele, não foi, no presente trabalho, abordado em sua forma mais recente.

O que é possível admitir, ao organizar essa disputa teórica, é a existência de alguns pontos de comum acordo. Por exemplo, o fato de que as ondas de falências bancárias e a saída da Inglaterra do padrão-ouro terem sido choques deflacionários que aprofundaram a depressão, ou

a crítica que se faz ao comportamento do Banco Central americano durante os primeiros anos da depressão: ao contrário do que se pensava até a década dos 60, o Fed esteve diminuindo ou contribuindo para que diminuísse ainda mais a oferta monetária, se tivesse sido adotada uma política monetária expansionista, a depressão não teria sido tão grave.

## 5. BIBLIOGRAFIA

- Brunner, K. (org.) (1981). The Great Depression Revisited. Hingham, Mass.: Martinus Nijhoff.
- Chandler, A. Jr e Tedlow, R.S (1985). The Coming of Managerial Capitalism - a Casebook on the History of American Economic Institutions, Richard D. Irving, Inc. Homewood, Illinois.
- Darby, M. (1976). "The Three-and-a Half-Million U.S. Employees Have Been Misaid Or An Explantion Of Unemployment". Journal of Political Economy, 8 1-16.
- Dornbusch, R. e Fischer, S. (1982). Macroeconomia, McGraw Hill.
- Friedman, M. (1956). "The Quantity Theory of Money - A Restatement" in Friedman (ed.), Studies in the Quantity Theory of Money, The University of Chicago, Press.
- Friedman, M. e Meiselman (1963), "The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the United States, 1897-1958, in: The Commission on Money, Credit and Commerce Ed. Stabilization Policies.
- Friedman, M. e Schwartz, A. (1963a). A Monetary History of the United States 1867-1960, Princeton University Press, Princeton.
- \_\_\_\_\_ (1963b). "Money and Business Cycles" in Friedman (org.) 19 The Optimum Quantity of Money.
- Friedman, M. (1968). "O Papel da Política Econômica" in Shapiro, E. 1985, Análise Macroeconômica: Leituras Seleccionadas.
- Friedman, M. e Friedman, R. (1980). Liberdade de Escolher, Record.
- Froyen, R.T. (1983). Macroeconomics: Theories and Policies.
- Gandolfi, A. E. e Lothian, J.R. (1976). "The Demand for Money from the Great Depression to the Present". American Economic Review 65: 46-51.
- \_\_\_\_\_ (1977). "Review of 'Did Monetary Forces Cause the Great Depression?'". Journal of Money Credit and Banking, 9: 679-91.
- Gordon, R.J. e Wilcox, J.A. 1981 "Monetarist Interpretations of the Great Depression" in Brunner, K. (ed.).
- Granger, C.W. (1969). "Investing Causal Relations by Econometric Models" and Cross-Spectral Methods". Econometrica 37: 424-38.
- Johnson, D. (1980). Teoria Macroeconômica, Livros Técnicos.

Kindleberger, C. (1973). The World in Depression 1929-33, Penguin Books.

Klamer, A. (1988). Conversas Com Economistas, Ed. Pioneira e Ed. da Universidade de São Paulo.

Mayer, T. (1976). "Consumption in the Great Depression" Journal of Political Economy, 86:139-146.

\_\_\_\_\_ (1978) "Money and the Great Depression: A Critique of Professor Temin's Thesis". Explorations in Economic Theory, 15 127-45 citado em Schwartz (1981).

Meltzer, A. (1976). "Monetary and Others Explanations of the Start of The Great Depression" in K. Brunner (org.).

Modigliani, F. (1977). "The Monetarist Controversy Or, Should We Forsake Stabilization Policies?" American Economic Review, 67: 1-19

Morgan, B. (1978). Monetarists and Keynesians - their contributions to monetary theory. Macmillan.

Schwartz, A. (1981). "Understanding 1929-33" in K. Brunner (org.).

Temin, P. (1976). Did Monetary Forces Cause the Great Depression?

\_\_\_\_\_ *Temin (1981) Notes on The Causes of the Great Depression*  
in K. Brunner (org.) 1981.