

# Ensaio sobre moeda e inflação na RBE

Antonio Carlos Lemgruber \*

1. Introdução; 2. Teoria monetária; 3. Política monetária; 4. Instituições financeiras; 5. Inflação; 6. Estudos históricos; 7. Finanças internacionais; 8. Conferências e artigos especiais.

## 1. Introdução

O objetivo deste trabalho é descrever e analisar a coleção de ensaios sobre moeda e inflação publicados na *Revista Brasileira de Economia* em seus primeiros 30 anos de existência, cobrindo o período de 1947 a 1976.<sup>1</sup>

Os artigos relacionados à economia monetária foram classificados por diversos subgrupos, que correspondem justamente aos próximos subitens:

- teoria monetária
- política monetária
- instituições financeiras
- inflação

\* Economista do Instituto Brasileiro de Economia e professor da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas.

<sup>1</sup> Alguns ensaios publicados nos primeiros números de 1977, apesar de não serem analisados, foram incluídos também ao final da lista de referências.

- estudos históricos
- finanças internacionais
- conferências e artigos especiais.

É importante assinalar que o último grupo — conferências e artigos especiais — se refere a trabalhos de economistas estrangeiros ilustres publicados na *RBE*, os quais podem abranger quaisquer dos outros seis grupamentos anteriores. Assim, os seis primeiros grupamentos correspondem em sua maioria a trabalhos de economistas brasileiros.

Ao final deste trabalho, encontram-se duas listas de referências — a primeira contém todos os ensaios sobre moeda e inflação publicados na *RBE*; e a segunda contém as outras referências feitas ao longo deste *survey*.

## 2. Teoria monetária

Os artigos sobre teoria monetária publicados na *RBE* entre 1947 e 1976 podem ser subclassificados pelos seguintes tópicos:

- demanda por moeda
- oferta de moeda
- análise do modelo de Patinkin
- outros modelos macroeconômicos
- indexação.

### 2.1 Demanda por moeda

Com relação aos ensaios sobre demanda por moeda, destacam-se os trabalhos de Gudín (1 e 2) e Pastore (3).

Nos artigos de Gudín (1 e 2), ênfase é dada à separação da demanda de moeda para transações e para especulação, resultando os conceitos de “moeda de ação direta” — que influencia a alta de preços — e “moeda de ação indireta” — que tem influência sobre a taxa de juros. O assunto é extensamente desenvolvido no livro de Gudín *Princípios de economia monetária*, v. 2 (1.A).

Referindo-se naturalmente aos keynesianos da primeira década posterior à publicação da *Teoria geral* de Keynes (2.A), Gudín acredita que se dá importância exagerada à taxa de juros, sugerindo que a moeda de ação direta é mais importante do que a de ação indireta, sobretudo em países onde o mercado monetário é pouco desenvolvido. Ele enfatiza também a correlação entre juros elevados e inflação, mostrando que, para se baixar as taxas de juros, a política monetária deve ser restritiva de modo a suprimir a pressão inflacionária, o que fará então declinar a procura de empréstimos. Gudín enfatiza ainda que os canais de transmissão da moeda para a inflação vão muito além dos efeitos via taxas de juros.

Em 1969, Pastore (3) — num trabalho pioneiro do que se pode chamar de “econometria monetária” no Brasil — procurou analisar a inflação e a política monetária nas décadas de 50 e 60 com base na estimação de uma demanda de moeda para o Brasil. O estoque real de moeda é relacionado à renda real e ao custo de oportunidade de reter moeda (taxa de juros ou taxa de inflação esperada), mediante diversas especificações baseadas na teoria da demanda por moeda. Entre tais especificações, Pastore se concentra nos modelos de ajustamento parcial e de expectativas adaptativas.<sup>2</sup> Em função das estimativas obtidas com dados mensais, Pastore analisa detalhadamente o comportamento da velocidade-renda da moeda, sobretudo para os anos de 1965 a 1967, com ênfase nos diferentes efeitos de curto e de longo prazo da renda e da taxa de juros sobre a velocidade. Posteriormente, Pastore desenvolveu seu trabalho de demanda de moeda em outras publicações (5.A e 6.A), sendo que aspectos econométricos do seu artigo na *RBE* foram debatidos em (7.A).

## 2.2 Oferta de moeda

Com relação a trabalhos teóricos sobre oferta de moeda, devem ser mencionados os artigos de Silveira (4) e Martone (5).

Silveira (4) estende o modelo tradicional do processo de oferta monetária onde  $M = mB$ , sendo  $M$  = meios de pagamento,  $m$  = multiplicador monetário e  $B$  = base monetária, para analisar o efeito da exigência de saldo médio bancário sobre o estoque de moeda. Para isso, Silveira modifica algumas equações do modelo básico, mostrando que o saldo médio dificulta o controle monetário, ao afetar os meios de pagamento por intermédio do multiplicador  $m$ .

<sup>2</sup> Veja Cagan (3.A) e Nerlove (4.A).

Martone (5) apresenta um interessante esquema teórico para análise da oferta de moeda e de crédito, com ênfase na abertura da economia. Trata-se de uma abordagem teórica extremamente útil, na linha dos trabalhos de Brunner e Meltzer (8.A). Além disso, em contraste com trabalhos anteriores sobre o assunto, Martone dá maior ênfase ao mercado de crédito e ao setor externo, mostrando como os mercados de moeda e de crédito são bastante diferenciados no caso brasileiro. Na verdade, a análise de Martone permite justamente explicar os principais fatores determinantes da evolução da relação crédito/moeda no Brasil. Além disso, o autor analisa também o equilíbrio de curto prazo no mercado de crédito com racionamento de fundos, facilitando o estudo teórico do crédito seletivo e do controle de juros.<sup>3</sup>

### 2.3 Análise do modelo de Patinkin

O impacto do livro de Patinkin (10.A) — *Money, interest and prices*, editado em primeira edição em 1955 — sobre os economistas brasileiros interessados em temas monetários parece ter sido bastante substancial, resultando alguns interessantes trabalhos publicados na *RBE*.

Gudin e Ellis (6) resumem o livro e fazem uma apreciação detalhada do seu conteúdo em dois artigos complementares. Ellis parece aceitar o tema básico de Patinkin, que procura ressaltar o *cash-balance effect* ou efeito-Pigou, mas Gudín manifesta algumas dúvidas, tornando a diferenciar as moedas de ação direta e indireta. Segundo Gudín, apenas a moeda de ação direta pode aumentar a demanda agregada, podendo acontecer que um aumento nos meios de pagamento apenas contribua para afetar as taxas de juros, sem ter efeitos sobre a demanda. Naturalmente, Gudín aqui está mencionando a hipótese da “armadilha de liquidez” mas, como Patinkin viria a demonstrar posteriormente (11.A), o seu modelo faz com que o estoque real de moeda tenha um efeito direto sobre a demanda, atuando tanto sobre a curva *IS* como sobre a curva *LM* — para usarmos a terminologia convencional dos livros de macroeconomia.

Simonsen (7) parte do trabalho de Patinkin, que havia sugerido a incompatibilidade da Lei de Say e da teoria quantitativa, e, usando matemática sofisticada — inclusive programação não-linear — reformula o modelo de Patinkin. Seu objetivo, numa crítica semelhante à de Valavanis na revista *Kyklos* (1955), é mostrar que a suposta inconsistência

\* Veja também Martone (9.A).

entre a Lei de Say e o efeito liquidez real só se verifica quando se dá — como faz Patinkin — à Lei de Say uma formulação matemática inadequada. Simonsen muda então a restrição orçamentária de Patinkin, introduzindo uma desigualdade que permite a reconciliação da Lei de Say e da teoria quantitativa da moeda.

## 2.4 Outros modelos macroeconômicos

Num trabalho de objetivo didático, Suplicy (8) apresenta um modelo macroeconômico completo, incluindo a oferta e a demanda agregadas, com base no livro-texto de Pesek e Saving (12.A). Suplicy, após fazer uma apresentação gráfica do modelo completo, procura utilizá-lo para examinar a espiral inflacionária e tenta aplicá-lo — mas apenas informalmente — para explicar problemas brasileiros do final da década de 60.

Outra elaboração didática de modelos macroeconômicos é feita por Silveira (9) com base no conhecido modelo de Christ (13.A). Este modelo de Christ formaliza a restrição orçamentária do governo, permitindo assim uma análise mais adequada dos efeitos da política monetária e da política fiscal sobre a demanda agregada. Silveira calcula multiplicadores de impacto e de longo prazo, mostrando os efeitos da política monetária e da política fiscal sobre a demanda.

## 2.5 Indexação

Num artigo puramente teórico, Fendt (10) discute as condições sob as quais a indexação completa de substitutos da moeda é ótima do ponto de vista da maximização da receita do imposto inflacionário e do ponto de vista social, dada uma inflação constante e perfeitamente antecipada. Com mais generalidade, o ensaio representa uma análise dos efeitos da indexação quando esta é aplicada somente a um conjunto particular de mercados enquanto outras atividades correlatas permanecem não-indexadas.

As conclusões de Fendt são de que a indexação plena não conduz ao ótimo social, devendo portanto a taxa de indexação ser menor do que a de inflação. Além disso, ele alerta para a possibilidade de mais inflação com indexação, já que a disciplina da perda de receita não pode ser imposta às autoridades monetárias. A respeito da “receita da inflação”, cabe frisar que o trabalho de Fendt apresenta um excelente resumo do assunto. As idéias de Fendt sobre indexação encontram-se também em (14.A) e (15.A).

### 3. Política monetária

Bulhões e Kingston, no primeiro artigo do primeiro número da *RBE* (11), analisam a política monetária para 1947 bem como a evolução dos meios de pagamento entre 1942 e 1946. Como principais causas da expansão monetária no período da guerra, os autores identificam os saldos do balanço de pagamentos e a expansão excessiva do crédito do Banco do Brasil em 1944/45. Sua sugestão de política econômica para 1947 era no sentido de forçar a redução dos preços mediante controle de exportações e diminuição dos créditos do Banco do Brasil ao Tesouro. Esta análise evidencia o dilema, que prosseguiu nas décadas seguintes, entre expansão de exportações e política antiinflacionária.

No ano seguinte, em junho de 1948, Lynch e Parker (13) apresentaram uma descrição do sistema bancário brasileiro, também analisando a evolução da oferta monetária e do crédito entre 1939 e 1946, dando ênfase ao balanço de pagamentos favorável na maior parte do período e aos grandes déficits públicos. Este trabalho confirma que o aperto monetário sugerido por Bulhões e Kingston não foi totalmente seguido, sobretudo a partir de meados de 1947, em face da pressão dos homens de negócio por uma maior expansão creditícia naquele período.

Em dezembro de 1948 a *RBE* publicou trabalho da Comissão Brasil-EUA (12) contendo sugestões para a criação do Banco Central, valendo lembrar que a Sumoc já existia desde 1945. Pode-se dizer que o trabalho de 1948, que objetivou analisar um projeto de lei que estava sendo na época discutido no Congresso, serviu de base para diversos pontos das leis bancária e de mercado de capitais de 1964/65, notadamente com relação à criação do Banco Central e do Conselho Monetário Nacional.

Kingston (14), em setembro de 1948, apresenta um modelo matemático para análise do processo de criação de moeda pelos bancos, com ênfase em aspectos institucionais, que pode ser considerado como predecessor dos modelos mais recentes de Pastore (16.A) e Ferreira (17.A), por exemplo. O autor obtém fórmulas para o multiplicador monetário e de crédito, tomando como variável de controle o papel-moeda emitido. É feita uma análise bastante sofisticada, contendo inclusive simulações para variações nas relações papel-moeda/depósitos, reservas/depósitos e depósitos a prazo/depósitos à vista. Como nos modelos mais modernos, a presença do Banco do Brasil é destacada como um dos aspectos institucionais mais importantes para a análise da oferta de moeda no caso brasileiro. Vale enfatizar que a análise de Kingston teria prosseguimento em novo

artigo (15) em setembro de 1953, quando, usando basicamente o mesmo modelo monetário, o autor analisa a sensibilidade do sistema monetário — mediante simulações — para variações em algumas das relações já mencionadas, com base em dados das estatísticas bancárias e monetárias.

A legislação monetária torna a ser amplamente discutida na *RBE* de junho de 1949, quando é analisado um projeto de lei do Deputado Alde Sampaio (16) instituindo um sistema monetário de caráter automático — a chamada Lei Monetária. Aparentemente, o automatismo de Sampaio — criticado por Octávio G. Bulhões e Daniel Faraco na mesma revista — corresponderia à aplicação da conhecida regra de Milton Friedman (18.A) para a política monetária, embora numa forma às avessas. Em outras palavras, objetivando regular a moeda nacional, o projeto prevê o seu crescimento com base na evolução dos preços, criando-se o “cruzeiro-mercadoria”, o que parece representar a formalização de uma política monetária totalmente passiva, numa inversão da direção de causalidade sugerida pela teoria quantitativa da moeda. Faraco e Bulhões (16) insistem no controle discricionário e recusam o automatismo.

Na *RBE* de setembro de 1949, o artigo de Gudín (17) relaciona-se também ao debate sobre a Lei Monetária. Trata-se da publicação de um capítulo do segundo volume do livro do Prof. Gudín — *Princípios de Economia monetária* (1.A). Ali, o autor argumenta contra a ênfase implícita no projeto da Lei Monetária no sentido da estabilidade de preços, lembrando a existência de outros objetivos de política monetária que podem conflitar com a estabilidade de preços.

Artigos relacionados à política monetária só tornariam a ser publicados na década de 60. Em dezembro de 1963 Kafka (18) mostrou as dificuldades de políticas de estabilização, dando início de certa forma ao debate relativo à política gradualista — com estancamento gradativo da inflação — *versus* a estabilização rápida feita por tratamento de choque. O autor comenta ainda o paradoxo da estabilização: a necessidade da elevação de preços numa fase inicial, para corrigir distorções. Enfatiza a necessidade de um ataque simultâneo às diversas causas da inflação — os déficits orçamentários, os salários e o crédito ao setor privado. Embora Kafka aponte várias dificuldades inerentes à política gradualista, pode-se dizer que este artigo já prenunciava os principais pontos da política anti-inflacionária que viria a ser efetivamente adotada a partir de 1964/65.

Mais recentemente, Ferreira (19), na *RBE* de junho de 1973, descreve a técnica do orçamento monetário, pelo qual as autoridades monetá-

rias definem as metas quantitativas do crédito e dos meios de pagamento para a execução da política monetária. É mostrado um modelo de programação operacional para o controle monetário de curto prazo, baseado num modelo contábil de oferta monetária e em diversas relações de comportamento. A variável exógena básica é a chamada base monetária, que se distingue do papel-moeda emitido sobretudo pela inclusão dos depósitos à vista do Banco do Brasil. O modelo determina, com base em diversos multiplicadores, os saldos de várias operações ativas e passivas dos bancos comerciais e de operações passivas das autoridades monetárias, tudo em função da base monetária. O artigo de Ferreira apresenta excelente modelo de oferta monetária, com informações institucionais bem detalhadas.

Na mesma revista, num trabalho paralelo, Carneiro Leão e Giestas (20) apresentam algumas idéias para a implantação da programação financeira a curto prazo, com base em metodologia francesa. Todavia, a preocupação em ser excessivamente detalhado na análise das operações financeiras faz com que este último trabalho se torne de difícil leitura, principalmente nas seções em que se procura relacionar os fluxos financeiros e os fluxos reais.

#### **4. Instituições financeiras**

O rápido desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil a partir de 1964 estimulou a realização de pesquisas acadêmicas a respeito de instituições financeiras no país. Em 1969, Christoffersen (21) procurou analisar o sistema bancário no Brasil no período 1951-66, com o objetivo de explicar o aumento das atividades bancárias no período inflacionário e o fenômeno das taxas reais negativas. Em seu trabalho, são apresentadas algumas estimativas de taxas de juros efetivas para o período e é estudada uma amostra de 21 bancos para efeito de análise da estrutura de custos bancários. O artigo parece ter sido extremamente influente na legislação bancária posterior sobre o assunto, apresentando uma justificativa para a inflexibilidade das taxas de juros no sentido descendente graças a diversas distorções na estrutura de custos, que se teriam tornado em autêntica barreira para qualquer programa de estabilização monetária. O autor evidencia algumas características do período: a proliferação de agências bancárias e o aumento crescente no diferencial de juros para depositantes



e tomadores, embora as taxas fossem negativas em termos reais tanto de um lado como de outro.

Alguns trabalhos publicados na *RBE* de junho de 1971 analisam aspectos variados do mercado de capitais, destacando-se Lacerda Filho (22), Martins (23) e Ribeiro (24). No artigo de Martins (23), é feita uma análise dos efeitos sobre a receita bancária de mecanismos compensatórios do tipo taxas de juros controladas e acompanhadas de incentivos via recolhimento compulsório em títulos, comparando-se a perda da receita de juros com os ganhos em títulos da dívida pública.

Syvrud (25) analisa a evolução dos juros no Brasil durante a década de 60 na *RBE* de março de 1972, bem como a política governamental sobre o assunto, com ênfase nas taxas relativas ao setor financeiro privado (letras de câmbio, empréstimos bancários e créditos no exterior). O autor divide a década em quatro fases: a vigência da Lei da Usura entre 1960 e 1964, a introdução da correção monetária em 1964-66, o período do controle de juros com incentivos compensatórios em 1967-69, e a tentativa de liberalização de juros — depois abandonada — em 1970. Os efeitos de todos estes períodos sobre a taxa real são analisados. É interessante registrar que as razões apresentadas por Syvrud para o controle de juros em 1967-69 são semelhantes às utilizadas em 1976/77, com ênfase na taxa de juros como elemento alimentador da inflação de custos.

O desempenho dos fundos de investimento no Brasil é analisado em 1973 por Vital (26), usando modelos destinados a estudar a *performance* de fundos com base na teoria de seleção de “carteiras”. São estudados fundos mútuos e fundos 157, com ênfase nos 10 maiores. Os modelos de Treynor (19.A) e Sharpe (20.A) são aplicados, a partir de medidas de risco e retorno para os diversos fundos baseadas em médias e desvios-padrões de rentabilidade. O autor conclui por uma rentabilidade relativamente modesta em comparação ao mercado — isto é, ao IBV —, possivelmente por causa de carteiras mal diversificadas.

No mesmo ano, Vital (27) procura testar empiricamente a existência de economia de escala nos bancos comerciais, com dados de 1969 para 105 bancos. O trabalho foi apresentado como tese de mestrado na EPGE. Após um *survey* teórico inicial sobre aplicações dos testes de economias de escala aos bancos comerciais, Vital faz uma série de regressões, destacando-se a que relaciona a receita total com os depósitos, ambos deflacionados pelo número de agências. Vital não rejeita a hipótese de existência de economias de escala para os grandes bancos.

Em 1974, Contador (28) analisa a influência da política monetária nos movimentos do mercado brasileiro de ações, sendo o seu artigo uma síntese da tese de doutoramento do autor na Universidade de Chicago em 1973. Trata-se de uma tentativa de explicar os movimentos dos preços médios das ações com ênfase na oferta monetária. Outras variáveis importantes são: a expectativa de inflação; os lucros reais das sociedades anônimas; e os retornos em ORTN. O autor também investiga outros assuntos relacionados ao mercado de ações, inclusive a crise pós-1971 no Brasil e a teoria de mercados eficientes e *random walks*. Seu modelo apresenta resultados significativos de uma maneira geral, concluindo-se que o impacto da oferta monetária é importante sobre o mercado de ações. Vale ressaltar a aplicação, por parte do autor, de técnicas econométricas bastante sofisticadas, inclusive o uso de modelos Arima para as hipóteses de formação de expectativas.<sup>4</sup>

Roxo (29) apresenta um trabalho extenso e muito elaborado sobre o que se costuma chamar de *inflation accounting*, isto é, um trabalho metodológico destinado a projetar balanços, lucros, fontes e usos de recursos de tal forma que sejam atenuadas as distorções que a inflação introduz em previsões econômico-financeiras. Ênfase especial é dada às projeções de capital de giro e a outras projeções econômico-financeiras numa conjuntura inflacionária. Roxo mostra também algumas aplicações do seu método para se levar em conta variações cambiais.

## 5. Inflação

A literatura sobre inflação publicada na *Revista Brasileira de Economia* é bastante extensa, tendo crescido particularmente nos últimos anos. Vale observar também que muitas conferências especiais de economistas estrangeiros também analisaram o fenômeno inflacionário, mas estas serão analisadas apenas no item 8.

Em 1948, Bulhões (30) descreve e analisa alguns problemas relacionados a índices de preços, dando ênfase ao que ele denomina “coeficientes de inflação monetária”, destinados a facilitar o desdobramento de valores em preços e quantidades. A implicação da análise é a necessidade de freqüentes modificações nas ponderações dos índices gerais de preços.

<sup>4</sup> Veja também Contador (21.A).

Em 1958 o tema da inflação é retomado na *RBE* por economistas brasileiros, com um trabalho de Kingston e Loeb (31) mostrando os efeitos da inflação sobre o imposto de renda. Com efeito, os autores mostram que os limites das classes de renda ficaram imutáveis em termos nominais por 10 anos a despeito de uma inflação relativamente elevada, provocando severas distorções e permitindo ao governo coletar uma espécie de “imposto inflacionário”. Já se apontava assim para a necessidade de se indexar ou corrigir monetariamente o imposto de renda, o que só viria a ser efetivamente feito anos mais tarde.

Ainda Kingston, em 1959 (32), analisa o impacto dos reajustes de salários mínimos sobre a inflação, desenvolvendo uma fórmula para medir os efeitos dos aumentos salariais sobre os aumentos de preços. É importante esclarecer que o artigo foi escrito no ano em que a inflação brasileira efetivamente explodiu, seguindo-se a um substancial aumento do salário mínimo em finais de 1958.

No mesmo ano, Gudín (33) faz um resumo da conferência internacional de Elsinore, da International Economic Association (IEA), sobre inflação, com ênfase na América Latina. Depois de comentar trabalhos de Haberler, Ellis, Chamberlin, Fellner e Duesenberry, Gudín reafirma a importância dos desequilíbrios orçamentários como causa da inflação no continente e rejeita a existência de qualquer incompatibilidade entre inflação e desenvolvimento econômico. Para corrigir a inflação, sua terapêutica é balancear o orçamento e limitar a expansão do crédito e os aumentos salariais. Gudín aponta as enormes distorções causadas pela inflação sobre os investimentos, já sugerindo alguns mecanismos de neutralização dos seus efeitos.

Já na década de 60, Baer, Kerstenetzky e Simonsen (34), num artigo que também foi publicado em *Economic development and cultural change* (22.A), analisam a política adotada na fixação das taxas do serviço público, especialmente transportes. Mostram que preços baixos destes serviços são, paradoxalmente, inflacionários, na medida em que provocam déficits orçamentários. Ao contrário, um reajuste realista das tarifas — compatível com os aumentos gerais de preços — não seria “inflacionário”. O artigo é útil para evidenciar a diferença entre *once-and-for-all effects* no nível de preços e efeitos permanentes, prevendo-se, no caso dos reajustes tarifários, depois de uma “inflação corretiva”, uma redução nas tendências inflacionárias, graças aos menores déficits do serviço público que resultariam das novas tarifas.

Num artigo extenso, dividido em várias partes, Menezes (35 e 36) apresenta alguns desenvolvimentos matemáticos sobre inflação, procurando analisar os efeitos inflacionários dos empréstimos do Banco do Brasil e a inter-relação entre a taxa de inflação e alguns componentes da oferta de moeda e do crédito. Trata-se, porém, de teoria pouco convencional, apresentada de forma confusa, que produz resultados pouco ortodoxos, tais como a determinação da inflação por variáveis reais. São analisados também os efeitos da política de juros da primeira metade da década de 60, com taxas reais negativas, sobre a inflação.

Em 1966, Bulhões (37) — então Ministro da Fazenda — defende num artigo a política gradualista e a inflação corretiva do período 1964-66, enfatizando que medidas mais severas produziriam certamente uma forte depressão na economia. Comenta também a questão das vinculações orçamentárias, que dificultam o controle inflacionário ao se transformarem em “torrentes de despesas públicas” e dificultarem a escolha de prioridades.

O conceito de elasticidade preço-produção é discutido por Kanitz e Thweatt (38) na *RBE* de setembro de 1967, e aplicado para analisar relações entre inflação e crescimento. Os autores não assinalam, porém, que estão na verdade discutindo a inclinação da oferta agregada. Em consequência, suas conclusões a respeito das relações entre inflação e crescimento são incompletas, já que a demanda agregada é negligenciada, bem como as diferenças entre curto e longo prazo na análise da oferta agregada.

Já na década de 70, Wogart (39) apresenta um modelo formalizando a inflação como luta entre grupos pela redistribuição da renda real e vinculando também a questão das expectativas inflacionárias. Seu modelo considera as pretensões de renda de três grupos — salários, lucros e governo — com coeficientes de expectativa inflacionária diferentes. Dada a incompatibilidade destes coeficientes e a luta dos grupos por participações mais altas na renda, a única saída viável — no entender de Wogart — é o controle global de salários e preços. Pode-se afirmar que a evidência da inflação brasileira não é favorável à teoria apresentada por Wogart, na medida em que as principais acelerações e desacelerações inflacionárias não apresentam qualquer tipo de correlação com períodos de controle de preços e salários mais ou menos acentuados.

Um modelo macroeconômico completo para analisar a dinâmica da inflação no Brasil foi elaborado em 1972 por Sahota (40), contendo 52 equações e levando em consideração vários instrumentos de política econômica. O modelo apresenta como principal causa da inflação a variação

dos meios de pagamentos, com base em trabalho anterior de Delfim Netto (23.A), que leva também em conta os preços das importações e a inflação de anos anteriores. São estudados os efeitos da inflação sobre o consumo, o investimento, a folha salarial, a utilização de capacidade e o setor monetário da economia.

O conhecido modelo de Simonsen (41), com ênfase na realimentação inflacionária, encontra-se na *RBE* de dezembro de 1972. Simonsen destaca três componentes da inflação — um componente autônomo, um realimentador e um terceiro que reflete os efeitos da demanda — e apresenta um modelo completo, que inclui a teoria quantitativa da moeda e produz um *trade-off* entre inflação e crescimento a curto prazo. Trata-se de análise bem semelhante à da curva de Phillips (24.A) e que, segundo o autor, justifica o uso da política gradualista.

Posteriormente, Lemgruber (42) procura apresentar mais explicitamente as relações entre o modelo de realimentação de Simonsen e a teoria aceleracionista de Friedman (25.A) e Phelps (26.A), indicando as principais semelhanças e diferenças. Vale observar que num artigo em 1973 (43) Lemgruber havia apresentado testes econométricos para o Brasil, da hipótese aceleracionista de Friedman-Phelps — que é um modelo alternativo à curva de Phillips convencional — com resultados favoráveis, que confirmavam o *trade-off* de curto prazo entre inflação e recessão, mas rejeitavam o *trade-off* de longo prazo. No artigo de 1974, Lemgruber (42) apresenta evidência empírica sobre os dois modelos, de Simonsen e de Friedman-Phelps, com base em dados anuais. O modelo aceleracionista, nos testes empíricos, mostra desempenho mais favorável do que o modelo da realimentação. O autor discute também a possibilidade de conciliação dos modelos.

O interessante paradoxo de que programas de estabilização podem ser “inflacionários” a curto prazo é analisado por Foley e Wogart (44). Inflação corretiva, aumentos de impostos, aumentos de juros, desvalorização cambial, superávits de balanço de pagamentos — todos estes elementos de um programa de estabilização podem criar pressões inflacionárias a curto prazo, a despeito de seus efeitos deflacionários de médio e longo prazo. Foley e Wogart procuram quantificar para a Argentina (1959/60) e para o Brasil (1964-66) os efeitos iniciais dos programas ortodoxos de estabilização sobre a inflação, sugerindo que o seu menor sucesso em alguns casos pode ser devido em parte a estes efeitos paradoxais.

A curva de Phillips (25.A) é descrita por Carvalho (45), que procura enfatizar a questão da ilusão monetária e a diferença entre salários nominais e reais — dois temas relevantes para a análise cuidadosa da teoria da curva de Phillips.

Em 1975, Langoni (46) apresenta algumas observações sobre a inflação recente no Brasil, sugerindo que as causas fiscais — déficits do setor público — deram lugar às creditícias, sendo adequado o uso da técnica gradualista. Langoni aponta falhas na estrutura do sistema monetário, que dificultam o controle e aumentam a vulnerabilidade do setor privado às variações de liquidez, mas enfatiza as dificuldades de se conter a inflação sem desacelerar a economia.

A possível perversidade dos processos de ajustamento sob condições de informação imperfeita numa economia inflacionária é apresentada por Carneiro (47) como *rationale* para o uso de controles de preços. Carneiro analisa várias formas de comportamento da firma com relação à prática dos controles de preços, mas se concentra na análise do comportamento da firma controlada com mercados imperfeitos. Explora assim os efeitos de controles de preços em mercados não-competitivos, inspirado na literatura sobre *regulation*.

Mais recentemente, em 1976, Silva (48) faz uma análise da inflação, produto e emprego, mediante detalhamento da curva de oferta agregada. Silva obtém uma relação entre taxa de inflação e de crescimento, analisando assim o problema posto pela curva de Phillips em termos de oferta agregada. São mostradas as diferenças entre curvas de Phillips de curto e longo prazo, valendo frisar que Silva consegue traduzir a discussão tradicional da curva de Phillips (24.A) — inflação *versus* desemprego — em termos de inflação e crescimento do produto, numa análise mais adequada à situação e aos dados disponíveis na economia brasileira.

Um *survey* de trabalhos teóricos modernos sobre inflação, com ênfase na curva de Phillips e na teoria aceleracionista, é apresentado por Lemgruber (49) em 1976. Discutem-se os estudos de Phillips, Lipsey, Friedman, Lucas, Phelps e Parkin, entre outros. Desenvolvem-se ainda algumas formulações matemáticas da teoria aceleracionista da inflação, com destaque para a questão das expectativas ou antecipações inflacionárias. O artigo é parcialmente baseado em um capítulo da dissertação de doutorado do autor, contendo ainda um modelo onde as variáveis monetárias têm efeitos reais e nominais a curto prazo mas apenas nominais a longo prazo, regis-

trando-se assim as diferenças entre os *trade-offs* de curto e de longo prazo entre inflação e recessão.<sup>5</sup>

Pode-se observar que o debate empírico sobre as relações entre inflação e crescimento na América Latina, que floresceu na década de 50 e na maior parte da década de 60,<sup>6</sup> foi sendo paulatinamente substituído — ou aperfeiçoado — pelas teorias modernas de inflação relacionadas à curva de Phillips, as quais dão ênfase à existência de um dilema entre inflação e recessão, mas permitem que se diferencie claramente entre curto e longo prazo. A longo prazo variáveis reais não são afetadas por variáveis nominais.

Finalmente, Lopes (50) discute a possibilidade de se obter a “neutralidade inflacionária”, com uma política gradualista combinada com correção monetária e controles de preços. O autor relaciona a estratégia gradualista de combate à inflação com o uso de instrumentos não-ortodoxos de política econômica, tais como a correção monetária e os controles de preços. Para o autor, pode-se obter desaceleração gradual da inflação sem distorcer a economia, mediante o uso de correção monetária e controles de preços. Trata-se naturalmente de trabalho teórico, que não discute as dificuldades práticas de se exercer os diversos tipos de controle — sobre os preços, sobre os salários e sobre a própria demanda agregada.

## 8. Estudos históricos

Com relação a trabalhos de história econômica do Brasil relacionados à moeda e à inflação, cabe destacar aqui os artigos de Suzigan (51), Peláez (52), Nogueira e Peláez (53), Peláez e Suzigan (54) e Buescu (55).

Suzigan (51), em setembro de 1971, apresenta um resumo da sua pesquisa sobre a política cambial no período 1889-1946, ligando-se o seu trabalho de certa forma a partir de 1946 com o de Huddle (61 e 62). As fases de taxas flutuantes administradas (1889-1913 e 1939-46) contrastam com os períodos de taxas “fiscalizadas” (1917-26), taxas fixas (1927-30) e de controles (1931-38).

Num trabalho que posteriormente faria parte de livro editado pelo Ipea (29.A), Peláez apresenta uma história monetária do Brasil entre 1889 e 1945 (52), aplicando basicamente o modelo utilizado por Milton Friedman (30.A) na análise da história da moeda nos EUA. Peláez procura

<sup>5</sup> Veja também Contador (21.A).

<sup>6</sup> Veja também item 8.

argumentar que na maior parte do período a ortodoxia monetária atrasou a industrialização brasileira, atacando sobretudo a política deflacionária de Joaquim Murtinho (1898-1902). O autor argumenta que a política ortodoxa restritiva teve efeitos desfavoráveis sobre o crescimento industrial de longo prazo. Deve-se ressaltar, porém, que a existência de um *trade-off* de curto prazo entre deflação e crescimento não implica necessariamente qualquer efeito de longo prazo de variáveis nominais — tais como moeda e crédito — sobre variáveis reais como o crescimento real da indústria.

Em jul./set. de 1972, Nogueira e Peláez (53) apresentam um resumo da história do pensamento econômico no Brasil para o período 1822-1972, com ênfase nos estudos monetários, destacando-se a política de Murtinho, os estudos monetários no Império, os trabalhos de Gudín, a controvérsia monetarismo *versus* estruturalismo, os estudos sobre inflação e alguns ensaios monetários recentes.

Peláez e Suzigan retomam o tema da história monetária em artigo na *RBE* de dezembro de 1972,<sup>7</sup> aplicando o *approach* Friedman-Schwartz-Cagan (30.A e 31.A) para acompanhar o crescimento dos meios de pagamento, da base monetária e do multiplicador monetário no Brasil em 1869-1970 e nos seus diversos subperíodos. Os autores procuram enfatizar a análise dos períodos que antecederam e sucederam à grande depressão mundial, isto é, 1920-29 e 1929-39.

Finalmente, Buescu (55) analisa a inflação brasileira de 1850 a 1870, com base em levantamento de preços feito para o século XIX. O autor procura apresentar uma interpretação eclética da inflação naquele período, enfatizando os fatores monetários e os fatores cambiais, com base em análise de correlação.

Ainda com relação a estudos históricos, cabe mencionar os ensaios de Campos (56) e Kogut (57). Campos analisa os efeitos econômicos das Leis da Usura na Idade Média e Moderna, sugerindo que estas teriam favorecido o crescimento econômico, na medida em que a poupança passou a ser direcionada para os empréstimos de risco, para os quais a Igreja admitia a cobrança de juros, em contraste com os empréstimos para consumo.

Kogut revê a teoria quantitativa da moeda proposta por Simon Newcomb em 1886, sugerindo que Newcomb foi o primeiro autor a expor com maior profundidade aquela teoria, sendo um importante predecessor de Fisher, Marshall e Pigou.

<sup>7</sup> Veja também o seu livro editado pelo Ipea (29.A).



## 7. Finanças internacionais

Completando o panorama geral de ensaios sobre moeda publicados na *RBE*, vão ser comentados a seguir alguns trabalhos relacionados à economia monetária internacional. Vale frisar, porém, que no item seguinte — conferências e artigos especiais de economistas estrangeiros eminentes — este tópico torna a aparecer, ao lado de alguns dos tópicos já discutidos nas seções anteriores.

No primeiro número da *RBE*, em 1947, Kafuri (58) faz uma descrição dos diversos mecanismos cambiais e procura mensurar a taxa real de câmbio com base na teoria da paridade do poder de compra. Fica evidenciada a supervalorização do cruzeiro naquela época, a qual é, porém, “eliminada” em face de uma correção feita pelo autor com base nas reservas acumuladas. No ano seguinte, Pegurier (59) faz a primeira apresentação oficial e metódica do balanço de pagamentos do Brasil, referente ao ano de 1947, com esclarecimentos e detalhamentos sobre os dados em moeda nacional.

Em 1949, Gudin (60), tomando por base a desvalorização da libra inglesa ocorrida naquela época, analisa os problemas cambiais do Brasil, reconhecendo a supervalorização do cruzeiro. Por outro lado, manifesta preferência por uma desvalorização parcial — com taxas múltiplas, portanto — em contraste a uma desvalorização geral do cruzeiro, por causa da inelasticidade-preço da procura de café. Na verdade, seu argumento é que a supervalorização cambial só se mantinha graças ao café.

O *brazilianist* Huddle, em dois trabalhos na *RBE* publicados em 1964 (61 e 62), analisa o balanço de pagamentos do Brasil de 1946 a 1954, com ênfase nos efeitos dos controles cambiais do período sobre a industrialização e a inflação (primeiro trabalho) e sobre o balanço de pagamentos e a balança comercial (segundo trabalho). A seu ver, a política de controles de 1946-53 foi ineficiente, difícil de administrar e danosa ao comércio e à inflação, ao lado de prejudicar substancialmente todas as exportações que não a de café pela supervalorização da taxa. Os diversos mecanismos de controle cambial entre 1947 e 1953 são cuidadosamente descritos por Huddle, que procura também analisar as supostas razões do seu uso em lugar de ajustamentos cambiais (pessimismo sobre elasticidades e poder monopolístico em algumas exportações).

Vários aspectos monetários internacionais são considerados por Kafka, atual representante do Brasil no Fundo Monetário Internacional (FMI), em três artigos publicados em 1968 e 1969. No primeiro deles (63), Kafka

analisa as conseqüências da introdução dos Direitos Especiais de Saque a partir de 1967, frisando que pela primeira vez a liquidez internacional podia ser criada por decisões de política econômica. Ainda neste trabalho, Kafka rejeita o argumento da existência de diferenças entre os países mais e menos desenvolvidos no que diz respeito à variabilidade das exportações ou da inflação, apresentando evidência a respeito e defendendo a participação dos menos desenvolvidos — finalmente aceita — no esquema DES do FMI. Em dezembro de 1968, Kafka (64) mostra os benefícios diretos e indiretos de uma integração monetária limitada para os países menos desenvolvidos numa determinada região para, a partir daí, estudar diferentes opções de combinações de taxas de câmbio fixas e flexíveis. De uma maneira geral, o autor favorece taxas fixas e estáveis, salvo em face de um desequilíbrio fundamental. No terceiro trabalho, Kafka (65) analisa as relações entre a América Latina e o FMI, mostrando a melhoria da posição do continente em termos de quotas. Faz também o autor um exame do crescente poder de decisão das principais nações industrializadas no chamado grupo dos 10, o que preocupava na época os países menos desenvolvidos. Naturalmente, com a adoção de taxas flutuantes pelos principais países industriais a partir de 1973, a questão da liquidez internacional passou a ficar — ao menos provisoriamente — relegada a segundo plano, com os ajustamentos cambiais passando a ser o centro das atenções.

Outro *brazilianist*, Tyler (66), em artigo publicado em dezembro de 1968, mas certamente escrito antes da adoção das minidesvalorizações (agosto de 1968), discute a “taxa de câmbio cadente” — uma taxa flutuante e declinante devido à inflação interna — em contraste com o sistema de taxas fixas-mas-abruptamente ajustáveis. O autor não cogita da idéia, afinal adotada a partir de 1968, de se manter taxas fixas mas tornar os ajustamentos mais freqüentes e conseqüentemente menores. De qualquer forma, o argumento de Tyler de que o mercado está em condições de determinar a taxa de declínio do câmbio melhor do que o governo, permanece válido, e o tema das taxas flutuantes merece ser novamente debatido hoje em dia.

Finalmente, em 1972, Bulhões (67) resume a participação do Brasil na política monetária internacional, considerando quatro fases: 1. Bretton Woods ou fase inicial, de 1944 a 1950. 2. O convívio com o FMI, entre 1951 e 1964. 3. Novas relações, a partir de 1964. 4. O período recente — década de 70 — com a ênfase cada vez maior na direção de taxas flutuantes.

Vale observar que a flutuação cambial, fortemente debatida em 1971 e 1972 sob a influência dos economistas norte-americanos Friedman e Schultz, viria a ser finalmente adotada pelos principais países industriais a partir de 1973. Por sinal, o consenso atual é que o sistema de taxas flutuantes vem funcionando bem, considerando-se as dificuldades enfrentadas pela economia mundial desde 1973. Parece certo que o sistema deverá continuar nos próximos anos, prevendo-se, porém, maior intervenção governamental destinada a suavizar os movimentos cambiais diários. A ausência de sérias crises monetárias no período 1973-77 evidenciou a capacidade dos mercados cambiais de promoverem ajustamentos, frisando-se que o período se caracterizou pelo aumento dos preços do petróleo e pela recessão inflacionária.

## **8. Conferências e artigos especiais**

Neste item serão comentados alguns trabalhos relacionados a tópicos monetários de economistas estrangeiros ilustres que foram publicados na *RBE*. Geralmente, com poucas exceções, tratam-se de conferências proferidas por estes economistas na condição de “visitantes” do Instituto Brasileiro de Economia. É interessante registrar que em vários casos — como, por exemplo, as conferências de Haberler, Kaldor e Viner — os trabalhos foram posteriormente editados na forma de livros, vindo a ser lidos por economistas do mundo inteiro.

Haberler tem diversos trabalhos publicados na *RBE* (68, 69 e 70) que tratam de temas monetários, muito embora se possa dizer que a sua coletânea de palestras mais interessante é a de 1959 sobre comércio internacional e desenvolvimento econômico (71). Em março de 1948, Haberler (68) analisa as finanças internacionais do pós-guerra, com ênfase na chamada escassez mundial de dólares relacionada ao superávit de balanço de pagamentos nos EUA na década de 40. O dilema entre inflação e desemprego é perfeitamente antecipado por Haberler em um trabalho de março de 1951 (69); ali, o economista austríaco radicado nos EUA analisa o efeito do advento dos poderosos sindicatos sobre o volume de emprego e os aumentos salariais, mostrando a impossibilidade de se manter o pleno emprego a preços estáveis sem uma redução do poder de monopólio dos sindicatos. No ano seguinte, em março de 1952, novo trabalho de Haberler (70) considera os efeitos da desvalorização da moeda sobre a relação de trocas, mostrando que a melhoria ou deterioração vai

depender das elasticidades de procura e oferta de importações e exportações, inclusive fazendo uso de gráficos que depois se tornariam clássicos na literatura de finanças internacionais.

Em 1949, Hansen (72) — que se notabilizou pela divulgação das idéias keynesianas nos EUA (32.A) — analisa a evolução monetária internacional, com destaque para o pensamento de Lord Keynes sobre o tema. Apesar de enfatizar que o ajustamento autônomo do balanço de pagamentos do tipo padrão-ouro não agradava mais porque o objetivo de pleno emprego era mais importante do que a dependência monetária, Hansen prevê corretamente em seu trabalho alguns dos problemas que o regime de taxas fixas de câmbio viria a produzir nos anos subseqüentes.

Três trabalhos correlatos de Furth em 1949 e 1950 se concentram nas reformas monetárias, com ênfase no espetacular sucesso das reformas alemãs de 1948, que se destinaram a acabar com a inflação reprimida (73, 74 e 75). Uma redução “legal” no estoque de moeda via reforma monetária acompanhou o levantamento dos controles sobre preços e salários. Furth discute também em seus trabalhos a política dos Bancos Centrais.

Dentre as cinco conferências pronunciadas em 1950 por Singer e publicadas na *RBE* de setembro daquele ano, a segunda delas (76) considera os efeitos da inflação sobre o desenvolvimento, afirmando o autor que a inflação, ao encorajar investimentos especulativos, é incompatível com um desenvolvimento sustentado. Singer não vê dilemas de longo prazo entre desenvolvimento e estabilidade monetária.

Dentre as seis famosas conferências de Viner sobre comércio internacional em 1951, temas monetários são abordados na quarta delas (77), que se concentra nas políticas monetária, fiscal e comercial. Pode-se dizer que esta palestra antecipa grandemente o chamado *approach* monetário do balanço de pagamentos, desenvolvido na década de 70 (33.A e 34.A), já que Viner mostra que a desvalorização cambial, para ter efeitos favoráveis, tem de vir acompanhada de políticas monetárias e fiscais apropriadamente restritivas. Além disso, o autor manifesta a sua preferência por ajustamentos cambiais em lugar de controles diretos sobre o comércio internacional, mas por outro lado — talvez um pouco influenciado pelo excessivo pessimismo da época sobre as elasticidades no comércio mundial — mostra algumas dúvidas com relação ao uso de taxas de câmbio flutuantes.

Outro economista estrangeiro com muitos trabalhos publicados na *RBE* é Bernstein. Sobre temas monetários, seus trabalhos aparecem nas edições de setembro de 1952, junho de 1958 e setembro de 1966. No

primeiro (78) — três conferências proferidas em 1951 sobre inflação e desenvolvimento econômico — Bernstein antecipa detalhadamente o fenômeno modernamente conhecido como “crise de estabilização”, mostrando que se trata de um processo penoso a política antiinflacionária. Mas, por outro lado, no longo prazo a estabilidade monetária é vista como um suporte ao processo de desenvolvimento. A indexação é discutida por Bernstein em seu artigo de junho de 1958 (79) como alternativa para uma economia inflacionária, até que seja alcançada a estabilidade monetária. Apesar de apontar algumas dificuldades, Bernstein parece reconhecer vantagens no uso da indexação para um caso de inflação prolongada, valendo frisar que este é dos poucos trabalhos publicados no Brasil sobre o assunto, antes da introdução da correção monetária em 1964/65.

Já em setembro de 1966, num artigo em inglês, Bernstein (80) analisa um tema bastante atual: os efeitos de variações nos preços internacionais de matérias-primas sobre políticas domésticas de estabilização. São consideradas várias alternativas de combinação de política monetária, cambial e fiscal para conter os fatores inflacionários domésticos e ao mesmo tempo compensar a inflação importada causada por flutuações nos preços de produtos primários exportados, incluindo-se aí o uso de impostos de exportação e as revalorizações cambiais.

A quarta das seis conferências de Burns em 1953 sobre desenvolvimento econômico (81) analisa as tendências inflacionárias supostamente inerentes ao processo de desenvolvimento econômico. O economista norte-americano vislumbra um certo grau de simultaneidade, com o desenvolvimento gerando pressões inflacionárias e a inflação apresentando impacto sobre o crescimento, e sugere a necessidade de se descobrir uma posição intermediária no dilema, evitando-se crescimento econômico excessivamente rápido.

Vários tópicos de economia monetária internacional são abordados por Robbins na sua coletânea de seis palestras publicada na *RBE* de junho de 1954. Na primeira (82), o autor focaliza a escassez de dólares dos anos anteriores, discutindo os desequilíbrios de balanço de pagamentos do pós-guerra. O controle da inflação é o tema da segunda palestra (83), manifestando o economista inglês a sua confiança na política monetária e na eficácia dos métodos clássicos de controle. Vale observar que, na época, havia substancial ceticismo com relação à política monetária, havendo a teoria quantitativa da moeda sido relegada a segundo plano. O debate entre taxas fixas e flutuantes é o tópico da terceira palestra (84), na qual Robbins já concebe a possibilidade de taxas flutuantes entre

os grandes blocos econômicos, como acontece hoje em dia, embora manifeste a sua preferência por taxas de câmbio fixas e ajustáveis periodicamente. Nas três últimas conferências, a ênfase é maior na política comercial e na reconstrução internacional. Na última conferência, Robbins (85), ao considerar tópicos financeiros da reconstrução internacional, insiste nas taxas fixas e ajustáveis, mas se mostra favorável à utilização temporária de taxas flutuantes de câmbio nos casos de necessidade de se testar o mercado.

Hayek — agraciado com o Prêmio Nobel na década de 70 — analisa na *RBE* de junho de 1957 (86) as relações entre pleno emprego, planejamento e inflação — três fatores dominantes no pensamento econômico do pós-guerra, segundo ele. Recusando a idéia do planejamento, Hayek se mostra pessimista sobre o futuro, na medida em que a ideologia do pleno emprego — segundo sua expressão — pode trazer consigo a aceleração inflacionária, que é encarada como um vício estimulante.

Na série de conferências sobre desenvolvimento econômico, publicada na *RBE* de março de 1957, Kaldor dedica uma delas — a quarta (87) — ao tema das relações entre inflação e desenvolvimento econômico. Considera argumentos favoráveis à inflação e desfavoráveis à inflação, concluindo que, numa fase inicial, a elevação dos preços favorece o desenvolvimento mas, posteriormente, prejudica, sobretudo quando tem início a espiral preços-salários. Kaldor parece situar-se numa posição intermediária, argumentando que em determinadas circunstâncias o progresso via inflação é melhor do que a estagnação mas, por outro lado, a inflação é um instrumento de política inferior à política fiscal na tarefa de mobilizar o excedente potencial de poupança. Enfatiza que os investimentos devem ser financiados pela tributação, mas reconhece as dificuldades inerentes em qualquer política antiinflacionária.

O tema da inflação e do crescimento volta a ser abordado na série de três conferências de Higgins, publicada em dezembro de 1961 (88). Afirmando que a evidência empírica das décadas de 30, 40 e 50 desmentia qualquer correlação — positiva ou negativa — entre inflação e desenvolvimento econômico, Higgins procura sugerir dois pontos: a possibilidade de se ter ao mesmo tempo inflação e desemprego — ou “estagflação”, como se diz hoje em dia — numa economia “regionalizada”, com dualismo tecnológico; e a existência de uma taxa ótima de inflação, relativamente moderada, seguindo a posição intermediária de Kaldor.

Em 1963, as correntes monetaristas e estruturalistas no debate inflação *versus* crescimento são analisadas por Smithies (89), o qual procura rejeitar as posições extremadas e afirma que o debate vai além do continente latino-americano. Alguns pontos específicos merecem ser destacados no trabalho de Smithies: a verificação de que as soluções monetárias produzem recessões temporárias, daí o seu “mau sabor”, e a sugestão de uma política cambial de desvalorizações contínuas, antecipando o esquema brasileiro das minidesvalorizações.

A tese de Georgescu-Roegen sobre inflação estrutural é descrita em artigo na *RBE* de março de 1968 (90), o qual foi reimpresso — com alguns parágrafos adicionais — na *RBE* de setembro de 1972 (91). O autor sugere que algumas economias se defrontam com um *structural inflation lock*, do qual não se pode sair com remédios monetários, mas, pelo contrário, o remédio exige fenômenos reais. Segundo o autor, algumas economias apresentam fenômenos de aumentos de preços inteiramente diferentes da mera inflação monetária.

Um dos mais complexos *papers* publicados na *RBE* é o de Tobin, em 1969 (92): uma sofisticada análise das relações entre crescimento e moeda, objetivando apresentar a taxa ótima de crescimento monetário. Após o desenvolvimento do modelo neoclássico de crescimento por Solow (35.A) e Swan (36.A), entre outros, em meados da década de 50, vários autores — entre eles o próprio Tobin (37.A) — começaram a desenvolver trabalhos no sentido de introduzir a moeda no modelo. Esta área de estudos sobre crescimento e moeda apresentou notável crescimento durante a década de 60, culminando em artigos como este de Tobin, publicado simultaneamente na *RBE* e no *Journal of Political Economy* (38.A). Em retrospecto, todavia, pode-se argumentar — com base não só na esterilidade teórica de muitos destes trabalhos, que impediu a sua aplicação empírica, como também no rápido declínio da própria produção de artigos teóricos nesta área durante a década de 70 — que a direção dada aos estudos de moeda e crescimento foi incorreta, havendo necessidade de mudança de rumos.

Lerner (93) faz uma análise de diversos “tipos” de inflação, sugerindo que esta é freqüentemente administrada — de custos — e não pode ser reduzida por tratamento de choque, sob pena de forte desemprego. O remédio de Lerner é proteger o mercado contra os monopólios, mediante *wage-price guideposts*. Na sua análise da inflação brasileira, o economista dá ênfase particular à política de ajustamento salarial na explicação do sensível declínio da inflação entre 1964 e 1969. Ainda sobre inflação, ao

analisar os seus custos, Lerner afirma que há um certo exagero neste aspecto, como se todas as pessoas fossem compradoras de bens e serviços e não houvesse vendedores.

Mais recentemente, na *RBE* de março de 1976, estão reunidas diversas conferências sobre a crise econômica internacional de 1974/75. Johnson (94) apresenta um panorama geral da crise, explicando a inflação mundial da década de 70 por causas monetárias, sendo o seu trabalho comentado por G. Stukart, M. H. Simonsen e E. Gudin. Swoboda (95) se concentra nas relações entre inflação e petróleo, enfatizando também aspectos monetários da crise, sendo a sua palestra comentada por A. C. Lemgruber, O. G. Bulhões e P. H. P. Lyra. Outra conferência na mesma *RBE* sobre temas financeiros internacionais é a de Stoleru (96), concentrando-se em aspectos da crise econômica de 1974/75 relacionados ao mercado financeiro, com comentários de C. L. S. Haddad e J. P. R. Velloso.

Finalmente, Sjaastad (97) procura descrever e ampliar o *approach* monetário do balanço de pagamentos desenvolvido por Johnson (33.A) e Mundell (34.A) na década de 70. Sjaastad analisa as relações entre a política monetária e o balanço de pagamentos com taxas fixas e flutuantes, distinguindo bens transacionados e bens não-transacionados para efeito de análise de inflação. Em contraste com outros trabalhos sobre o *approach* monetário,<sup>8</sup> o de Sjaastad se concentra em questões de curto prazo e nas implicações do *approach* para o exame das taxas flutuantes. Ele sugere que o enfoque é talvez mais vital no caso de taxas flutuantes de câmbio do que no de taxas fixas.

#### Referências bibliográficas

##### a) *Revista Brasileira de Economia*

1. Gudin, Eugenio. A moeda de ação indireta e a taxa de juros. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 1, dez. 1947.
2. ———. O problema do dinheiro barato. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 2, mar. 1948.
3. Pastore, Afonso C. Inflação e política monetária do Brasil. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 23, jan./mar. 1969.

\* Veja, por exemplo, Dornbusch (39.A) e Swoboda (40.A).



4. Silveira, Antonio Maria da. Saldo médio e estoque de moeda. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 28, jun. 1974.
5. Martone, Celso L. Um esquema para a oferta de moeda e crédito. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 30, dez. 1976.
6. Ellis, Howard & Gudin, Eugenio. Duas apreciações sobre *Moeda, juros e preços* de Don Patinkin. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 11, set. 1957.
7. Simonsen, Mário Henrique. A Lei de Say e o efeito da liquidez real. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 18, mar. 1964.
8. Suplicy, Eduardo Matarazzo. A apresentação gráfica de um modelo macroeconômico — a espiral inflacionária. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 24, dez. 1970.
9. Silveira, Antonio Maria da. Variações num tema de Christ. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 30, set. 1976.
10. Fendt Jr., Roberto. Indexação: condições de otimização para a receita do imposto inflacionário e ótimo social. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 30, jun. 1976.
11. Bulhões, Octávio G. & Kingston, Jorge. A política monetária para 1947. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 1, set. 1947.
12. Comissão Mista Brasil—EUA. Sugestões — Banco Central. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 2, dez. 1948.
13. Lynch, Edward S. & Parker, Newton B. Alterações no suprimento monetário brasileiro desde 1939. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 2, jun. 1948.
14. Kingston, Jorge. A expansão de crédito no sistema bancário brasileiro. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 2, set. 1948.
15. ———. A sensibilidade do sistema bancário nacional. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 7, set. 1953.
16. Sampaio, Alde. Lei monetária. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 3, jun. 1949.
17. Gudin, Eugenio. Estabilização dos preços. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 3, set. 1949.

18. Kafka, Alexandre. Experiências de estabilização monetária. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 17, dez. 1963.
19. Ferreira, Edésio Fernandes. Programação monetária a curto prazo no Brasil. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 27, jun. 1973.
20. Leão, A. S. Carneiro & Giestas, E. Agregado contas de renda e contas financeiras. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 27, jun. 1973.
21. Christoffersen, Leif E. Taxas de juros e a estrutura de um sistema de bancos comerciais em condições inflacionárias — o caso do Brasil. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 23, jun. 1969.
22. Lacerda Filho, Murillo Carneiro. Alguns aspectos do mercado de capitais no Brasil. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 25, jun. 1971.
23. Martins, M. A. Campos. Considerações à margem da Resolução 114 do Banco Central. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 25, jun. 1971.
24. Ribeiro, Francisco da Cunha. Mercado de capitais. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 25, jun. 1971.
25. Syvrud, Donald. Estrutura e política de juros no Brasil. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 26, mar. 1972.
26. Vital, Sebastião Marcos. Fundos de investimento — medida de seu desempenho. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 27, set. 1973.
27. ———. Economias de escala em bancos comerciais brasileiros. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 27, jan. 1973.
28. Contador, Cláudio Roberto. Política monetária, inflação e mercado de ações no Brasil — uma síntese de conclusões. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 28, set. 1974.
29. Roxo, Alfredo A. Oliveira. Capital de giro e inflação nas projeções econômico-financeiras. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 29, set. 1975.
30. Bulhões, Octávio Gouvêa de. Índices de preços no Brasil. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 2, jun. 1948.
31. Loeb, Gustaaf F. & Kingston, Jorge. O imposto complementar sobre a renda e a inflação. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 12, set. 1958.
32. Kingston, Jorge. A inflação e os reajustamentos salariais. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 13, set. 1959.

33. Gudín, Eugenio. A Conferência de Elsinore. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 13, dez. 1959.
34. Baer, Werner; Kerstenetzky, Isaac & Simonsen, Mário Henrique. Transporte e inflação: um estudo da formulação irracional de política no Brasil. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 16, dez. 1962.
35. Menezes, Orlando. O processo inflacionário brasileiro — partes I e II. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 19, dez. 1965.
36. ————. O processo inflacionário brasileiro — parte III. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 21, jun. 1967.
37. Bulhões, Octávio Gouvêa de. O combate à inflação e as vinculações orçamentárias. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 20, set. 1966.
38. Kanitz, Stephen C. & Thweatt, William O. Inflação, desenvolvimento e a elasticidade preço-produção. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 21, set. 1967.
39. Wogart, Peter. A contenção das expectativas inflacionárias — um modelo de política e um caso exemplificado. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 25, dez. 1971.
40. Sahota, G. S. Causas e efeitos da inflação no Brasil. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 26, dez. 1972.
41. Simonsen, Mário Henrique. O modelo de realimentação inflacionária e as experiências de estabilização. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 26, dez. 1972.
42. Lemgruber, Antonio Carlos. Inflação: o modelo da realimentação e o modelo da aceleração. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 28, set. 1974.
43. ————. A inflação brasileira e a controvérsia sobre a aceleração inflacionária. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 27, dez. 1973.
44. Foley, James W. & Wogart, J. Peter. Fatores inflacionários inerentes a programas de estabilização: os casos da Argentina e Brasil. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 29, jun. 1975.
45. Carvalho, José Luís. Uma nota sobre a curva de Phillips. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 29, set. 1975.
46. Langoni, Carlos Geraldo. Notas e comentários: inflação no Brasil — observações qualitativas. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 29, set. 1975.

47. Carneiro, Dionísio Dias. Maximização de lucros e controle de preços. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 29, dez. 1975.
48. Silva, Adroaldo Moura. Oferta agregada de curto prazo: estática *versus* dinâmica. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 30, jun. 1976.
49. Lemgruber, Antonio Carlos. Notas sobre a teoria da inflação. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 30, set. 1976.
50. Lopes, Francisco Lafaiete. Inflação, correção monetária e controles de preços. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 30, dez. 1976.
51. Suzigan, Wilson. Política cambial brasileira, 1889-1946. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 25, set. 1971.
52. Peláez, Carlos Manuel. As conseqüências econômicas da ortodoxia monetária, cambial e fiscal no Brasil entre 1889 e 1945. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 25, set. 1971.
53. Peláez, C. M. & Nogueira, D. Ensaio sobre a economia brasileira. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 26, set. 1972.
54. Peláez, Carlos Manuel & Suzigan, Wilson. Bases para a interpretação monetária da história econômica brasileira. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 26, dez. 1972.
55. Buescu, Mircea. A inflação brasileira de 1850 a 1870: monetarismo e estruturalismo. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 26, dez. 1972.
56. Campos, Roberto de Oliveira. Uma interpretação institucional das leis medievais da usura. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 6, jun. 1952.
57. Kogut, Edy Luiz. A teoria monetária de Simon Newcomb. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 28, dez. 1974.
58. Kafuri, Jorge. Taxa cambial. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 1, set. 1947.
59. Pégurier, Guilherme Augusto. Balança de pagamentos do Brasil. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 2, dez. 1948.
60. Gudin, Eugenio. A desvalorização da libra. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 3, set. 1949.

61. Huddle, Donald L. Balanço de pagamentos e controle de câmbio no Brasil — diretrizes políticas e história, 1946-54. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 18, mar. 1964.
62. ————. Balanço de pagamentos e controle de câmbio no Brasil — eficácia, bem-estar e desenvolvimento econômico. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 18, jun. 1964.
63. Kafka, Alexandre. A liquidez internacional: sua importância atual para os países menos desenvolvidos. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 22, set. 1968.
64. ————. A integração monetária regional dos países em desenvolvimento. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 22, dez. 1968.
65. ————. Alguns aspectos das relações financeiras da América Latina com o Fundo Monetário Internacional. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 23, set. 1969.
66. Tyler, William G. As taxas de câmbio cadentes e a inflação endêmica. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 22, dez. 1968.
67. Bulhões, Octávio Gouvêa de. O Brasil e a política monetária internacional. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 26, dez. 1972.
68. Haberler, Gottfried. Escassez de dólares? *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 2, mar. 1948.
69. ————. Política de salários, emprego e estabilidade econômica. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 5, mar. 1951.
70. ————. A depreciação da moeda e as relações de trocas. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 6, mar. 1952.
71. ————. Comércio internacional e desenvolvimento econômico. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 13, jun. 1959.
72. Hansen, Alvin H. Evolução monetária internacional. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 3, mar. 1949.
73. Furth, J. Herbert. Conversão da moeda e inflação reprimida. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 3, jun. 1949.
74. ————. Inflação reprimida e reforma monetária na Alemanha Ocidental. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 4, mar. 1950.

75. Furth, J. Herbert. A ação dos bancos centrais e o equilíbrio econômico. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 4, dez. 1950.
76. Singer, H. W. Recursos monetários destinados ao desenvolvimento econômico. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 4, set. 1950.
77. Viner, Jacob. Relações entre a política monetária e fiscal e a política comercial. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 5, jan. 1951.
78. Bernstein, E. M. A inflação em relação ao desenvolvimento econômico. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 6, set. 1952.
79. ————. Relação entre salários e preços numa inflação prolongada. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 12, jun. 1958.
80. ————. Raw materials prices and monetary stability. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 20, set. 1966.
81. Burns, Arthur E. O crescimento econômico e as tendências inflacionárias. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 7, set. 1953.
82. Robbins, Lionel E. A escassez de dólares. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 8, jun. 1954.
83. ————. O controle da inflação. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 8, jun. 1954.
84. ————. O mecanismo dos pagamentos internacionais, taxas de câmbio fixas e livres. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 8, jun. 1954.
85. ————. Problemas de reconstrução financeira internacional. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 8, jun. 1954.
86. Hayek, F. A. Pleno emprego, planejamento e inflação. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 11, jun. 1957.
87. Kaldor, Nicholas. Inflação e desenvolvimento econômico. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 11, mar. 1957.
88. Higgins, Benjamin. Crescimento, inflação e desemprego em economias regionalizadas. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 15, dez. 1961.
89. Smithies, Arthur. Inflação: a controvérsia monetarista-estruturalista. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 17, set. 1963.

90. Georgescu-Roegen, Nicholas. O estrangulamento — inflação estrutural e o crescimento econômico. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 22, mar. 1968.
91. ———. O impasse da inflação estrutural e desenvolvimento equilibrado. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 26, set. 1972.
92. Tobin, James. Notas sobre a expansão monetária ótima. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 23, mar. 1969.
93. Lerner, Abba P. Inflação e depressão na década dos 70. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 24, dez. 1970.
94. Johnson, H. A crise econômica mundial. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 30, mar. 1976.
95. Swoboda, Alexandre K. Inflação, petróleo e a crise econômica mundial. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 30, mar. 1976.
96. Stoleru, Lionel. A crise financeira internacional. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 30, mar. 1976.
97. Sjaastad, Larry A. Sobre a teoria monetária do balanço de pagamentos: uma extensão. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 30, jun. 1976.
98. Contador, C. Crescimento econômico e o combate à inflação. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 31, jan. 1977.
99. Neuhaus, P. A teoria monetária e bancária de Adam Smith. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 31, jan. 1977.
100. Sayad, J. Controle de juros e saldos médios. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 31, jan. 1977.
101. Silveira, A. M. Erradicação da miséria e *laissez-faire*: o *seigniorage* como fonte de recursos. *RBE*, Rio de Janeiro, FGV, v. 31, jan. 1977.

b) *Outras referências*

- 1.A. Gudin, E. *Princípios de economia monetária*. Agir.
- 2.A. Keynes, J. M. *The general theory of employment, interest and money*. 1936.
- 3.A. Cagan, P. The monetary dynamics of hyperinflation. In: *Studies in the quantity theory of money*. M. Friedman, ed., Chicago, 1956.

- 4.A. Nerlove, M. The dynamics of supply in agriculture. Johns Hopkins, 1958.
- 5.A. Pastore, A. Aspectos da política monetária recente no Brasil. *Estudos Econômicos*, IPE, n. 3, 1973.
- 6.A. Pastore, A. & Almonacid, R. Gradualismo e tratamento de choque. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 1975.
- 7.A. Pastore, A. O emprego de deflatores inadequados em estudos econométricos. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, jun. 1972.
- 8.A. Brunner, K. & Meltzer, A. Liquidity traps for money and bank credit. *Journal of Political Economy*, p. 1-37, jan./feb. 1968.
- 9.A. Martone, C. O enfoque monetário à teoria do balanço de pagamentos. *Estudos Econômicos*, IPE, n. 1, 1974.
- 10.A. Patinkin, D. *Money, interest and prices*. 1. ed., Harper and Row, 1956.
- 11.A. ————. *Money, interest and prices*. 2. ed., Harper and Row, 1965.
- 12.A. Pesek, B. & Saving, T. *Foundations of money and banking*. Macmillan, 1968.
- 13.A. Christ, C. A simple macroeconomic model with a government budget restraint. *Journal of Political Economy*, p. 53-67, jan./feb. 1968.
- 14.A. Fendt, R. Os novos rumos da correção monetária. *Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro, FGV, nov. 1975.
- 15.A. ————. Indexation: optimality conditions for government revenue from inflation. *Explorations in Economic Research*, NBER, n. especial sobre correção monetária, 1977.
- 16.A. Pastore, A. A oferta monetária no Brasil, 1961-72. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, dez. 1973.
- 17.A. Ferreira, E. *Política monetária e dívida pública*. IBMEC, 1974.
- 18.A. Friedman, M. *The optimum quantity of money*. Aldine, 1969.
- 19.A. Treynor, J. How to rate management of investment funds. *Harvard Business Review*, v. 43, n. 1, p. 68-76, jan./feb. 1965.



- 20.A. Sharpe, W. Mutual fund performance. *Journal of Business*, v. 1, p. 119-38, jan. 1966.
- 21.A. Contador, C. Inflação e o mercado de ações no Brasil: teste de algumas hipóteses. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, dez. 1973.
- 22.A. Baer, W., Kerstenetzky, I. & Simonsen, M. H. Inflation and transportation: a study of irrational policy-making. *Economic development and cultural change*.
- 23.A. Netto, D. et alii. *Alguns aspectos da inflação brasileira*. ANPES, 1964.
- 24.A. Phillips, A. W. The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the U. K. *Economica*, 1958.
- 25.A. Friedman, M. The role of monetary policy. *American Economic Review*, mar. 1968.
- 26.A. Phelps, E. Money-wage dynamics and labor market equilibrium. *Journal of Political Economy*, 1968.
- 27.A. Lemgruber, A. C. Gradualismo versus tratamento de choque: algumas simulações. *Rev. Bras. de Mercado de Capitais*, n. 2, 1975.
- 28.A. ————. O modelo econométrico de St. Louis aplicado ao Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, jan./fev. 1975.
- 29.A. Peláez, C. M. & Suzigan, W. *História monetária do Brasil*. IPEA, 1976.
- 30.A. Friedman, M. *A monetary history of the United States*. NBER, 1963.
- 31.A. Cagan, P. *Determinants and effects of changes in the supply of money*. Columbia, 1965.
- 32.A. Hansen, A. *A guide to Keynes*. Harvard.
- 33.A. Johnson, H. The monetary approach to the balance of payments. em *Further Essays in Monetary Economics*, Harvard, 1973.
- 34.A. Mundell, R. *Monetary theory*. Goodyear, 1971.
- 35.A. Solow, R. A contribution to the theory of economic growth. *QJE*, feb. 1956.

- 36.A. Swan, T. Economic growth and capital accumulation. *Economic Record*, v. 32, nov. 1956.
- 37.A. Tobin, J. Money and economic growth. *Econometrica*, 1964.
- 38.A. ————. Optimal monetary growth. *Journal of Political Economy*, 1967.
- 39.A. Dornbusch, R. Devaluation, money and non-traded goods. *American Economic Review*, 1974.
- 40.A. Swoboda, A. Monetary policy under fixed exchange rates. *Economica*, may 1973.