

**ANDRÉ RONCAGLIA DE CARVALHO**

**EQUILÍBRIO, COORDENAÇÃO E CONHECIMENTO: UM  
ESTUDO SOBRE A QUESTÃO MONETÁRIA EM HAYEK**

**MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA**

**PUC/SP  
SÃO PAULO  
2007**

# **Livros Grátis**

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

**ANDRÉ RONCAGLIA DE CARVALHO**

**EQUILÍBRIO, COORDENAÇÃO E CONHECIMENTO: UM  
ESTUDO SOBRE A QUESTÃO MONETÁRIA EM HAYEK**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Economia Política, sob a orientação do Prof. Doutor João Machado Borges Neto.

**MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA**

**PUC/SP  
SÃO PAULO  
2007**

**BANCA EXAMINADORA**

---

---

---

## AGRADECIMENTOS

A parte mais complexa dessa dissertação se inicia aqui. Agradecer a todos aqueles que participaram nesse trabalho é uma tarefa que carrega, em si, algumas injustiças inevitáveis. Muitas foram as pessoas que auxiliaram a confecção desse trabalho. Algumas delas cometendo a inafiançável contravenção de perguntar sobre o que versava o meu trabalho. Seus ouvidos e, principalmente, sua paciência foram partícipes cruciais para o esclarecimento de diversos pontos críticos do trabalho.

Inicialmente, agradeço à Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico - CNPq e à PUC/SP pelo financiamento dos meus estudos e dessa pesquisa.

Devo minha gratidão ao orientador deste estudo, o Prof. João Machado Borges Neto. Sua modéstia e sua sabedoria talvez tenham sido o maior aprendizado que retirei desse esforço. Sua paciência e sua disposição atuaram como elementos calmantes nos momentos em que a angústia e a desorientação se firmavam em minha mente. Sem mencionar seu amplo conhecimento teórico e o rigor científico que o acompanha na mais elementar das discussões.

Aos membros da banca de qualificação, Prof. Antonio Carlos Alves dos Santos e Prof. Jorge Eduardo Castro Soromenho, sou-lhes muito grato pelas orientações e pelas provocações que me ofereceram. Elas foram imprescindíveis para a finalização do trabalho, dentro de prazo devido. Sou especialmente grato ao Prof. Jorge Soromenho, pelos instigantes debates e pelo auxílio emergencial que me concedeu, ao esclarecer questões cruciais que emperravam o avanço da dissertação. Devo reconhecer, ainda, que o tema desse trabalho se deve a uma de suas aulas na disciplina de Microeconomia e Instituições, na qual participei como aluno especial, no programa de mestrado em economia do desenvolvimento e das instituições, na USP, em que o professor comentou sobre a “ordem espontânea” de Hayek. Desde então, passei a procurar, na escuridão da ignorância, um tema que se relacionasse com essa questão. E quando o encontrei, pude contar com seu apoio.

Ao Prof. João Batista Pamplona devo um agradecimento especial. Desde o início de minha empreitada, ele se mostrou um verdadeiro mentor. Sua sabedoria e sua retidão me forneceram importantes lições a respeito do que significa ser um professor e um pesquisador. Sua incansável vontade de auxiliar na ascensão intelectual e no aprimoramento do espírito científico de seus alunos deve ser reconhecida como um modelo a ser seguido por qualquer pesquisador que se pretenda professor. Certamente, um modelo que levarei sempre comigo em minhas futuras lides acadêmicas.

Uma lembrança especial deve ser feita àqueles que mantêm nossa universidade funcionando. À Sônia, nossa amável e sempre elegante secretária do Programa de Mestrado em Economia Política, que, além de arejar minhas reflexões teóricas com agradáveis divagações poéticas, sempre se dispôs a me ajudar e também a me “acordar” nos momentos em que “dormia no ponto” em relação aos prazos de entrega de relatórios e de formulários diversos. Aos funcionários da biblioteca, Lucinha, Denise, Pari, Maurício, Rodrigo, Rocha e o Salvador, os quais sempre tinham um sorriso amigo a nos oferecer na convivência quase diária que desenvolvemos ao longo desses oito anos em que frequentei a PUC/SP.

Aos meus colegas do programa de mestrado que se espalham em três diferentes anos: José Eduardo Godoy Jr., Darcio Martins, Tatiana Melo e Rogério Santana; aos colegas de sala Jorge Siqueira, Sergio Tormin, Carlos Eduardo Cabral, Gabriel Galipolo e Pedro Silva Barros. Em especial, devo mencionar os colegas cuja amizade certamente figura dentre os maiores benefícios colhidos ao longo dessa etapa. São eles: o mais espirituoso de todos os economistas já formados João Guilherme Machado, o meu “escudeiro” e irmão de nome e de desconfianças inocentes André Mountian, o meu mentor cultural e musical Paulo Trajano, meu nobre e ímpoluto amigo David Eduardo Silva Rodrigues e a amável e única Mariana Jansen. Do “primeiro” ano, agradeço pelo apreço e amizade da Andréa Lucchesi, do João Paulo Pieroni e seu violão cantante e do Vinicius Gontijo, com seu “lendário” piano e seu adorável jeito de ser.

Um dos aspectos mais incômodos de um trabalho de pesquisa é o isolamento a que se submete o pesquisador. O trabalho de introspecção é, por definição, uma tarefa íntima de aprimoramento individual do pensamento. Mas, como Marx já colocou, o homem só pode isolar-se em sociedade. Nesse sentido, a misantropia que muitas vezes acomete aqueles que se embrenham na investigação científica apenas pode-se dar com a compreensão daqueles que estão à nossa volta. Agradeço ao meu pai Antonio Caetano, à minha mãe Eliseth, ao meu irmão Eduardo, à minha cunhada Luciana e ao meu sobrinho Renan pela compreensão com que me acolheram e aceitaram as ausências de corpo e de espírito que resultaram do empenho na pesquisa. À minha doce companheira de economia e de vida, Talita Ribeiro que, com seu “mindinho rosa” e sua ternura incomparável, manteve-se como um apoio constante nas horas de alegria, assim como nas de apreensão. Aos meus amigos Antonio Carlos Castro, Rodrigo Reed, Antonio Rahal, Henrique Araújo, Daniel Ferrara, Vanessa Barragan, Leandro Figueiredo, Ana Maria Assed, José Roberto Assed, Laura Assed, Ana Carolina Assed, Marcos Scharra e Marcelo Scharra, agradeço pelo apoio.

## RESUMO

O presente estudo visa analisar como o desenvolvimento da teoria dos ciclos econômicos de Hayek guiou o autor no sentido da percepção do problema do conhecimento. Busca-se mostrar, também, como a apreciação dessa descoberta pode realçar a visão do autor acerca do papel da moeda na economia. O período em questão vai do final da década de 1920 até o final da década seguinte. Propõe-se que as tensões existentes em sua teoria monetária deram ensejo à crítica aos conceitos de equilíbrio e conhecimento perfeito. A organização do sistema monetário, fundada no crédito, ocasiona uma distorção do sistema de preços, impedindo que haja uma compatibilidade entre as ações dos produtores e dos consumidores. Tal descompasso emerge devido à existência de um déficit informacional gerado pelo próprio funcionamento do sistema monetário, cujo resultado é a ocorrência dos ciclos econômicos. Ao analisar esse fenômeno, Hayek explicitou os problemas gerados pela moeda no que dizia respeito à obtenção do equilíbrio do sistema. Moeda e equilíbrio só seriam compatíveis entre si sob condições bastante restritivas. A principal delas dizia respeito a uma suposição heróica acerca do conhecimento dos indivíduos: para que a moeda fosse neutra - isto é, não perturbasse o equilíbrio -, os indivíduos deveriam antecipar corretamente todo o curso futuro dos preços da economia. Por fim, Hayek contou com as críticas cruciais de seus colegas de profissão, cuja consideração possibilitou a visualização clara do problema do conhecimento na sociedade.

**Palavras-chave:** Hayek. Ciclos Econômicos. Moeda. Equilíbrio. Conhecimento. Coordenação.

## ABSTRACT

This study aims at stressing the connection between Hayek's trade cycle theory and his later perception of the problem of knowledge. Furthermore, an attempt is made to show how this discovery may clarify the author's comprehension of the role of money in the economic system. The period under analysis ranges from the late 1920s to the end of the following decade. It is argued that the tensions at work in Hayek's monetary theory led his attention towards the criticism of the concepts of equilibrium and perfect knowledge. The organization of the monetary system, based on credit, generates a distortion in the price system, barring the compatibility between the actions of producers and consumers. Such conflict emerges due to the existence of an informational deficit which stems from the very functioning of the monetary system, which culminates in the occurrence of the trade cycle. In the effort to analyze this phenomenon, Hayek exposed the problems money poses to the attainment of the equilibrium for the economic system. Money and equilibrium would only be compatible with each other under extremely restrictive conditions. The main condition referred to a heroic supposition about the knowledge of individuals: for money to be neutral – that is, in order not to disturb the equilibrium -, individuals should be able to anticipate correctly all future movements of the prices of the economy. Finally, Hayek had the contribution of his peers' criticism, whose consideration came to allow his visualization of the problem of knowledge in the society.

**Keywords:** Hayek. Trade Cycles. Money. Equilibrium. Knowledge. Coordination.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Pág.

<b>Figura 2.1</b> – Equilíbrio no mercado de fundos de empréstimo ( $r = i$ ).....	78
<b>Figura 2.2</b> – Reação da taxa de juros a uma expansão do crédito .....	94
<b>Figura 3.1</b> – Equilíbrio no mercado de fundos de empréstimo ( $r = i$ ) .....	111
<b>Figura 3.2</b> – Desequilíbrio no mercado de fundos de empréstimo ( $r > i$ ).....	112
<b>Figura 3.3</b> – Triângulos de Hayek: a estrutura temporal da produção.....	119
<b>Figura 3.4</b> – Transformação da estrutura de produção.....	120
<b>Figura 3.5</b> – Finalização e crescimento do processo de produção.....	120
<b>Figura 3.6</b> – Os efeitos do aumento voluntário da poupança sobre a estrutura produtiva .....	126
<b>Figura 3.7</b> – Os efeitos iniciais da expansão de crédito sobre a demanda por bens de produção .....	127
<b>Figura 3.8</b> – A efetivação da poupança forçada: excesso de investimentos sobre a poupança .....	129

## A Ciência Econômica na Arte e na Cultura Brasileiras

### *Do problema da análise agregada*

Vocês que fazem parte dessa massa...

*Zé Ramalho (Admirável gado novo)*

### *Da taxa de juros*

Sentou-se numa calçada, tirou do bolso o dinheiro, examinou-o, procurando adivinhar quanto lhe tinham furtado. Não podia dizer em voz alta que aquilo era um furto, mas era. Tomavam-lhe o gado quase de graça e ainda inventavam juro. Que juro! O que havia era safadeza.

*Graciliano Ramos (Vidas Secas)*

### *Do dinheiro*

Dinheiro na mão é vendaval,  
Dinheiro na mão é solução  
E solidão.

*Paulinho da Viola (Pecado Capital)*

### *Da inflação*

De que me serve um saco cheio de dinheiro  
Pra comprar um quilo de feijão  
No tempo dos "derréis" e do vintém  
Se vivia muito bem, sem haver reclamação  
Eu ia no armazém do seu Manoel com um tostão  
Trazia um quilo de feijão  
Depois que inventaram o tal cruzeiro  
Eu trago um embrulhinho na mão  
E deixo um saco de dinheiro.

*Francisco Santana (Saco de Feijão)  
Interpretação de Beth Carvalho  
Nos Botequins da Vida (1977)*

### *Da frustração dos planos de ação*

Ouça-me bem, amor  
preste atenção, o mundo é um moinho  
vai triturar teus sonhos tão mesquinhos  
vai reduzir as ilusões a pó.

*Cartola (O mundo é um moinho)*

### *Do isolamento do indivíduo da teoria neoclássica*

Sempre só, eu vivo procurando alguém  
Que sofre como eu também  
E não consigo achar ninguém.

*Nelson Cavaquinho (Luz negra)*

### *De evolução*

Mudar em movimento  
Sem deixar de ser  
o mesmo ser que muda  
como um rio.

*Thiago de Mello (Como um rio)*

## Sumário

Introdução.....	10
1. O contraponto à Teoria Quantitativa da Moeda .....	15
1.1 – A teoria dos ciclos econômicos e a percepção do problema da moeda .....	21
1.2 – O paradigma da teoria monetária na década de 1920 e suas conclusões .....	26
1.3 – A abordagem quantitativista: a relação direta entre a moeda e os preços.....	28
1.3.1 - A abordagem de Cambridge: definições e mecanismo de transmissão.....	31
1.3.2 - A abordagem de Fisher: definições e o mecanismo de transmissão .....	33
1.3.3 - A teoria quantitativa da moeda: uma síntese .....	35
1.4 – As origens da crítica de Hayek: preços relativos e ponto de injeção da moeda.....	36
1.4.1 – Richard Cantillon, preços relativos e a dinâmica monetária.....	39
1.5 - A centralidade da questão monetária no quadro analítico hayekiano.....	47
2. O crédito e a instabilidade do sistema econômico.....	55
2.1 – Henry Thornton e a elasticidade da oferta da moeda.....	57
2.1.1 – Thornton e o crédito: a elasticidade da oferta de moeda.....	59
2.1.2 – Thornton e o mecanismo indireto da taxa de juros .....	62
2.2 – Knut Wicksell e a integração das teorias real e monetária .....	66
2.2.1 – A moeda endógena e a organização do sistema monetário.....	69
2.2.2– A taxa de juros natural e os investimentos .....	75
2.3 – Hayek e o multiplicador bancário: taxa de juros e concorrência bancária.....	83
2.3.1 – O efeito multiplicador do crédito e o problema da regulação da oferta de moeda.....	85
2.3.2 – Concorrência bancária e o atraso no ajustamento da taxa de juros.....	89
2.3.3 – A percepção dos efeitos do crédito sobre a estrutura produtiva da economia.....	95
3. Preços e Produção: os efeitos da moeda sobre a estrutura produtiva .....	101
3.1 – O problema da poupança forçada .....	105
3.1.1 – Poupança forçada, preços relativos e sistema bancário .....	108
3.2 – A alocação da poupança entre bens de produção de bens de consumo .....	111
3.2.1 – Definições e conceitos da teoria austríaca do capital: heterogeneidade e transitoriedade.....	114
3.2.2– A poupança forçada e o desequilíbrio intertemporal: crédito e ciclo econômico.....	122
4. Informação Imperfeita, Expectativas e Equilíbrio.....	133
4.1 – Sraffa e o papel da moeda na teoria hayekiana.....	135
4.2 – A crítica de Myrdal e o papel das expectativas .....	149
4.3 – Expectativas e conhecimento na teoria dos ciclos de Hayek: a palestra de 1933 .....	154
4.4 – Equilíbrio e compatibilidade dos planos de ação: os antecedentes do artigo de 1937.....	165
4.5 – Equilíbrio e subjetividade: as implicações sobre a teoria monetária de Hayek .....	168
Conclusões.....	178
Referências Bibliográficas.....	183

## Introdução

Este estudo abordará o tratamento dado por Hayek à função da moeda na economia. Hayek acreditava que a tarefa do economista consistia na construção de um corpo teórico central e unificado que pudesse explicar os fenômenos econômicos observados no mundo real. Em que pese o papel fundamental desempenhado pela moeda numa economia moderna, as teorias monetárias disponíveis no início do século XX assumiam uma moeda neutra em relação ao setor produtivo da economia: sua existência atendia exclusivamente às necessidades do comércio e da produção, sem afetar os fatores que determinavam essas variáveis. No curto prazo, aceitava-se a ocorrência de distorções na esfera da produção e de um ajustamento do sistema em resposta a variações na quantidade de moeda. Estas porém teriam um caráter incidental, pouco relevante. Contudo, no longo prazo, alterações na quantidade de moeda teriam impacto somente sobre o nível de preços: o setor real da economia, o da produção, não seria afetado por flutuações no estoque de moeda disponível. Definia-se, assim, o conceito da neutralidade da moeda, cujo quadro analítico principal e dominante era representado pela Teoria Quantitativa da Moeda (TQM).

Essa teoria endossava o conceito de neutralidade e tinha ampla aceitação no meio acadêmico. Até final do século XIX, a teoria monetária era campo de estudo independente daquele que abordava o setor real. Ênfase muito maior era dada às análises sobre as grandes quantidades da economia real, a lei da oferta e da demanda, o processo de troca e problema da distribuição do produto, sob os auspícios do modelo de economia de trocas em equilíbrio geral, de Léon Walras. Em virtude disso, alargou-se a defasagem entre o desenvolvimento da teoria real e aquele da teoria monetária.

Hayek dá início a seus estudos sobre teoria monetária na segunda década do século XX. Sua intenção é compreender as flutuações recorrentes sofridas pela economia. O autor concentra seus esforços no reconhecimento das causas determinantes dos ciclos econômicos. Seguindo os passos de Wicksell, Hayek indica que a abordagem do problema deve ser feita pela consideração de dois aspectos da economia: o lado real e o monetário. Estaria na relação entre essas duas dimensões econômicas o fator deflagrador dos ciclos econômicos.

Para ambos os autores, o crédito concedido pelo sistema financeiro aos empresários constituiria um elemento perturbador do equilíbrio. No modelo de equilíbrio geral a moeda não é significativa, pois sua única função é facilitar as trocas. Os autores abandonam esse

modelo teórico e avançam em suas próprias abordagens. Hayek desenvolve a teoria de Wicksell, buscando provar que a moeda tem efeitos reais sobre a economia. Em outros termos, Hayek defende explicitamente, em sua teoria dos ciclos, a não-neutralidade da moeda no curto prazo.

Como decorrência das limitações do modelo de equilíbrio geral, Hayek buscou formalizar uma nova concepção de economia. Essa mudança foi nomeada pelo historiador Bruce Caldwell de “a transformação de Hayek”. (CALDWELL, 1988). Nessa nova fase, a noção de equilíbrio é relegada a um segundo plano, em prol de uma compreensão da economia como um processo de constante mudança, residindo no mercado o mecanismo de coordenação das ações de indivíduos interdependentes, providos de autonomia decisória.

A crítica principal de Hayek ao modelo de equilíbrio geral recai sobre dois conceitos: concorrência perfeita e previsão perfeita. Para o autor, essas suposições não condizem com a realidade de uma sociedade capitalista, uma vez que o ser humano apresenta uma limitação cognitiva, ou seja, detém somente fragmentos do conhecimento total da sociedade. Ao supor o contrário, o modelo de equilíbrio geral elimina o problema da coordenação por meio de uma suposição sobre a capacidade cognitiva do ser humano.

Nesse sentido, Hayek defende que o conhecimento se encontra disperso na sociedade. Caberia ao mercado garantir, por meio de suas propriedades corretivas, a correspondência entre as iniciativas individuais e as necessidades coletivas. Os preços teriam a tarefa de comunicar aos produtores as demandas da sociedade. Dado que o conhecimento é subjetivo, os preços seriam sinais captados individualmente. A partir desses indicadores, os agentes formariam seus planos de ação. Ao executá-los haveria um problema de coordenação, frente à relação de interdependência entre os indivíduos que integram um ambiente econômico. Esse problema seria coordenado pelo mercado, por meio de um “mecanismo de feedback”, já identificado, segundo o próprio Hayek, por Adam Smith. (SOROMENHO, 1994, p. 19).

A coordenação do mercado não implica, todavia, a existência de equilíbrio estável. Ao contrário, para o autor o mercado é o espaço para a metodologia de aprendizado pela tentativa e pelo erro. Assim, aqueles agentes cujos planos foram frustrados serão induzidos a reformular seus planos de ação. Ao executá-los, haverá novo processo de compatibilização desses planos. Esse constante processo de mudança é o que permite a descoberta e o aprendizado. A ausência de mudança significa o equilíbrio. E para Hayek, é improvável a permanência de uma economia capitalista nesse estado.

Uma das razões para isso está expressa em seu primeiro livro *Monetary Theory and Trade Cycle* (HAYEK, [1929] 1966). Nesse estudo, o autor apresenta os motivos monetários para o início dos ciclos. Contrariando as teses não-monetárias, Hayek propõe que a existência da moeda pode gerar distorções nos preços. A partir disso, a lei do mercado fica inviabilizada, ou seja, o sistema de preços não aloca os recursos, afastando-se do estado de equilíbrio. Os consumidores e produtores formam expectativas erradas sobre o lado real da economia. Esse evento impõe alterações no volume de poupança e nos investimentos, gerando um desequilíbrio. Tem-se início, a partir disso, o ciclo econômico. São duas as perguntas que se colocam para esse estudo: *é possível afirmar que a apreciação da questão monetária, feita por Hayek, contribuiu para a sua formulação do problema da dispersão do conhecimento na sociedade capitalista? E, como a visualização dessa problemática do conhecimento gera implicações sobre a compreensão do autor acerca do papel desempenhado pela moeda no sistema econômico?*

Adotam-se os trabalhos de Soromenho (1994) e O'Driscoll (1977) como pano de fundo do trabalho. Os autores propõem que a trajetória intelectual de Hayek é marcada pela coerência entre sua teoria do ciclo e sua posterior teoria sobre o papel do conhecimento na economia. Assim, pretende-se identificar a influência da teoria monetária de Hayek sobre a nova formulação teórica. Em seguida, propõe-se uma interpretação de como a consideração do problema do conhecimento realça a questão monetária anteriormente estudada por Hayek.

Além dessa introdução, esse trabalho está dividido em quatro capítulos, os quais conformam os objetivos específicos que serão perseguidos. O primeiro capítulo apresenta os aspectos fundamentais da crítica de Hayek à teoria monetária vigente na década de 1920, a saber, a teoria quantitativa de moeda. São dois os pontos sob crítica: a abordagem agregada representada pelo privilégio concedido ao nível de preços, como indicador da estabilidade econômica, em detrimento do comportamento dos preços relativos; e a desconsideração dos efeitos reais das variações na quantidade de moeda. Como contraponto, resgata-se o pensamento de Richard Cantillon. Esse autor do século XVIII é tido, por Hayek, como o primeiro a considerar os ajustamentos sofridos pelo lado da produção em resposta a perturbações monetárias. Como se verá, Hayek retoma as idéias desse autor no século XX, ressaltando a necessidade de se considerar a importância da moeda na análise econômica.

O segundo capítulo discorre sobre o problema do crédito na economia capitalista. Inicia-se com a apresentação dos trabalhos de Henry Thornton e Knut Wicksell, autores que colocaram o crédito no centro de suas análises e que pesaram Hayek na sua proposição acerca

da instabilidade do sistema econômico. O traço marcante do quadro analítico hayekiano reside na ênfase concedida à existência do crédito. Para esse autor, não se pode pensar a acumulação de capital sem o mecanismo do crédito. O sistema monetário estaria organizado de forma que os bancos possam criar moeda para atender à demanda por fundos para investimentos. Assim, o montante de investimentos não seria mais determinado pela quantidade de poupança, representado pelas reservas dos bancos. Ao contrário, a oferta de moeda teria um comportamento passivo, atendendo às necessidades da indústria. Hayek se apóia em Wicksell para defender a natureza endógena da moeda e apresentar os desdobramentos que resultam do funcionamento do mercado bancário.

No terceiro capítulo analisa-se a relevância do conceito de poupança forçada na teoria hayekiana dos ciclos. Esse fenômeno decorre da expansão da oferta monetária carreada pelos bancos. Visto que a moeda tem um ponto de injeção específico, representado pelo sistema bancário, o aumento na quantidade de moeda não afeta os indivíduos de maneira uniforme. Assim, alguns agentes econômicos passam a ter sua riqueza acrescida, sem que a produção tenha sofrido alterações. Essa transferência “forçada” da renda se dá na direção dos empresários, os quais utilizam esses recursos para estender o processo produtivo. A moeda endógena distorce a sinalização acerca da poupança voluntária da sociedade, isto é, a preferência dos indivíduos entre o consumo presente e o consumo futuro. O mecanismo que falha em comunicar adequadamente a situação real da poupança é a taxa de juros monetária. Essa análise é feita com o suporte da teoria austríaca do capital, cujas características mais importantes são a consideração do tempo na economia e da heterogeneidade do capital. Esse capítulo visa, portanto, derivar os postulados básicos da teoria hayekiana dos ciclos referentes aos efeitos reais das flutuações na quantidade de moeda.

O quarto capítulo apresenta as tensões existentes no pensamento monetário do autor austríaco. Essas tensões são o sintoma inequívoco da genialidade de Hayek buscando emancipação intelectual. Questões como a subjetividade, o problema da concorrência, a existência de uma taxa de juros de equilíbrio, a incorporação das expectativas na sua teoria, dentre outras, constituem forças internas ao pensamento do autor que, ao considerá-las mais cuidadosamente, em virtude da crítica de seus pares, percebe uma característica de um aspecto central da sociedade capitalista: a dispersão do conhecimento. A crítica de Hayek ao conceito de equilíbrio em sua segunda fase é inaugurada com a publicação do artigo *Economics and Knowledge* (HAYEK, [1937] 1948a), em 1937. Nesse trabalho, o autor desenvolverá um novo conceito de equilíbrio, baseado no conceito de planos individuais de ação.

No novo quadro analítico, Hayek abandonará as hipóteses de conhecimento perfeito e concorrência perfeita, as quais constituiriam uma tautologia que falhava em retratar o funcionamento da economia capitalista. O economista austríaco definirá a dispersão do conhecimento e sua apropriação de caráter subjetivo. Assim, os dados da economia perdem sua propriedade objetiva de sinalizar fielmente a relação entre oferta e demanda nos diversos mercados que compõem o sistema econômico. Como resultado dessa imperfeição intrínseca dos mecanismos de coordenação, abre-se espaço para a descoberta de oportunidades. Essa é possibilitada pelo caráter específico do conhecimento numa sociedade atomizada, a saber, a familiaridade com a atividade produtiva a que está ligado determinado indivíduo. O conhecimento é limitado e as informações são passíveis de receberem interpretações diversas; o resultado é um processo contínuo de tentativa e erro, em que os planos individuais de ação são compatibilizados pelo mecanismo de mercado. A frustração e o sucesso concorrem entre si, na busca de objetivos independentes, engendrando a ordem espontânea sem que um órgão central tenha de dirigir deliberadamente esse processo. A coordenação permite que a concorrência atenda aos anseios da sociedade, colocando a produção na direção desejada pela coletividade.

Portanto, defende-se que os conceitos que propiciarão ao autor oferecer essa crítica emergem de seu tratamento da questão monetária. Em seguida, reverte-se o sentido da exposição. É o problema do conhecimento que ilumina a questão da neutralidade da moeda. Pretende-se demonstrar que, na presença de um processo contínuo de transformações, a moeda não pode desempenhar um papel neutro, seja no curto, seja no longo prazo. O sistema de preços é forçosamente imperfeito, dada a dispersão do conhecimento na sociedade e a subjetividade com que seus sinais são retidos. Nesse novo contexto, o equilíbrio não é estacionário e é pouco provável que seja sequer obtido. Assim, se a neutralidade da moeda está intimamente associada ao equilíbrio, pode-se sugerir que ela não é neutra, indiferentemente do prazo que a que se refira.

## 1. O contraponto à Teoria Quantitativa da Moeda

O conflito mundial iniciado em 1914 deu fim ao período de grande estabilidade política, expansão econômica e progresso social que se estendeu desde a última década do século XIX. O mundo havia permanecido por quase um século sem guerras duradouras, podendo-se demarcar conflitos em termos de meses e, até mesmo, semanas. O fim da era vitoriana e o enfraquecimento da *Pax Britannica* são os elementos centrais desse momento de rearranjo da geopolítica mundial. Deflagrou-se o processo de decadência da Inglaterra como potência mundial, substituída progressivamente ocupado pelos Estados Unidos. A expansão tecnológica e industrial das potências européias, aliada ao neocolonialismo, engendrou uma nova configuração da economia mundial, baseada na conquista de territórios na África, na Ásia, na Oceania e no Oriente Médio. O fortalecimento da Alemanha e da Itália em fins do século XIX gerou uma situação de forte tensão diplomática, estabelecendo-se um estado de vigília constante sobre as ações das potências vizinhas; essa situação facilitava a transformação de eventos locais em verdadeiros inci

A revolução bolchevique na Rússia, em 1917, sinalizava a possibilidade de uma alternativa à predominante organização social fundada sobre o princípio individualista do lucro. Muitos países tentaram imitar o exemplo russo frente à onda de conflito industrial que afetava todas as economias capitalistas e que só veio a perder força na década de 1920. As conseqüências da revolução russa foram profundas e diretas. Na esteira desse acontecimento, deu-se início ao processo de descolonização e emancipação colonial, com a introdução de contra-revoluções e dos ideais da social-democracia na Europa. A revolução russa se mostrou a “salvadora do capitalismo liberal”, possibilitando a vitória do Ocidente sobre a Alemanha de Hitler e induzindo a percepção de que o capitalismo precisaria ser reformado. Por fim, a União Soviética do entreguerras se mostrou imune à Grande Depressão dos anos 1930, colocando em xeque crença na ortodoxia do livre mercado.

Em resumo, os entraves enfrentados pelo liberalismo econômico eram ainda mais visíveis: a quebra do sistema internacional de pagamentos, o abandono do padrão-ouro pelos países que o sustentavam, as desvalorizações monetárias dirigidas no sentido de vantagens comerciais, protecionismo radical, contração do comércio internacional; e, a partir da década de 1920, a instabilidade do crescimento econômico, crises progressivamente mais profundas, e o exorbitante desemprego no contexto da recessão que se iniciou em 1929. Esses fatores pareciam sustentar as profecias de Marx quanto à união da classe proletária, o aprofundamento das contradições inter-imperialistas, o renascimento da consciência revolucionária à luz da crise e, finalmente, a escalada da concentração do capital e a amplificação das oscilações periódicas. (SCREPANTI e ZAMAGNI, 2003, p. 212-213).

A eficiência alocativa dos mercados e a racionalidade econômica dos indivíduos pareciam não explicar o cenário que se desenvolvia. A ortodoxia liberal perdia adeptos. Entretanto, desde 1870, a ciência econômica que dominaria o ambiente acadêmico até o fim da primeira guerra apresentava um mundo completo e auto-suficiente. Sua tarefa consistia em demonstrar as implicações lógicas de dados gostos e preferências, num ambiente de conhecimento perfeito marcado pela escassez e a mobilidade de recursos. O conhecimento perfeito conduzia à perfeição dos mercados, abolindo-se a necessidade de acumular poder geral de compra, isto é, moeda. Contornou-se a questão do crescimento econômico com a busca do equilíbrio geral estacionário em pleno emprego dos fatores de produção, sob

---

reintegrar as vencidas. [...] A Rússia soviética foi obrigada a desenvolver-se no isolamento, embora para fins políticos os dois Estados proscritos da Europa, Rússia soviética e a Alemanha, se justassem no início da década de 1920”. (HOBSBAWN, 1995, p. 42-43).

concorrência perfeita. Formava-se uma fortaleza de rigor lógico, fundada sobre uma sedutora qualidade estética.

O *Establishment* intelectual da época estava basicamente satisfeito e, portanto, passivo. [...] A esmagadora concentração de poder intelectual dentro da fortaleza era tal que atemorizava qualquer possível atacante e a Grande Teoria, assim protegida, permaneceu intacta por duas décadas. Mas a segunda dessas décadas trouxe um fim à *Pax Britannica* e à geração e meia tranqüila que tinha favorecido e fomentado a crença num sistema econômico auto-regulado, inerente e naturalmente auto-otimizado, estável e coerente. (SHACKLE, 1967, p. 5).

Se por um lado é verdade que, antes da guerra, alguns autores já demonstravam um incômodo discreto com os limites da teoria de tradição walrasiana, procurando ampliar suas possibilidades de representação da economia capitalista – tais como Wicksteed, Wicksell e John Bates Clark –, por outro, o patente desmoronamento da ordem econômica trazido pela guerra tornou explícita a necessidade de reformulação da ciência. As ruínas da guerra impuseram, assim, uma nova agenda de pesquisa à ciência econômica. O esforço de reparação das mazelas sociais que se seguiram ao conflito exigiu da Grande Teoria do Equilíbrio Geral respostas para um cenário estranho a ela. Era flagrante a ausência de ordenação e tranqüilidade, tornando a premissa de um conhecimento perfeito universal uma ofensa ao bom senso frente aos eventos que se desenrolavam na época.

Os novos conceitos e as inovações instrumentais apresentadas alteraram o rumo e o caráter da ciência econômica. O reconhecimento da incerteza que permeava o ambiente econômico permitia atribuir-se à moeda uma natureza que superava a função de um mero numerário. A moeda deixaria de ser um elemento mecânico e passaria à condição de uma relação intersubjetiva, dando às expectativas dos agentes a sua devida importância no processo econômico. A moeda seria, então, concebida como “o abrigo contra compromissos especializados, o prorrogador da necessidade de se tomar decisões de longo alcance. Moeda é liquidez. Ela não é mecânica ou hidráulica, mas psicológica”. (SHACKLE, 1967, p. 6). A economia que antes dominava a escassez básica tornou-se, a partir dos anos 1930, a explicação de como os homens lidam com a escassez e a incerteza.

Seguindo a classificação de Screpanti e Zamagni (2003, p. 213), é possível destacar três vertentes teóricas a partir desse período. Uma é formada pelos economistas que buscaram uma abordagem teórica alternativa à “ciência oficial”, como os marxistas e os institucionalistas. Um segundo grupo abdicou de usar a teoria neoclássica para compreender a realidade e passou a cultivá-la como uma teoria pura, buscando solucionar os problemas

tipicamente matemáticos de existência, unicidade e estabilidade do equilíbrio geral. Por fim, os economistas que, respeitando a ciência pela qual haviam sido treinados, esforçaram-se por transformá-la em um instrumental que permitisse explicar os eventos do mundo real. É nesse último grupo que os esforços de Hayek devem ser analisados.

Hayek nasceu em Viena, em 1899 e, ainda na sua adolescência, participara da guerra durante pouco mais de um ano, a partir de 1917. Sua atuação na unidade de artilharia, na frente Italiana, não lhe rendeu nenhum ferimento a não ser uma gripe e a contaminação de malária. No ano seguinte, pouco após seu retorno à Áustria, Hayek entrou para a Universidade de Viena, no curso de Direito. Por iniciativa própria, ele ampliou seu campo de estudos para diversas áreas, incluindo filosofia, economia política e até psicologia. Esse leque de interesses proporcionou ao autor habilidades de investigação em variados tópicos, os quais ele abraçaria posteriormente em sua carreira.

É nesse período que Hayek desenvolverá seus estudos em psicologia sensorial, estimulado pelas idéias do filósofo Ernst Mach. As exigências do curso de Direito impediram, em 1920, que Hayek desenvolvesse mais esse trabalho, o qual seria retomado somente em 1945 e publicado, em 1952, sob o título de *The Sensory Order*. (HAYEK, [1952] 1976). Dividido entre a carreira em psicologia e economia, Hayek tinha a frente de si um dilema. Na época, a psicologia não se apresentava como um ramo profissional promissor e, ademais, os principais professores da área haviam sido mortos durante a guerra. Assim, após receber uma cópia do livro *Princípios de Economia Política* de Carl Menger - fundador da escola austríaca de econômica e pioneiro da revolução marginalista em fins do século XIX -, Hayek optou pelo estudo em economia. (CALDWELL, 2005, p. 136-138).

A vida intelectual em Viena era intensa. Hayek organizou, com colegas, seminários para discussões em literatura, filosofia, psicologia, arte e política. Desses debates participavam estudantes de diferentes áreas, fato esse que explica o posterior avanço do austríaco em direção a diversas áreas do conhecimento, tais como filosofia da ciência, história das idéias, ciência política e direito. Seu primeiro tutor em economia foi Friedrich von Wieser, cujas preocupações giravam em torno de tributação progressiva e da economia social. Wieser propunha que as instituições sociais (os costumes e as leis) tinham caráter evolutivo e influenciavam o comportamento humano, em oposição à abordagem racionalista da formação das instituições que defendia a organização da sociedade pela razão humana. A defesa das instituições como processos sociais espontâneos seria retomada explicitamente mais tarde

quando do afastamento em relação aos problemas técnicos em economia. (CALDWELL, 2005, p. 141-143).

É interessante notar que, em sua juventude, Hayek simpatizava com as idéias políticas de esquerda, especificamente com o ideal socialista do movimento Fabiano, o qual defendia uma revolução social por meio da educação das massas. Esse ativismo político, que quase culminou na criação do partido democrático austríaco, teve sua direção “consertada” pela influência de um professor que viria a marcar a vida de Hayek, Ludwig von Mises. A convivência com Mises logo aproximou Hayek da filosofia liberal. A defesa desse ideal marcaria toda a sua trajetória acadêmica, rendendo-lhe posteriormente a alcunha de “pai do neoliberalismo”. (PAULANI, 2005, capítulo 4).<sup>2</sup>

Nos dez anos subseqüentes, a carreira de Hayek seria profundamente marcada pela presença de Mises. A forte personalidade de seu mentor e a contundência de suas conclusões sobre teoria monetária e teoria dos ciclos econômicos estimularam o jovem Hayek a encontrar novos argumentos para a defesa das posições de Mises, uma vez que a linha de raciocínio deste lhe parecia inconsistente. Foi por meio dele que Hayek foi convidado a trabalhar nos Estados Unidos como assistente de pesquisa e, por conseguinte, entrou em contato com o problema das flutuações econômicas.

Pouco tempo após sua chegada aos Estados Unidos, Hayek conseguiu uma bolsa de estudos na Universidade de Nova Iorque, onde tomou conhecimento da teoria econômica norte-americana, fortemente fundamentada em estudos estatísticos, a qual versava especialmente sobre os ciclos de negócios e os desenvolvimentos do institucionalismo. Esse ambiente propiciou a Hayek sua primeira aproximação aos problemas de política monetária e de controle das flutuações industriais. Depois de 14 meses, Hayek retornou à Áustria e começou a preparar um trabalho sobre teoria monetária para pleitear uma vaga de docente. Sob a tutela de Mises, Hayek fundou o instituto de pesquisa sobre ciclos econômicos e, em 1929, publicou seu primeiro livro *Monetary Theory and the Trade Cycle* (HAYEK, [1929] 1966).

---

<sup>2</sup> Caldwell (2005, p. 143-144) relata que Wieser havia dado a Hayek uma carta de recomendação para que ele conseguisse um emprego. Mises trabalhava, na época, para um departamento responsável pela dívida externa do governo austríaco. Na carta, Wieser dizia que Hayek era um jovem promissor. Mises perguntou, então, porque nunca havia visto Hayek em seu *Privatseminar* – o renomado grupo de estudos organizado por Mises. A verdade é que Hayek, o jovem socialista fabiano, havia participado de algumas reuniões, mas achou as visões liberais de Mises muito radicais.

A viagem de Hayek aos EUA entre 1923 e 1924 resultou num trabalho sobre a recuperação da economia norte-americana após a crise de 1920. O artigo intitulado “*Monetary policy in the United States after the Recovery from the crisis of 1920*” (HAYEK, [1925] 1984) abordava a política monetária do banco central norte-americano, o *Federal Reserve System*. Criado em 1913 e formado por doze bancos privados, o sistema objetivava conter pânico financeiros por meio da oferta elástica de moeda. No entanto, havia maiores pretensões por trás dessa proposta: não se tratava tão-somente de acomodar as demandas, mas de executar políticas contra-cíclicas. A diretriz mais popular era a estabilização do nível geral de preços: se o nível de preços (medido estatisticamente por um número-índice) subisse acima de um determinado ponto os bancos que compunham o sistema do *Federal Reserve* adotariam medidas restritivas no sentido de arrefecer a atividade econômica; caso o índice de preços apontasse queda, as medidas teriam caráter expansivo. Supunha-se, portanto, que a queda dos preços estava associada a uma restrição quantitativa, isto é, a falta de meio de troca circulante forçaria os comerciantes a reduzir seus preços, de forma a adequar o produto à quantidade de moeda disponível.

Hayek discordava dessa interpretação, dizendo haver uma defasagem entre a variação do nível de preços e o ciclo. Assim, uma política orientada pelo comportamento do nível de preços poderia desestabilizar ainda mais a economia. Ele alegava que uma economia em expansão pode, ao longo do tempo, experimentar uma queda generalizada dos preços, em virtude de uma melhoria geral da produtividade. Assim, uma ação das autoridades monetárias no sentido de manter estável o nível de preços poderia gerar perturbações no lado real da economia. Isso se deve ao fato de que o nível de preços não permite que se visualizem as tendências de variação na composição do produto. O ciclo se manifestaria mais claramente, portanto, no movimento relativo dos diferentes tipos de mercadorias do que nas flutuações do nível geral de preços. (CALDWELL, 2005, p. 152-153).

Era arriscado, portanto, orientar a política monetária por meras especulações sobre o comportamento genérico e quantitativo dos preços. O objetivo da política de estabilização deveria ser a visualização do rumo que a economia tomava ao longo das fases do ciclo. Para tanto, o indicador mais adequado seria o comportamento dos preços relativos. Hayek está, no fundo, propondo uma leitura alternativa da crise. Para isso, entretanto, precisa explicitar as inconsistências da teoria que embasa a política de estabilização. E essa é uma tarefa ingrata, alega o autor, pois os oponentes de tal política de estabilização não têm em mãos uma regra igualmente simples e direta a propor; mais que isso, talvez não tenham qualquer política capaz

de satisfazer a ansiedade daqueles que esperam curar todos os males por meio de ações autoritárias. (HAYEK, [1929] 1966, p. 23).

Essa primeira parte do trabalho buscará sistematizar as críticas do autor às teorias dos ciclos econômicos da época, as quais, no seu entendimento, falhavam em captar os aspectos determinantes do fenômeno, definindo-se pelo que ele denominou ‘sintomatologia’ do problema econômico. (HAYEK, [1925] 1984, p. 6). Em outros termos, as teorias não apresentavam as causas das flutuações econômicas; restringiam-se tão-somente a apresentar as inter-relações entre elementos específicos <sup>3</sup>. (CALDWELL, 2005, p. 153). As ressalvas de Hayek a essa teoria foram formuladas no sentido de se criar um novo programa de pesquisa, cuja motivação principal era apresentar uma abordagem monetária dos ciclos econômicos amparada no paradigma do equilíbrio. Primeiramente, faz-se uma breve exposição da teoria quantitativa da moeda, apontando os principais elementos que a compõem, além do impacto de suas conclusões no corpo central da teoria econômica. Em seguida, são apresentadas as origens da crítica de Hayek, identificadas no pensamento de Richard Cantillon. Por fim, conclui-se o capítulo apresentando como é percebido o problema da moeda na teoria hayekiana dos ciclos.

### **1.1 – A teoria dos ciclos econômicos e a percepção do problema da moeda**

Hayek entendia que as limitações da teoria monetária de seu tempo impediam uma compreensão mais aprofundada sobre as causas e os desdobramentos das flutuações econômicas. Era possível dividir as teorias dos ciclos em duas correntes: as teorias não-monetárias e as teorias monetárias. Esse segundo grupo apresentava explicações baseadas na teoria quantitativa da moeda, a qual concentrava suas atenções no nível de preços da economia, cuja determinação constituía o problema central da teoria monetária dessa tradição. O economista austríaco defenderá que uma teoria dos ciclos deve considerar os efeitos das perturbações monetárias sobre os preços relativos da economia e não somente sobre o nível geral de preços.

Por outro lado, as teorias não-monetárias focavam os aspectos reais dos ciclos, definindo-os como um desequilíbrio entre a poupança e o investimento que, gerando um

---

<sup>3</sup> O autor ecoa a tradição da Escola Austríaca, como aponta Caldwell (2005, p. 22 – grifos do autor), dizendo que: “*Austrians have always been more interested in the (causal) processes by which prices actually get formed than with enumerating conditions for equilibrium. The phrase causal-genetic could, thus, accurately be used in reference to reference to Menger’s method*”.

descompasso entre a produção de bens de capital e de bens de consumo, promovia o início do ciclo. Essas teorias seriam incompletas por não apresentar uma causa geradora do ciclo, a qual somente poderia ser visualizada por meio de uma análise monetária.

Refletindo sobre essas questões, Hayek apresenta seu primeiro tratado sobre metodologia no primeiro capítulo de *Monetary Theory and the Trade Cycle*. O argumento do autor segue a linha da “batalha dos métodos” ocorrido no século XIX, cujos grandes expoentes foram o historiador econômico Gustav Schmoller, de um lado, e Carl Menger e Max Weber de outro. Menger e Weber defendiam a necessidade das formulações teóricas com algum grau de abstração. Apesar de defenderem posições diferentes em suas minúcias, Weber se aliou a Menger para combater os argumentos de Schmoller.<sup>4</sup> Nessa linha, Hayek faz graves objeções contra o uso do método empírico do qual, segundo ele, a econômica norte-americana e a escola histórica alemã faziam intenso uso no esforço de explicar a ocorrência dos ciclos.

O austríaco concede às formulações empíricas o papel de demonstrar a existência de aspectos de um fenômeno ainda não explicados, ou novos problemas a serem abordados pela teoria; ou fornecer alguma base para previsões sobre os eventos futuros. (HAYEK, [1929] 1966, p. 31) . Mas seu papel é muito limitado, se é que se pode conceder a ela algum, na formulação de postulados teóricos. Toda a medição empírica teria por trás uma suposição teórica. Portanto, o papel da teoria econômica é estabelecer as inter-conexões entre os elementos constitutivos da realidade econômica. A análise empírica não poderia sequer provar a teoria, comparando seus resultados com aqueles observados na realidade. Assim, tem-se que

*The proper task of statistics is to give us accurate information about events which fall within the province of theory, and so to enable us not only to connect two consecutive events as cause and effect, a posteriori, but to grasp existing conditions completely enough for forecasts of the future and, eventually, appropriate action, to become possible. (HAYEK, [1929] 1966, p. 35).*

O primeiro princípio do autor é, portanto, que toda a teoria do ciclo deve adotar uma explicação teórica. Justificada a sua posição quanto ao direcionamento de seu método, Hayek se volta para as teorias existentes. Percebe que as teorias dos ciclos enfrentam um descrédito generalizado por parte da comunidade acadêmica. Ele atribui essa situação à ausência de uma explicação do fenômeno do ciclo a partir do corpo teórico da ciência econômica, isto é, o grande sistema de equilíbrio geral. É claro que passos importantes haviam sido dados, ao se

---

<sup>4</sup> Para um relato mais detalhado desse episódio, ver Caldwell (2005) e Feijó (2000).

estabelecerem as relações fundamentais e os princípios relevantes. Entretanto, faltava incorporar todos esses fenômenos no sistema de equilíbrio geral de uma maneira satisfatória.

Hayek não é muito claro quanto ao que ele quer dizer por “teoria do equilíbrio”. Inicialmente, ele aponta que a teoria do equilíbrio é aquela que parte da lógica da ação econômica. (HAYEK, [1929] 1966, p. 29-30). Adiante, ele reconhece a importância da tradição da escola de Lausanne – cujo maior expoente é Leon Walras - por demonstrar a interdependência geral dos agentes. (HAYEK, [1929] 1966, p. 42 – nota de rodapé); logo em seguida, ele define a teoria estática como aquela que aceita a suposição de que o sistema de preços representa o mecanismo automático que equilibra a oferta e demanda. Portanto, é lícito cogitar, como o faz Caldwell (2005, p. 159), que Hayek ainda não havia visualizado todas as maneiras possíveis de se pensar o conceito do equilíbrio. É certo, todavia, que ele estava preocupado em promover a aceitação da teoria dos ciclos econômicos. Para tanto, qualquer teoria dos ciclos deveria ser consistente com a teoria padrão do equilíbrio, o que implica, logicamente, supor a validade da mesma. Mais tarde em sua carreira, Hayek se ocuparia mais detidamente desse problema.

O primeiro problema que surgiu foi a causa da perturbação do sistema que daria início à flutuação. Constatar essa causa empiricamente significaria atribuí-la a elementos externos ao sistema de equilíbrio (mudança nos “dados econômicos”), e isso não preenchia os requisitos metodológicos da abordagem de Hayek. O ciclo deveria ser deflagrado pelas forças inerentes ao próprio sistema, as quais, após uma alteração, dariam início a um processo de adaptação dirigindo-se à formação de um novo equilíbrio. Todavia, isso não poderia ocorrer porque a estrutura conceitual dessa organização não permitia explicar a emergência de uma desproporcionalidade entre oferta e demanda. Isso somente poderia ser feito pela tendência de expansão de certos setores da produção, de mudança fortuita da demanda, da distribuição ou da produtividade. A teoria do equilíbrio supunha, contudo, que os preços equilibravam automaticamente a oferta e a demanda quando da ocorrência de qualquer desproporcionalidade entre as duas. Assim, qualquer mudança nos “dados” do sistema geraria o estímulo para a correção automática - via preços - das quantidades, estabelecendo-se um novo equilíbrio. Como poderia, então, ocorrer o ciclo econômico num sistema altamente resiliente<sup>5</sup> como esse?

---

<sup>5</sup> É amplamente conhecida a influência que o paradigma científico adotado pela Física teve sobre a teoria econômica neoclássica. Nesse sentido, o termo “resiliente” é também especificado por essa ciência como a propriedade de um corpo de se ajustar facilmente a uma mudança, de forma a re-adquirir sua forma original.

Essa é a principal deficiência das teorias não-monetárias dos ciclos. Apesar de serem bem-sucedidas em apresentar as relações fundamentais que constituem o ciclo, elas não conseguem captar a causa dos ciclos. Todas essas teorias concordam que a manifestação do ciclo se dá na ocorrência de uma desproporcionalidade dentre os diversos setores produtivos e, particularmente, um excesso na produção de bens de capital. Esse desequilíbrio geraria períodos alternados de expansão e recessão.

Dizer isso é, todavia, resolver o problema por meio de sua mera constatação. Alegar que o desenvolvimento econômico não se dá de maneira uniforme, mas com a alternância entre períodos de rápido crescimento e períodos de relativa estagnação, não constitui o problema a ser abordado. A questão que se coloca é: se a teoria do equilíbrio provê o mecanismo de ajustamento automático, por que a correção do sistema não se dá de forma suave e contínua, assim como se forma um novo equilíbrio após uma mudança nos dados do modelo? O que ocasionaria a possibilidade temporária de um movimento divergente do novo equilíbrio que, sem qualquer mudança nos dados do sistema, impõe a necessidade de uma mudança nas tendências econômicas? A limitação das teorias não-monetárias é, portanto, não as respostas que oferecem - as quais são responsáveis, segundo Hayek, pelos grandes avanços obtidos até então - mas a pergunta que fazem.

*The phenomena of the upward trend of the cycle and of the culminating boom constitute a problem only because they inevitably bring about a slump in sales – i.e. a falling-off of economic activity – which is not occasioned by any corresponding change in the original economic data. (HAYEK, [1929] 1966, p. 55-56).*

As teorias não-monetárias entendem que a causa do arrefecimento da atividade econômica, após o período inicial de crescimento, reside na expansão do aparato produtivo da econo o guneongute248.547 0 0.295585( 659(g)9.2.16436(d)-0.29585(o)-0.3001–8585( 659(g)9.2.16436(

*adduced by different [non-monetary] theories lose their independent importance and fall into a subordinate position as necessary consequences of the monetary cause.*(HAYEK, [1929] 1966, p. 53).

Os ciclos não poderiam ser explicados, portanto, a partir das suposições estritas do modelo de equilíbrio. O fenômeno não se define pela adaptação do sistema a casos especiais. Uma teoria dos ciclos adequada deveria prover uma origem, uma causa para as discrepâncias entre oferta e demanda, isto é, era tarefa dessa teoria demonstrar a diferença entre o curso dos eventos apresentados pela teoria do equilíbrio e os eventos observados no mundo real. Era preciso, para tanto, “importar” conscientemente uma suposição incompatível com os moldes das explicações “reais”: a troca indireta; em outros termos, a moeda.

Esse expediente permitiria identificar uma causa para o ciclo. A razão para isso é simples: a moeda é uma mercadoria incapaz de satisfazer efetivamente uma demanda por consumo. Assim, sua introdução dissolveria as rígidas interdependências e a auto-suficiência do sistema fechado representado pelo modelo de equilíbrio geral, tornando-se possíveis movimentos divergentes em relação ao equilíbrio. (HAYEK, [1929] 1966, p. 42-44). Mesmo assim, essa suposição não se explica por si mesma. Não se trata somente da troca indireta, mas o que ela possibilita, isto é, a existência do crédito. Mas não é só, supõe-se que o crédito esteja, “dentro de limites razoáveis”, sempre à disposição do empresário a um preço relativamente estável. Assume-se, assim, a ausência do mecanismo de ajuste automático desempenhado, na economia de trocas puras, pela taxa de juros.

*Once we assume that, even at a single point, the pricing process fails to equilibrate supply and demand, so that over a more or less long period demand may be satisfied at prices at which the available supply is inadequate to meet total demand, then the march of economic events loses its determinateness and a range of indeterminateness appears, within which movements can originate leading away from equilibrium. And it is rightly assumed, as we shall see later on, that it is precisely the behaviour of interest, the price of credit, which makes possible these disturbances in price formation.* (HAYEK, [1929] 1966, p. 87 – grifos do autor).

Hayek assinala que o crédito é a única possibilidade de se alterar um fator do sistema sem gerar automaticamente uma contrapartida compensatória em outra parte do mesmo, gerando uma incompatibilidade entre oferta e demanda. Assim, caberia à teoria a tarefa de demonstrar dedutivamente que, na presença da moeda, os movimentos tendem a ser instáveis porque, na ausência de mudanças nos “dados” econômicos, desencadeiam-se desproporcionalidades entre certas partes do sistema (fase de expansão) que geram uma situação insustentável ao longo do tempo, precipitando a fase de recessão.

Assim, pode-se afirmar, como o faz Caldwell (2005, p. 161), que Hayek aceita todas as ‘causas’ advogadas pelas teorias não-monetárias para a iniciação do ciclo. Seu argumento central é o de que tais causas somente podem atuar em virtude da organização do crédito, que provê ao sistema uma oferta de moeda elástica. Por outro lado, as teorias monetárias concentram suas atenções no que Hayek chama de fenômenos superficiais das variações no valor da moeda (leia-se nível geral de preços). Essa agenda de investigações ignoraria, por sua própria natureza, os efeitos mais fundamentais e mais profundos do processo pelo qual a moeda é introduzida no sistema. Ao considerar o nível de preços como indicador da ocorrência do ciclo, as alterações na estrutura de preços relativos ficariam encobertas pelo uso de uma média geral de variações dos preços. Além disso, os efeitos específicos advindos da organização do sistema monetário se perderiam sob o objetivo de averiguar a relação quantitativa entre moeda e preços. Hayek percebeu, portanto, a existência de questões não-resolvidas pelas teorias monetárias. Antes de se debruçar sobre suas críticas à essas teorias, entretanto, é válido fazer uma breve apresentação dos elementos centrais da tradição quantitativista.

## 1.2 – O paradigma da teoria monetária na década de 1920 e suas conclusões

A ciência econômica até a primeira metade do século XX dividia-se em duas teorias: a teoria real (ou pura) e a teoria monetária. A primeira se distinguiu pelo estudo da circulação das mercadorias, numa economia de trocas puras. A segunda contemplava a influência da moeda sobre os preços, buscando explicações para os fenômenos da inflação e da deflação de preços. Essas teorias se desenvolveram de formas e em ritmos diferentes, sedimentando uma divisão das tarefas explicativas de acordo com a dimensão do problema econômico em questão. Pode-se até dizer que a especialização da teoria monetária na explicação do impacto da variação da quantidade da moeda sobre os preços levou-a a uma estagnação teórica que durou cerca de duzentos anos. (BLAUG, 1995, p. 43).

Desde os primórdios da teoria monetária, que remontam às reflexões de John Locke sobre o tema (ELTIS, 1995), o foco tem sido a estabilidade dos preços. Naquela que se define por economia clássica<sup>6</sup>, a moeda tinha como função facilitar o livre fluxo de mercadorias, de

---

<sup>6</sup> Os autores aqui definidos como pertencentes à escola clássica da teoria monetária são, a partir da análise de Laidler (1991, Cap. 2), John Stuart Mill, Walter Bagehot e William Stanley Jevons. Pode-se reivindicar a classificação deste último autor dentro da escola marginalista, sendo um de seus fundadores mais notórios. A esse respeito, Laidler (1991, p. 8) faz uma ressalva: “*Individual choice was not then [1870] conventionally regarded as the proper starting point for any kind of economic analysis, let alone monetary theory, and even such a self-consciously revolutionary exponent of marginal utility theory as Jevons never thought to extend it to*

forma a dinamizar o comércio. Por isso, um sistema saudável de trocas monetizadas era tido como uma condição *sine qua non* para o desenvolvimento econômico e para o funcionamento do lado real da economia. Era da alçada da teoria monetária solucionar problemas de política econômica, os quais exigiam dos teóricos a formulação de instituições monetárias que promovessem o funcionamento eficiente da economia real. A instabilidade do nível de preços reduzia a eficiência da moeda como unidade de conta - isto é, padrão de valor - e, por estar recorrentemente associada aos pânicos e crises financeiras, como meio de troca. A relação entre moeda e preços figurava, portanto, como questão central para a teoria monetária clássica. (LAIDLER, 1991, p. 9).

Assim, para os pensadores clássicos flutuações no nível de preços constituíam um indicador importante do comportamento da economia. A moeda de valor instável impedia o bom funcionamento do mercado, uma vez que distorcia o sistema de preços, gerando desequilíbrios e rigidezes na circulação de mercadorias. Daí decorre a associação da teoria monetária do nível de preços à escola clássica, e a seus sucessores neoclássicos (BLAUG, 1995, p. 28; CALDWELL, 2005, p.152-162; LAIDLER, 1991, p. 32-40).

Deve-se ressaltar que até a primeira guerra mundial a teoria quantitativa passou por grandes refinamentos teóricos. Os responsáveis por essa evolução estavam teoricamente comprometidos com o desenvolvimento da teoria quantitativa da moeda, a saber: a escola de Cambridge, representada por Alfred Marshall e A.C. Pigou, e Irving Fisher, da Universidade de *Yale*, nos EUA. Em termos gerais, a teoria propunha que: (1) dada uma velocidade estável de circulação do dinheiro e (2) sendo o produto determinado por fatores reais subjacentes à tecnologia de produção, à estrutura produtiva e à demanda e oferta pelos produtos. Logo, uma variação na quantidade de moeda levaria a uma variação proporcional no nível de preços. (LAIDLER, 1991, p. 50).

Para a teoria monetária vigente, de cunho neoclássico, a explicação do comportamento do nível de preços permanecia como problema central a ser tratado. Os desenvolvimentos promovidos pela Escola de *Cambridge* e por Fisher foram traduzidos em maiores graus de clareza e refinamento teóricos. Adicionalmente, os autores neoclássicos adaptaram a doutrina clássica a uma nova estrutura institucional, a saber, o sistema bancário comercial moderno. Neste cenário, recebem redobrada atenção as diferentes formas de moeda, tais como o crédito

---

*monetary economics. For him, as for all of his contemporaries, monetary theory was about The Mechanism of Exchange, and money's fundamental and distinguishing role in the economy was recognised to be that of a means of exchange".*

e os depósitos bancários. Mesmo assim, esses fatores foram inseridos na análise sem transformar, de maneira significativa, o quadro analítico quantitativista. Adiante Hayek apresentará, seguindo o trabalho pioneiro de Knut Wicksell, um tratamento diferenciado do problema dos depósitos bancários, demonstrando como a concessão de crédito provoca alterações no lado real da economia.

Portanto, no período em que Hayek dá início aos seus estudos sobre os ciclos econômicos, a teoria monetária tinha as características acima expostas. A síntese de Soromenho (1995, p. 58) é bastante ilustrativa:

Ainda no início dos anos 30 deste século [XX], autores como o próprio Hayek, por exemplo, consideravam que existia um relativo atraso no campo das investigações monetárias. Isto seria devido à prática, que se tornava cada vez mais freqüente, de explicar a determinação do nível de preços unicamente por meio da identificação do volume de moeda existente na economia. Conseqüentemente, as variações do índice de preços eram atribuídas, sem maiores fundamentos, às alterações da quantidade de moeda. Estabelecia-se, desse modo, uma relação causal direta entre moeda e preços sem que fosse explicado como a moeda poderia ter os efeitos perturbadores de curto-prazo que lhe eram imputados. (SOROMENHO, 1995, p. 58).

A simples exposição da relação entre moeda e preços se encaixaria na categoria de “sintomatologia” econômica, repudiada por Hayek. Era preciso explorar mais profundamente os efeitos perturbadores de curto prazo das variações na quantidade de moeda. Esses efeitos recairiam sobre a estrutura produtiva da economia, alterando, por meio da taxa de juros, a compatibilização entre poupança e investimento. Em síntese, tais desdobramentos estariam associados à questão da neutralidade da moeda.

Como se verá ao longo desse trabalho, o problema dos efeitos monetários sobre o lado real da economia foi abordado de diversas maneiras. É necessário, portanto, detalhar como a teoria quantitativa expunha a relação entre os lados monetário e real da economia, sua fundamentação teórica e o grau de fidelidade desta proposição para com a realidade econômica; por meio desse expediente, busca-se um entendimento melhor a respeito da crítica que Hayek oferecerá a essa corrente do pensamento econômico.

### **1.3 – A abordagem quantitativista: a relação direta entre a moeda e os preços**

Em seu primeiro tratado sobre a redução da taxa de juros em 1692, John Locke já entendia que os fenômenos monetários teriam impactos sobre o lado real da economia. O autor propunha que a moeda teria a função específica de fazer circular o produto da nação, o qual varia com o nível total da produção e com o nível de preços. Assim, uma maior oferta de

moeda deve produzir um nível de preços mais elevado. Haveria, era de se supor, algum aquecimento da produção, mas este seria um evento fortuito e efêmero; em outros termos, não resultariam, das variações na quantidade de moeda, impactos sustentados sobre o nível do produto real. (ELTIS, 1995, p. 24).<sup>7</sup>

A utilização do termo “impacto sustentado” guia a discussão para a duração do período em que as variáveis monetárias influenciam o produto, o que sugere que a distinção entre curto prazo e longo prazo tenha relevância. Como se verá adiante, acreditava-se que a relação direta entre moeda e preços era menos perceptível no curto prazo, mas passível de comprovação no longo prazo. A partir dessa concepção nasce o conceito de proporcionalidade entre moeda e preços. De acordo com essa idéia, não só a moeda afetava exclusiva e diretamente os preços, mas estes variariam em igual proporção à variação na quantidade de moeda.

O primeiro expoente da teoria quantitativa da moeda, David Hume, postulava que o nível de preços se ajustaria eventualmente a uma variação na quantidade de moeda por meio de mecanismos diretos e indiretos de transmissão. Daí resultaria a equalização entre valor real do estoque monetário nominal  $M$ , isto é  $M/P$ , à demanda real pela moeda, definida pela fração  $1/V$  do volume real de transações  $T$  que o público desejasse manter na forma de encaixes reais. Logo, a teoria quantitativa da moeda - expressa na equação  $M/P = T/V$  - sugeria uma abordagem em termos de oferta e demanda para o fenômeno. A expressão “se ajustaria eventualmente” propõe o teorema da proporcionalidade, isto é, a idéia de que a quantidade de moeda e os preços absolutos sofreriam, no longo prazo, variações proporcionais, deixando inalterados os preços relativos (isto é, o preço de um bem em termos de um outro bem) e o nível de produção.

Para que tal fenômeno se desenrole dessa maneira, é necessário que haja uma distribuição proporcional da quantidade de moeda adicionada à economia. Assim, a relação de proporcionalidade entre moeda e preços no curto prazo depende da forma precisa pela qual a moeda é injetada na economia. Pode-se contornar o problema de distinguir os diferentes efeitos da moeda sobre a economia, a partir de determinado ponto de injeção, por meio da suposição de que os saldos monetários de todos os indivíduos são incrementados na mesma proporção. À guisa de ilustração, pode-se imaginar que um helicóptero, voando sobre a

---

<sup>7</sup> Para mais detalhes, ver a seção do trabalho de Eltis (1995, p. 13-15), intitulada *The damage from a reduction in the silver content of the pound sterling*, na qual Locke percebia que a redução no montante de prata na moeda implicaria, dentre outras, perdas materiais significativas para os locatários, grupo ao qual ele pertencia.

economia, deixe cair a quantidade adicional de moeda, distribuindo-a proporcionalmente entre todos os indivíduos. (PATINKIN, 1989, p. 278). Postulando-se a dicotomia clássica, isto é, a idéia de que a variação nos saldos monetários não influencia as preferências e os gostos dos indivíduos (definidos no lado real), tem-se que um aumento na quantidade de moeda seja repassado automaticamente para os preços das mercadorias. Essa é a definição da elasticidade unitária da demanda. (PATINKIN, 1965, p. 175).

É importante destacar que está implícita nesse funcionamento mecânico a separação entre o lado real e o lado monetário da economia. Assim, pode-se separar a economia em duas estruturas autônomas, cada qual funcionando com seu conjunto específico de fatores e leis. Daí a definição do teorema da proporcionalidade como uma função homogênea de grau zero. Nessa circunstância, tem-se que a moeda não afeta a configuração dos preços relativos da economia, isto é, os preços dados em termos reais.<sup>8</sup>

No caso de a economia se encontrar em estado de equilíbrio de longo prazo, o teorema se sustenta independentemente da forma pela qual a quantidade de moeda adicional é distribuída, pois se supõe que o sistema se ajusta automaticamente em seu lado real e os efeitos monetários são completamente repassados para os preços. Vale ressaltar, entretanto, que isso ocorre somente sob essas estritas condições. (PATINKIN, 1965, p. 29; PATINKIN, 1995, p. 125).<sup>9</sup>

A teoria quantitativa da moeda pode ser apresentada na forma da equação de troca, a qual recebeu duas versões. Uma delas é a da Escola de *Cambridge*, representada por Marshall

---

<sup>8</sup> Uma breve formalização do conceito pode facilitar a compreensão. Suponha-se que uma economia sem produção seja constituída por dois bens, de acordo com a função  $f(x,y) = f(tx,ty)$ , onde  $x$  e  $y$  denotam o preço de cada um deles, medido em termos reais. O parâmetro  $t$  representa o multiplicador monetário desses valores. Dessa forma, supondo que se dobre a quantidade de moeda ( $t=2$ ) e que essa quantidade adicional seja distribuída proporcionalmente entre os indivíduos, tem-se que:  $f(x,y) = f(2x,2y) = 2^0 f(x,y)$  logo,  $f(2x,2y) = f(x,y)$ .

Para o caso dos valores nominais, a definição é de uma função homogênea de grau um. Em outros termos, a função apresenta monotonicidade, isto é, a multiplicação de cada um dos elementos da função por um mesmo parâmetro equivale a multiplicar a função inteira pelo parâmetro. Dessa forma, utilizando-se a mesma economia, adota-se agora  $x$  e  $y$  como preços monetários e  $t$  o multiplicador quantitativo, o qual é sensível às variações na quantidade de moeda. Novamente, dobrando-se a quantidade de moeda ( $t = 2$ ) e supondo que essa quantidade adicional seja distribuída proporcionalmente entre os indivíduos, tem-se que:  $f(x,y) \Rightarrow f(2x,2y) = 2^1 f(x,y)$  logo,  $f(2x,2y) = 2f(x,y)$ . Portanto, um aumento na quantidade de moeda teve provoca um aumento uniforme em todos os preços da economia.

<sup>9</sup> No que diz respeito ao curto prazo, tanto para os economistas clássicos, quanto para os neoclássicos, o lado real da economia sofria ajustes até que, no longo prazo, o excesso de demanda por bens, gerado pelo aumento na moeda e mantidas constantes as condições do lado real, fosse ajustado pelos preços monetários das mercadorias na mesma proporção do aumento inicial na quantidade de moeda. (PATINKIN, 1965, p. 162-169). Aceitava-se, portanto, que o impacto no lado real da economia poderia ser explicado pela existência de rigidezes nos preços, nos salários nominais, na taxa nominal de juros, nas cobranças contratuais de aluguéis e impostos; concentração de poder de mercado, conflitos distributivos entre grupos organizados etc. (LAIDLER, 1991, Cap. 4).

e Pigou. Conhecida como a abordagem da demanda por encaixes reais, essa versão tinha a seguinte forma:  $M = kPY$ , onde  $k$  sugere que a elasticidade da demanda por moeda é igual a 1, o que demonstra o teorema da proporcionalidade entre a moeda e os preços. A segunda versão é aquela elaborada por Irving Fisher, para o qual a equação de troca tem o seguinte formato estilizado:  $MV = PT$ . Essa é conhecida como a abordagem da demanda por transações, na qual a velocidade de circulação da moeda é constante e as transações são determinadas por variáveis reais independentes, resultando logicamente na transmissão proporcional dos efeitos do aumento na quantidade de moeda sobre o nível de preços. (BLAUG, 1995, p. 33-35).

### *1.3.1 - A abordagem de Cambridge: definições e mecanismo de transmissão*

Até a publicação da obra de Fisher, em 1911, a teoria quantitativa de moeda, na versão de Cambridge, permanecia sem uma demonstração sistemática e formal. Os trabalhos de Marshall no tocante a esse tema se resumiam às transcrições de seus depoimentos perante a Comissão do Ouro e da Prata (1888-1889) do governo britânico, e ao Comitê Monetário Indiano em 1899. O quadro analítico que fundamentava essas exposições não era claro para o leitor leigo.<sup>10</sup> A primeira sistematização da teoria monetária de Marshall foi publicada em 1923, com o livro *Money, Credit and Commerce*. O livro é tido como uma organização das

continuou sendo a demanda por moeda, isto é, a demanda por encaixes reais. Em outras palavras, desconsideravam-se os aspectos referentes à natureza da oferta de moeda.

O problema dos depósitos bancários deveria ser tratado como parte de um problema maior, tal como a influência da atividade produtiva sobre os preços. A razão entre depósitos bancários e moeda em poder do público afetaria a elasticidade da oferta de moeda em resposta a alterações na demanda por moeda. Esse raciocínio não é desenvolvido, restringindo-se a análise à oferta e demanda de papel-moeda como fatores determinantes do nível de preços, transformando as instituições bancárias em fator incidente sobre a demanda por moeda. A influência das instituições bancárias estaria condicionada às práticas comerciais, tais como a aceitação de pagamentos na forma de cheque por parte dos comerciantes, o aumento do número de correntistas bancários etc. Em termos mais modernos, a moeda se adapta às exigências do sistema. (ARIDA, 1981, p. 7).

É suficiente dizer que os economistas de Cambridge, assim como Irving Fisher, visavam analisar os fatores determinantes do nível de preços, e não o de construir uma teoria da determinação da renda real. Essa necessidade ainda não havia surgido até a época em questão, o que tornava a análise adequada aos objetivos de seus autores, a saber, desenvolver um arcabouço teórico que conferisse legitimidade científica à teoria quantitativa da moeda. Para os propósitos do presente estudo, é válido o esforço de compreender como foi sistematizado o mecanismo de transmissão entre a quantidade de moeda e o nível de preços, isto é, os canais pelos quais um aumento no fluxo de moeda elevaria o nível de preços da economia.

Marshall buscava demonstrar os efeitos de mudanças na demanda por moeda sobre o nível de preços de equilíbrio da economia. Para tanto, o comportamento da taxa de juros era elemento crucial em sua análise. Em termos gerais, o processo de transmissão se dá na seguinte ordem: um aumento na quantidade de moeda eleva a disponibilidade de recursos emprestáveis, incrementando a quantidade de capital sob comando daqueles cuja atividade é emprestar dinheiro para outros indivíduos. O aumento na quantidade de credores em relação à quantidade de devedores reduz a taxa de juros. A velocidade da queda na taxa de juros depende das oportunidades de investimento desses recursos na indústria e no comércio. Em não havendo oportunidades em número e em volume suficientes, os detentores dessa soma adicional de dinheiro não têm alternativa senão emprestá-la a uma taxa de juros. Esses recursos serão utilizados pelos devedores na compra de bens no mercado, pressionando os preços para cima. (LAIDLER, 1991, p. 67-68).

É razoável considerar aqui a análise que Marshall faz acerca das atividades especulativas. Trata-se de um especulador aquele indivíduo que, ao tomar emprestado uma soma de dinheiro de que não dispunha antes do empréstimo, vai ao mercado adquirir bens. O que não fica claro a partir da análise de Marshall é em quais mercados ocorrerá a pressão da demanda sobre os preços, tornando-se tentador inferir que os preços se elevam de maneira uniforme em todos os setores.

### 1.3.2 - A abordagem de Fisher: definições e o mecanismo de transmissão

Era amplamente aceito que apesar de diferenças no estilo de demonstração da teoria, as abordagens de Cambridge e de Fisher diziam a mesma coisa. Para o economista norte-americano a teoria quantitativa era uma lei científica, não um postulado derivado de análises estatísticas ou avaliações históricas, que funcionaria sob determinadas condições.

Uma das novidades da abordagem de Fisher consiste na utilização da equação de troca que estabelece relações truísticas entre as variáveis, donde tem-se que a equação de troca é somente uma forma de expor as relações quantitativas, e não a teoria *per se*. (LAIDLER, 1991, p.69). Abstraindo da especificação que Fisher faz aos depósitos bancários, a equação de troca tem a seguinte forma:<sup>11</sup>

$$MV = PT$$

Assim, o valor de transações totais da economia, definido por  $PT$ , é igual ao montante de meio circulante na economia, dado por  $MV$ . Deve-se atentar para o fato de que o comportamento do nível de preços era um efeito, e não uma causa, do comportamento de outras variáveis na equação de troca. Com isso, define-se a direção da transmissão: indo da quantidade de moeda para preços. O efeito contrário não poderia ser analisado pela teoria quantitativa, como ressalta Laidler (1991, p. 78).

O truísmo representado pela equação de troca ganha sentido ao isolar das relações entre as variáveis os fatores determinantes da velocidade e do volume de transações. Em outros termos, as variáveis  $V$  e  $T$  são independentes da quantidade de moeda e de depósitos da economia. Com isso, o lado monetário da economia é separado do lado real, tornando direta a

---

<sup>11</sup> A versão original da equação de Fisher traz um detalhe importante sobre a visão do autor. Desenvolvida na forma de  $MV + M'V' = \sum pQ = PT$ , a equação tem que  $M$  é moeda (papel e metal),  $M'$  são depósitos à vista, os  $V$ 's são as respectivas velocidades de circulação,  $p$  é o preço de qualquer bem transacionado,  $Q$  é a quantidade. Por fim, tem-se que  $P$  é o nível geral de preços – isto é, um índice dos  $p$ 's – e  $T$  representa o volume de transações – um índice de  $Q$ . (FISHER, 1963, Cap. 2 e 3, p. 8-54) Essa configuração demonstra um avanço da teoria de Fisher na incorporação dos avanços institucionais da época, representados por um sistema bancário em crescente expansão. (LAIDLER, 1991, p. 69-70).

transmissão de um aumento na quantidade de moeda para o nível de preços. Vale atentar-se para a especificidade do mecanismo de transmissão tal qual apresentado por Fisher.

Suponha-se que se dobre a quantidade de moeda em uma economia. O efeito inicial não é o aumento dos preços, mas a redução pela metade da velocidade da moeda. Estando os preços inalterados, um agente detém agora o dobro da quantidade de moeda que ele costuma manter em mãos. Ele buscará se livrar desse excesso de dinheiro, comprando bens. Assim que alguém se dispuser a aceitar seu dinheiro, tem-se que essa transferência não altera o montante de moeda da comunidade, observando-se o efeito de tão-somente aumentar o excedente de outra pessoa. Em decorrência, todas as pessoas têm mais dinheiro em mãos do que sua experiência e sua conveniência sugerem manter. Fisher postula que todas as pessoas trocarão esse dinheiro adicional, e relativamente inútil, por outros bens. Esse aumento generalizado na demanda por bens eleva os preços dos mesmos.

*Fisher's version of the quantity theory was thus intended to provide insight into the secular behaviour of prices, insight which always had to be heavily qualified and elaborated when dealing with their year to year movements. In this respect once more, his conclusions did not differ in any important respect from those of the Cambridge School. (LAIDLER, 1991, p. 79).*

É importante salientar a que se propunha o trabalho de Fisher<sup>12</sup>. Como apontado anteriormente, seu intuito era o de verificar a validade da teoria quantitativa da moeda, e não testá-la. Daí, dadas as características *ceteris paribus* da teoria, o autor entendia ser uma verdade *a priori*, da qual se reconhecia uma ‘tendência’ a partir dos dados empíricos. Além disso, ele não acreditava que o fato de as “outras coisas” não permanecerem constantes pudesse impedir que a teoria quantitativa fornecesse uma descrição fiel e precisa de eventos mundiais. Assim, seu trabalho empírico se destinava ao objetivo mais modesto de apresentar a utilidade da teoria quantitativa para compreender a experiência histórica, e da equação de troca como um instrumento para organizar evidência estatística. (LAIDLER, 1991, p. 79).<sup>13</sup>

Quando do tratamento dos mecanismos de transmissão da moeda para os preços, Fisher destacou que sua análise considerava apenas a fase em que a economia está preste a

---

<sup>12</sup> Fisher (1963, p. 175) deixa pouca dúvida quanto aos limites de sua abordagem: “*It would take us too far afield to insert here a complete statement of price-determining principles. But the compatibility of the equation of exchange with the equations which have to deal with prices individually may be brought home to the reader sufficiently for our present purposes by emphasizing the distinction between (1) individual prices relatively to each other and (2) the price level. The equation of exchange determines the latter (the price level) only, and the latter is the subject of this book. [...] It should be clearly recognized that price levels must be studied independently of individual prices*”. (grifos do autor).

<sup>13</sup> Uma ilustração dessa idéia está nas palavras do próprio Fisher: “*the history of prices has in substance been the history of a race between the increase in the media of exchange (M and M') and the increase in trade (T), while (we assume) the velocities of circulation were changing in a much less degree*”. (FISHER, 1963, p. 246-247).

inverter a tendência de crescimento para uma de recessão (*upswing*). Nesse contexto, há

preços da economia. (FISHER, 1963, p. 175). É sobre esse ponto que Hayek fará a sua principal crítica à teoria quantitativa da moeda. Para ele, a análise do nível de preços (isto é, em termos agregados) esconde toda a seqüência de transformações nos diversos setores da economia, a partir de uma perturbação monetária.

Uma interpretação quantitativista entende ser a moeda somente um mecanismo de troca que facilita o funcionamento do mercado. Nas palavras de Sir Dennis Robertson (1969, p. 1), a moeda não passaria de um véu que distorce, em alguma medida, a visualização do funcionamento real da economia. Basta removê-lo para se ter uma visão precisa dos processos produtivos e de distribuição dos recursos.<sup>14</sup>

Ao ignorar os efeitos monetários sobre o lado real da economia, a teoria quantitativa não permitia a apreciação rigorosa do fenômeno dos ciclos econômicos. Segundo essa teoria, as crises econômicas e as variações no nível de preços estavam intimamente relacionadas. Tudo levava a crer que a origem de tais crises se encontrava na instabilidade verificada no comportamento dos preços monetários. Acreditava-se que os sintomas desse problema se expressavam nos índices de preços. (SOROMENHO, 1995, p. 57). Dessa forma, o problema crucial a ser resolvido estaria associado à estabilidade do padrão do valor. Daí o termo atribuído à teoria quantitativa da moeda como uma teoria do nível geral de preços. Sobre esse ponto recairá o argumento central da crítica de Hayek, apresentado em seu primeiro livro *Monetary Theory and the Trade Cycle* (HAYEK, [1929] 1966).

#### **1.4 – As origens da crítica de Hayek: preços relativos e ponto de injeção da moeda**

Como estudioso de seu tempo, Hayek buscava compreender as flutuações econômicas. O autor não tinha o objetivo de aprimorar a teoria monetária propriamente dita, mas de incorporar a dimensão monetária da economia à explicação dos ciclos, adotando como ponto de partida o corpo central da teoria econômica, a saber, a teoria do equilíbrio geral de tradição walrasiana.

A seção anterior mostrou que a teoria monetária da época, cristalizada na abordagem quantitativista, apresentava dois problemas centrais. O primeiro era o estabelecimento de relações causais diretas entre agregados (volume de transações, demanda por moeda, velocidade de circulação, quantidade de moeda e nível geral de preços), resultando na pouca

---

<sup>14</sup> Segundo esse mesmo autor, o sistema monetário seria como o fígado: “não pensamos muito nele quando vai bem, mas, quando vai mal, chama-nos grande atenção”. (ROBERTSON, 1969, p. 1).

importância dada ao comportamento dos indivíduos<sup>15</sup>. Segundo, a teoria fazia pouca

estabelecesse uma ponte entre os lados real e monetário da economia, de forma a promover a aceitação da teoria dos ciclos dentre os economistas.<sup>16</sup>

Antes, porém, é válido fazer uma breve digressão na história das idéias econômicas, de forma a identificar as influências que pesaram sobre o economista austríaco.<sup>17</sup> No caso de sua teoria dos ciclos, a principal influência foi a obra de Knut Wicksell (1851-1926), na qual o economista sueco seleciona a integração da moeda à teoria do equilíbrio como seu objetivo principal. Este por sua vez empreendeu avanços sobre os escritos de Henry Thornton (1760-1815), economista britânico que já atribuía ao crédito um papel desestabilizador na economia. Ambos os trabalhos ajudaram a formar a hipótese central do argumento de Hayek, a qual será analisada mais cuidadosamente em etapa posterior desse trabalho, assim como as teorias dos autores citados.

Deve-se considerar, ainda, a influência mais remota de Richard Cantillon (1680-1734). Este contribuiu com uma análise dinâmica dos efeitos monetários sobre o lado real da economia, enfatizando o papel da taxa de juros e dos preços relativos no processo de ajuste a uma perturbação monetária. Além disso, ele apontou a inadequação de se usar o nível de preços como indicador de estabilidade econômica, uma vez que é possível adicionar-se uma quantidade de moeda à economia com o propósito de manter o nível de preços estável. A moeda não seria, assim, perfeitamente neutra, uma vez que a taxa de juros sofreria alterações, as quais suscitariam ajustes no lado real da economia. Hayek voltaria a desenvolver esse tópico mais de 170 anos depois.

A evolução histórica dessa concepção dos efeitos reais da moeda entre Cantillon e Hayek delimita o escopo das seções a seguir, até a conclusão da primeira parte do

e pi co ntópicont

Cantillon, principalmente no que se refere aos efeitos monetários sobre o lado real da economia. Feito isso, a atenção se volta para a absorção de elementos desse quadro analítico pela teoria dos ciclos de Hayek.

Uma ressalva final: não se deve esperar, ainda que fosse desejável, uma extensa exegese da obra de Cantillon. Ao contrário, o esforço visará somente identificar a origem dos elementos teóricos que serão absorvidos por Hayek em seu quadro analítico sobre os ciclos econômicos.<sup>18</sup> A abrangência da obra de Cantillon se estende para muito além do que será tratado aqui. Suas reflexões permitiram grandes avanços na teoria monetária de uma economia de produção, principalmente pela identificação de repercussões monetárias sobre o lado real da economia. Como se verá a seguir, esses avanços se deram mesmo que a despeito do reconhecimento do trabalho desse autor. É parte da tarefa do atual trabalho enfatizar a relevância desse pensador, mesmo que de forma modesta e seletiva.

#### 1.4.1 – Richard Cantillon, preços relativos e a dinâmica monetária

A vida de Richard Cantillon é cercada de mistérios, rumores e uma tragédia terminal. Isso certamente não pode ser atribuído ao conteúdo seu trabalho, o qual é marcado pela lucidez e abrangência do tratamento da natureza do comércio em geral. A história que relata a publicação de seu livro *Essai sur la nature du commerce en général* (CANTILLON, 1931), nos primeiros anos da década de 1730, é pautada por sua circulação clandestina, numa época em que a censura do governo francês impedia a publicação de obras que pudessem desagradar à realeza<sup>19</sup>.

<sup>18</sup> O levantamento histórico das idéias tem valor especial para Hayek. A razão é simples, e é advogada pelo próprio autor, na abertura de sua biografia sobre Richard Cantillon: “*In economics no less than in other sciences, it not frequently happens that shortly after a ‘new’ doctrine has become accepted the discovery is made that some earlier, long-forgotten thinkers had genially anticipated in their own days the very ideas that have just gained sway*”.(HAYEK, 1991, p. 245-246). A antecipação a que se refere o autor não significa a solução de problemas científicos. Ao contrário, é tarefa muito mais preciosa à ciência a descoberta desses problemas, sua caracterização e os limites impostos ao esforço de solucioná-los. Tais limites são colocados pelo crescente grau de complexidade que um tema científico pode adquirir. É tarefa do pensador selecionar os aspectos decisivos de um fenômeno, relacioná-los entre si e conferir sentido à interação entre esses elementos, tornando esse fenômeno cognitivamente apreensível. Em termos gerais, a contribuição de um pensador à ciência se dá dessa forma.

<sup>19</sup> Os motivos que tornavam o livro suscetível de censura não são comentados na literatura. Entretanto, a consideração de algumas partes do texto pode sugerir alguns motivos. Cantillon era um respeitado banqueiro em Paris e sócio de John Law, também banqueiro. Esse último aconselhava o regente da França em assuntos econômicos do reino, tendo particular propensão a receber medidas inflacionárias. (ROTHBARD, 1995, P. 345-346). Em seu *Essai*, Cantillon abordará questões de política monetária, principalmente aquelas que o rei do “Estado” pode implementar de forma a auferir ganhos para a nobreza, ao custo de capturação da renda dos cidadãos, enganando-os com medidas que gerariam distorções no valor nominal da moeda. (CANTILLON, 1931, livro III, capítulo v). Além disso, o autor trata da propensão da nobreza a comprar bens de luxo e como essa prática resulta em miséria e pobreza do povo.(BORDO, 1983, p. 251). Mais detalhes podem ser encontrados na própria obra de Cantillon (1931), assim como em Bordo (1983).

Cantillon não viveu para ver a repercussão de sua obra, tendo sido assassinado por seus criados em 1734. Após esfaquearem Cantillon, seus perpetradores incendiaram sua casa, na tentativa de encobrir o crime. O fogo foi rapidamente dominado e a conspiração descoberta. Presume-se que a única cópia dos anexos matemáticos tenha sido queimada nesse episódio. Sua obra circulou na forma de manuscrito por vinte anos até que, em 1755, o Marquês de Mirabeau publicou seus escritos na forma de um livro. Todavia, os apêndices que traziam uma série de dados estatísticos e equações matemáticas, que fundamentavam a análise, nunca mais foram reavidos. (HAYEK, 1991, p. 267-279).

Não cabe aqui o aprofundamento nas circunstâncias que marcaram a sua vida. Sua obra chegou a ser mencionada como o berço da economia e Cantillon como o real fundador da ciência econômica.<sup>20</sup> O elemento mais relevante para o presente trabalho se encontra na análise dinâmica que Cantillon fez acerca dos efeitos monetários sobre a economia, adotando como método a visualização dos ajustamentos dos preços relativos. É verdade que o autor francês aderiu à abordagem quantitativista de seu antecessor, John Locke:

*However, unlike Locke's formal statement of a proportional relationship between the quantity of money and the level of prices, given velocity and the value of transactions, Cantillon stressed both the interrelationship between the several components of the Equation of Exchange, and the dynamic adjustment of relative prices and outputs at a disaggregated level consequent upon changes in the quantity of money.* (BORDO, 1983, p. 237).

À guisa de ilustração, vale a pena deter-se brevemente na descrição lógica que Cantillon faz do nascimento do mercado e da necessidade de moeda, para que se compreenda sua visão sobre o tema. Deve-se ter em mente que Cantillon escreve na época em que ainda predominavam as propriedades feudais, de forma que sua análise se concentrava na produção advinda do campo. (ROTHBARD, 1995, p. 348). Dessa forma, o autor francês inicia sua análise econômica supondo que o mundo inteiro consiste em uma única propriedade de

---

<sup>20</sup> “Here was a work that had exerted the very greatest influence on the initial stages of a science and that had given the first coherent survey of this new science, only to disappear completely from view for nearly a century, so that its purely accidental rediscovery was in the nature of a revelation”. (HAYEK, 1991, p. 246). Em outra passagem, Hayek (1991, p. 246) relata a surpresa de

imensa extensão. Nesse cenário, a produção é uma função das preferências do proprietário monopolista, o qual distribui as tarefas a todos os integrantes da comunidade. Em outros termos, a produção depende da demanda, mesmo que nesse caso seja uma única pessoa.

Em seguida, Cantillon altera uma hipótese de seu modelo, assumindo agora que o proprietário faz um loteamento de sua terra para diversos produtores. A partir desse momento, o proprietário perde o poder de alocar os indivíduos em conformidade com seus desejos. Os produtores devem, nessa nova configuração, trocar seus produtos uns com os outros, constituindo um incipiente mercado de negócios. Nasce então a economia de mercado livre, com concorrência entre produtores de um mesmo bem, comércio e um sistema de preços. O dinheiro nasce do metabolismo da troca, para utilizar um termo de Marx, oferecendo suas funções de meio de troca e de medida de valor. (ROTHBARD, 1995, p. 348-349).

Entendia-se que a quantidade de moeda era definida pelo montante de moedas metálicas de ouro e prata. Depósitos bancários e notas emitidas pelos bancos não eram considerados parte do agregado monetário. Assim como os clássicos, para ele a moeda tinha a serventia única de facilitar as trocas no mercado. Portanto, a velocidade de circulação da moeda e a demanda por moeda eram determinadas pela extensão do mercado de produtos agrícolas.

Se por um lado há concordância entre Cantillon e os escritos posteriores dos economistas clássicos sobre a função da moeda, por outro há uma distinção clara em relação aos últimos no que se refere aos propósitos do trabalho do autor francês, definidos pela compreensão da formação dos preços no mundo real, e não na formação do “preço normal” de longo prazo. Os preços são determinados pela demanda, a qual é subjetiva, isto é, depende do humor, dos anseios e do modo de vida do indivíduo. O valor intrínseco das coisas é medido pela quantidade de terra e trabalho contidos na sua produção, mas é a valoração subjetiva que confere a um bem seu preço, visto que muitas coisas que detêm valor intrínseco não são vendidas no mercado.(ROTHBARD, 1995, p. 349-350).

O valor do dinheiro (tido como prata e ouro) seria determinado da mesma forma que outras mercadorias: pela relação entre oferta e demanda no mercado. Cantillon reconhece a existência de emissões de papel-moeda por parte dos bancos e do governo, mas ressalta que essas notas estão lastreadas pela quantidade de metais existente na economia. Identifica ainda que um aumento na emissão desses papéis tem o mesmo efeito que uma elevação na circulação de dinheiro verdadeiro, por isso não deixava de apontar a tentação, à qual estão sujeitos os governos, de imprimir moeda fictícia. Não obstante, é no desenho do processo de

injeção de moeda na economia que sua teoria propõe caminhos que mais tarde seriam trilhados pela escola austríaca.

*One of the superb features of Cantillon's Essai is that he was the first, in a pre-Austrian analysis, to understand that money enters the economy as a step-by-step process and hence does not simply increase or raise prices in a homogeneous aggregate. (...) In short, an increased money supply is not supposed to cause [uniform proportionate] changes in the relative prices of the various goods. (ROTHBARD, 1995, p. 355).*

Cantillon indaga de que forma e em que proporção um aumento na quantidade de moeda afeta os preços, desvinculando-se de uma explicação mecânica tal qual era costume se fazer na tradição quantitativista. Na análise desse autor, a quantidade de moeda exercerá pressão sobre os preços de acordo com o ponto de injeção desse montante na economia. O resultado final será a pressão ascendente sobre os preços. Todavia, pergunta-se: seria válido postular que todos os preços serão afetados na mesma intensidade?

Cantillon argumenta que o único caso em que os preços poderiam ser afetados uniformemente seria na condição imposta pela existência de pontos de injeção imutáveis; isto é, haveria um conjunto limitado de agentes que fariam circular os montantes adicionais de moeda. Sendo de conhecimento geral a atuação desses agentes – é importante sublinhar essa condição -, todos os indivíduos da economia seriam alertados indistinta e simultaneamente caso fosse dobrada a quantidade de moeda adicional, traduzindo esse aumento em elevação dos preços de maneira automática e proporcional. (CANTILLON, 1931, p. 181). Entretanto, a existência de contratos de médio e longo prazos, tais como arrendamentos de terra e salários, impediria esse ajuste automático e proporcional. (CANTILLON, 1931, p. 165). Dessa forma, é lícito afirmar que Cantillon era cético quanto à possibilidade de prevalecer a neutralidade da moeda no longo prazo. (BORDO, 1983, p. 241). Afirmar isso, entretanto, não é suficiente. É preciso demonstrar como o autor chega a essa conclusão. Para essa tarefa, é adequado fazer uma esquematização do que posteriormente denominou-se na literatura de “efeito Cantillon”.<sup>21</sup>

Dentre todas as fontes de variação na quantidade de moeda que atuam sobre a economia de uma forma ou de outra, Cantillon foca sua atenção na variação na quantidade de

---

<sup>21</sup> As sete fontes que alimentam a economia com novo dinheiro são: (1) a residência de embaixadores e viajantes, os quais trariam novos contingentes monetários; (2) “reparações por violência”, que podem ser entendidas como ressarcimento por danos materiais e físicos; (3) transferências líquidas de outros países, tais como doações; (4) imigração de famílias estrangeiras; (5) há a entrada de ouro e prata como resultado de trocas comerciais com outros países; (6) entradas de capitais; e a mais importante no quadro analítico do autor, (7) a descoberta e/ou a exploração de novas jazidas de ouro ou prata. (CANTILLON, 1931, p. 159-181).

metais. Em outros termos, o ponto de injeção de que trata Cantillon é representado pelas minas de extração de ouro e prata. (CANTILLON, 1931, p. 165). Assim, uma explicação mecânica *à la* teoria quantitativa sugeriria que um aumento na quantidade de ouro produzida levaria a uma ampliação do poder de compra da sociedade sem incrementar a quantidade de bens na mesma medida, acarretando assim um aumento nos preços. No entanto, somente os preços de alguns bens seriam afetados imediatamente. A determinação desses bens estaria condicionada aos seguintes fatores: (1) o tipo de agente que recebe o dinheiro novo; (2) em quais bens esse montante será gasto; e (3) a elasticidade da oferta dos produtos afetados.

No que diz respeito ao tipo de agente, Cantillon considera dois: um emprestador e um consumidor. Ao entrar na economia, o dinheiro novo pode ser emprestado para terceiros ou pode ser gasto em consumo de bens no mercado; ou, ainda, pode ser em parte consumido e ter o restante emprestado a terceiros.

*If Mines of gold or silver be found in a State and considerable quantities of minerals drawn from them, the Proprietor of these Mines, the Undertakers, and all those who work there, will not fail to increase their expenses in proportion to the wealth and profit they make: they will also lend at interest the sums of money which they have over and above what they need to spend. All this money whether lent or spent, will enter into circulation and will not fail to raise the price of products and merchandise in all the channels of circulation which it enters.*(CANTILLON, 1931, 159-160 – grifos nossos).

Nessa etapa da exposição, a diferença entre essas duas formas de destinação do dinheiro novo ainda não desempenha um papel significativo, visto que, em última instância, o efeito será o aumento dos preços. Não obstante, essa distinção se tornará mais nítida - e mais efetiva – adiante, quando for considerado o efeito do aumento na quantidade de moeda sobre a taxa de juros.

Portanto, no que se refere tão-somente à destinação dos recursos adicionais, o raciocínio pode ser construído da seguinte maneira. O dinheiro será colocado em circulação e gerará disponibilidade adicional de gasto, a qual, por sua vez, traduz-se em potencial de demanda por bens. A natureza dessa demanda será definida pelos gostos e preferências dos indivíduos e dos grupos que receberão esse dinheiro, assim como a elasticidade-renda dos bens por eles desejados. A rede de relacionamentos comerciais de cada um desses indivíduos corresponderá à seqüência de agentes que o dinheiro novo vai percorrer quando colocado em circulação por meio do consumo ou por meio do empréstimo. Em decorrência, a intensidade

com que o preço de cada bem da economia será afetado fica condicionada à seqüência de agentes que esse dinheiro percorrerá.<sup>22</sup>

*The proportion of the dearness which the increased quantity of money brings about in the State will depend on the turn which this money will impart to consumption and circulation. (...) It will be directed more or less to certain kinds of products [...] according to the idea of those who acquire money. (CANTILLON, 1931, p. 179).*

Recapitulando o argumento, os indivíduos dotados desse montante adicional vão destinar esses recursos ao consumo de um conjunto limitado de bens da economia, em detrimento dos outros, obedecendo aos seus desejos. Os agentes econômicos que efetuaram a transação com estes primeiros deterão, nessa nova situação, mais recursos do que antes, podendo gastar mais dinheiro em consumo. Como os bens são representados um conjunto finito, existe a possibilidade de que esse gasto adicional seja destinado à compra dos bens cuja demanda já havia sido acrescida pelos indivíduos que receberam o dinheiro novo. Esses bens sofrerão, mais cedo ou mais tarde, uma pressão ascendente sobre seus preços.<sup>23</sup>

Após identificar como o dinheiro novo afetará a formação da demanda, resta verificar a restrição imposta à satisfação da mesma, a saber, a elasticidade da oferta dos bens afetados. As condições de oferta serão definidas, nesse esquema, pela existência de barreiras comerciais e custos de transporte.

*[...] what generally causes Meat to become dearer in proportion than Bread is that ordinarily the free import of foreign corn is permitted while the import of Cattle is absolutely forbidden, as in England or heavy import duties are imposed as in other States. (CANTILLON, 1931, p. 173).*

O que se deduz desse modelo é, portanto, que o parâmetro que medirá a intensidade da elevação do preço de um determinado bem será a elasticidade da oferta. Ou seja, dado um aumento na quantidade de moeda, alguns bens terão sua demanda acrescida. A satisfação dessa demanda fica condicionada à possibilidade dos produtores de atender à mesma, à qual está sujeita aos custos e técnicas de produção e à escassez dos insumos que participam do processo de produção dos bens em questão.

<sup>22</sup> Vale salientar que a análise posterior de Hayek admitirá esse ponto de injeção monetária como sendo o sistema bancário, especialmente o mercado de crédito.

<sup>23</sup> É válido fazer uma breve comparação nessa conexão. A abordagem de Marshall adota o mesmo ponto de partida, conforme apresentado anteriormente. O professor de Cambridge também alega que o aumento do gasto resultará, em última instância, no aumento dos preços da economia. A diferença reside no fato de que Cantillon não acredita que todos os preços serão afetados, nem que, caso o sejam, isso se dê de maneira proporcional, tanto entre eles quanto em relação ao aumento na quantidade de moeda; argumento ao qual Marshall se opõe, demonstrando que a transmissão de moeda para os preços é direta, como demonstra a equação de troca da teoria quantitativa.

Assim, devem ser diferenciados os dois mecanismos atuantes a partir do impulso inicial dado, nesse caso, pelo aumento na quantidade de dinheiro circulante. Um deles é o efeito direto que se manifesta, na terminologia moderna, no deslocamento para a direita da curva de demanda dos produtos afetados, pressionando os preços dos produtos dentro dos limites especificados pelas técnicas produtivas e pela escassez de insumos. O segundo é um mecanismo indireto que se expressa nos efeitos sobre os outros setores da economia, os quais não são afetados diretamente pelo gasto adicional. Um exemplo de setores que são afetados indiretamente é o conjunto de setores que produzem matérias-primas, o chamado setor intermediário da economia. Esses ramos sofrem as pressões quando se esgotam os estoques dos setores de bens de consumo final, os quais passam a demandar mais insumos produtivos.

A esses aumentos na demanda dos diversos bens segue-se uma seqüência de ajustamentos nos respectivos setores em termos de emprego, produto real e lucros. Os indivíduos ou grupos que receberem inicialmente o dinheiro adicional elevarão seus gastos proporcionalmente aos seus ganhos, donde Cantillon deduz-se que:

*They will consequently give employment to several Mechanicks who had not so much to do before (...). The altercations of the Market [...], being more intense than usual, will not fail to raise their prices. These high prices will determine the Farmers to employ more land to produce them in another year: these same Farmers will profit by this rise of prices and will increase the expenditure of their Families like the others. (CANTILLON, 1931, p. 163-165).*

Se há, por um lado, a possibilidade de ganho para alguns produtores, de outro, alguns indivíduos serão afetados negativamente. A razão para isso se encontra no efeito progressivo do aumento nos preços. Alguns bens são de consumo geral dos membros de uma sociedade. Entretanto, nem todos os indivíduos recebem no instante inicial um acréscimo proporcional em seu poder de compra. Os preços desses bens se elevam e, como resultado, reduzem a parcela do produto social comandada pelos indivíduos que não tiveram sua renda acrescida. Adicionalmente, produtores de alguns mercados sofrerão com o deslocamento da demanda para outros mercados, os quais, em virtude ao aumento dos preços de seus produtos, passam a exigir um montante de dinheiro maior para a circulação de suas mercadorias. Os produtores negativamente afetados deverão ajustar sua produção às condições existentes, em termos de desemprego de fatores de produção, especialmente a mão-de-obra. Por fim, há também os proprietários de terra e os trabalhadores em geral que recebem rendimentos nominais, fixados por um período determinado de tempo.

*Those then who will suffer from this dearness and increased consumption will be first of all the Landowners, during the term of their Leases, then their Domestic Servants and all the Workmen or fixed Wage-earners who support the families on their wages. All these must diminish their expenditure in proportion to the new consumption [...] it is thus, approximately, that a considerable increase of Money from the Mines increases consumption. (CANTILLON, 1931, p. 165).<sup>24</sup>*

Para finalizar a apresentação da teoria de Cantillon e dar sentido ao seu uso nesse trabalho resta um ponto a ser abordado, a saber, o impacto da quantidade adicional de moeda sobre a taxa de juros, influenciando a alocação de recursos entre consumo e investimento. Para ele, a taxa de juros era determinada no mercado de fundos emprestáveis:

*Just as Prices of things are fixed in the altercations of the Market by the quantity of things offered for sale in proportion to the quantity of money offered for them, or what comes to the same thing, by the proportionate number of Sellers and Buyers, so in the same way the Interest of Money in a State is settled by the proportionate number of Lenders and Borrowers. (CANTILLON, 1931, p. 199).*

É nessa etapa da exposição que a destinação dos recursos adicionais entre consumo e empréstimo, conforme alertado anteriormente, adquire significância no quadro analítico do autor francês. Os efeitos desse aumento na quantidade de moeda são definidos de acordo com que grupo de indivíduos recebe o dinheiro novo, isto é, se são consumidores (*spenders*) ou emprestadores (*lenders*):

*If the abundance of money comes from the hands of money lenders it will doubtlessly bring down the current rate of interest by increasing the number of money lenders; but if it comes from the intervention of spenders it will have just the opposite effect and will raise the rate of interest by increasing the number of Undertakers who will have employment from this increased expense, and will need to borrow to equip their business in all classes of interest. (CANTILLON, 1931, p. 215).*

Assim, se o dinheiro novo chegar inicialmente às mãos dos emprestadores, esses incrementarão a oferta de crédito e reduzirão temporariamente a taxa de juros, possibilitando o aumento do investimento. (ROTHBARD, 1995, p. 356-357). Bordo (1983, p. 247) chega a

---

<sup>24</sup> O processo analisado por Cantillon sugere alguma semelhança com o fenômeno da poupança forçada que será tratado adiante, quando da apreciação do trabalho de Henry Thornton. Sucintamente, a poupança forçada se manifesta quando, em virtude de um aumento na quantidade da moeda de uma economia, alguns indivíduos têm maior acesso à renda adicional do que outros, melhorando a sua posição em relativa frente ao resto da sociedade: “[...] *all this increase of expense in Meat, Wine, Wool, etc. diminishes the share of the other inhabitants of the State who do not participate at first in the wealth of the Mines in question*”.(CANTILLON, 1931, p. 163). Entretanto, deve-se considerar que Cantillon não contempla, de maneira sistemática, o papel do crédito. Para esse autor, a moeda é exógena, isto é, é regulado por movimentos de balanço de pagamentos e pelo comportamento da produção das minas de ouro e prata. Assim, não se pode falar em “poupança” forçada, mas tão-somente numa transferência de riqueza para uma classe privilegiada pelo poder de produzir metais, ou seja, poder de compra.

atribuir a Cantillon a antecipação da distinção entre o efeito liquidez de curto prazo e o efeito renda de longo prazo decorrentes de variações na taxa de juros:

*In the short-run, the new money may be spent or lent, to the extent it is lent it will lower the interest rate (the liquidity effect); to the extent it is spent [it] will stimulate production and raise the demand for loanable funds. It is assumed (in the literature) that the liquidity effect initially dominates. Ultimately, the increased expenditure further induced by the fall in the interest rate will ensure that the demand for loanable funds will rise (and the income effect dominates). (BORDO, 1983, p. 248).*

Conclui-se, portanto, que o efeito final de uma elevação na quantidade de moeda será o aumento dos preços. Entretanto, o processo gradual pelo qual esse aumento ocorre provoca uma série de ajustamentos na economia, em termos do emprego dos fatores de produção, de lucros, de taxa de juros e, subseqüentemente, do gasto destinado a consumo e investimento. Na análise dinâmica de Cantillon<sup>25</sup>, não se pode tomar como dado o processo de ajuste, tal como é feito pela abordagem quantitativista mecânica ao assumir que os preços “eventualmente” aumentam na mesma proporção em que a quantidade de moeda.

A próxima seção apreciará a maneira pela qual Hayek retoma os fundamentos analíticos de Cantillon e os insere em sua teoria dos ciclos. Hayek tentou explicar a ocorrência ciclos adotando como ponto de partida o modelo de equilíbrio geral. Viu-se obrigado, para isso, a ampliar as suposições do modelo de forma a integrar a moeda em seu corpo teórico. As dificuldades enfrentadas pelo autor elucidam a natureza da moeda no sistema capitalista, principalmente na moderna organização do sistema bancário.

### **1.5 - A centralidade da questão monetária no quadro analítico hayekiano**

Hayek não se convencia com as explicações das teorias monetárias que buscavam explicar os ciclos econômicos em termos da variação no nível de preços. Em resumo, tais teorias defendiam que se o nível de preços se mantivesse inalterado, não haveria pressões monetárias para o abandono do estado de equilíbrio. Assim, na ausência de flutuações no nível de preços, os ciclos econômicos deveriam ser explicados pela atuação de outros fatores, geralmente classificados como elementos pertencentes ao lado real da economia.

---

<sup>25</sup> O’Driscoll (1977, p. 35) cita Richard Cantillon, em seu *Essai sur la nature du commerce en général*, de 1755, no qual ele faz uma crítica às reflexões de Locke sobre a proporcionalidade entre a moeda e os preços: “Mr. Locke... has clearly seen that the abundance of money makes everything dear, but he has not considered how it does so. The great difficulty of this question consists in knowing in what way and in what proportion the increase of money raises prices”.

Num artigo escrito em 1928, Hayek já apontava um contra-argumento simples ao problema da estabilidade dos preços. Ele dizia nesse texto que:

*With only few exceptions historically, the best known of which are immediately to be noted, rising output and rising prices and falling output and falling prices run parallel to each other. But this is completely compatible with the recognition that, under otherwise equal conditions, a rise of production can take place only with falling prices, and a decline in production only with rising prices, if equilibrium is **not** to be disturbed.* (HAYEK, [1928] 1984, p. 100 – grifos nossos).

Nesse sentido, Hayek toma como seu objetivo redirecionar a excessiva atenção que se dava ao nível de preços para as relações entre os preços individuais da economia, ou, mais precisamente, para os preços relativos. O argumento central de sua crítica é o de que há um conjunto de fenômenos capazes de acarretar as flutuações, dentre os quais as variações no nível de preços são somente uma parcela. Assim, é possível que se deflagre um ciclo econômico sem que o nível de preços se altere. Por outro lado, é igualmente possível que a flutuação do nível de preços seja resultante de fatores não-monetários. (HAYEK, [1929] 1966, p. 101-105).<sup>26</sup>

O autor austríaco dá a medida exata da especificidade do fenômeno monetário, no que diz respeito aos seus efeitos sobre a economia:

*In complete contrast to those economic changes conditioned by ‘real forces’, influencing simultaneously total supply and total demand, changes in the volume of money have, so to speak, a one-sided influence which elicits no reciprocal adjustment in the economic activity of different individuals. By deflecting a single factor, without simultaneously eliciting corresponding changes in other parts of the system, it dissolves its ‘closedness’, makes a breach in the rigid reaction mechanism of the system (which rests on the ultimate identity of supply and demand) and opens a way for tendencies leading away from the equilibrium position.* (HAYEK, [1929] 1966, p. 108 – grifos nossos).

A moeda teria o efeito de impedir a reciprocidade nos ajustamentos, o que equivale a dizer que um aumento na quantidade de moeda será sentido somente em algumas partes do sistema e não pelo conjunto da sociedade. Hayek está preocupado em demonstrar como o

---

<sup>26</sup> White (2006) faz referência a circunstâncias históricas em que esse problema levantado por Hayek pôde ser visualizado. Ele cita a deflação anterior à primeira Guerra Mundial como tendo sido, predominantemente, resultado de uma melhoria da produtividade, em resposta a inovações tecnológicas: “‘Benign’ (perhaps a more accurate term than “good”) deflations in which output growth remained strong have historically generally been associated with positive supply shocks. In particular, in the period prior to World War I, technological innovation, rapidly rising productivity and globally mobile factors of production often led to both falling aggregate prices and sustained business activity. Lower prices contributed to higher real wages, while higher productivity allowed the share of profits in factor incomes to be maintained or even increased. In this environment, asset prices also remained strong and monetary and credit aggregates tended to rise as well”. (WHITE, 2006, p. 4).

desequilíbrio nesses pontos do sistema pode ser causado por fatores monetários. Assim, ele defende que uma teoria monetária das flutuações deve examinar o desvio de alguns preços específicos em relação ao equilíbrio causados pelo fator monetário. (HAYEK, [1929] 1966, p. 116). Avaliar o impacto do aumento na quantidade de moeda sobre os preços dos bens por meio do nível de preços pode levar a conclusões equivocadas. Hayek exemplifica essa possibilidade com o caso de uma economia em expansão, na qual o volume de moeda em circulação é acrescido para que não haja queda no nível de preços.

Recapitulando, o raciocínio pode ser construído da seguinte forma. Uma economia em expansão se define por uma alta taxa de atividade do comércio de bens. Esse aquecimento da economia exige um montante adicional de moeda para que as trocas sejam efetuadas. Na ausência dessa moeda adicional, a demanda por bens é reduzida, gerando uma queda nos preços. Quando essa redução dos preços se generaliza para toda a economia, tem-se a deflação. Assim, tendo-se o nível de preços como indicador da atividade econômica, uma queda sugere um arrefecimento da atividade econômica. Por isso, é possível se manter estável o nível de preços por meio da injeção de montantes adicionais de moeda que viabilizem as trocas comerciais.<sup>27</sup>

Há dois erros na abordagem quantitativista: o primeiro é a suposição de que a queda nos preços se dá em decorrência de uma restrição quantitativa sobre o montante de moeda em circulação; o segundo reside na suposição de que essa quantidade adicional de moeda atinja todos os setores de maneira proporcional. Por meio da taxa de juros, essas mudanças na quantidade de moeda levam a distribuições dos recursos produtivos entre bens de consumo e bens de capital, gerando alterações na composição do produto. Todavia, o nível de preços é um instrumento inadequado para captar essas alterações. O principal equívoco das teorias que

---

<sup>27</sup> Novamente, a referência que White (2006, p. 7) faz à história econômica ilustra o argumento: “*The historical record provides stark evidence that a preceding period of price stability is not sufficient to avoid serious macroeconomic downturns. Perhaps the most telling example is that of the Great Depression in the United States in the 1930s. The period was characterised by massive and continuing losses in terms of both employment and output, accompanied by a cumulative deflation process and associated financial distress in response to accumulated debt. Indeed, almost one third of US banks failed over the course of the 1930s. The crucial point is that this outturn was not preceded by any noticeable inflation. Indeed, prices were essentially stable for most of the 1920s and were actually showing signs of measured deflation before the decade drew to a close. Rather, the period was characterised by rapid technological innovation, rising productivity, rapid increases in the prices of equity and real estate and strong fixed investment*”. O autor prossegue associando a falha do índice de preços em captar os movimentos internos da economia, citando como a recessão japonesa, iniciada na década de 1990, foi precedida por um substancial crescimento do crédito, dos preços dos ativos, dos investimentos e da desregulamentação do setor financeiro. Por fim, o autor cita a recente crise financeira no sudeste asiático, ressaltando que não foram percebidas pressões inflacionárias anteriormente à irrupção da crise. Ao contrário, como no caso do Japão recente e dos EUA do início do século XX, o crédito se expandia, os preços dos ativos cresciam e o investimento fixo se fortalecia. No capítulo 3, adiante, será apresentada a teoria dos ciclos de Hayek, a qual buscava assinalar exatamente esse tipo de fenômeno.

deduzem mudanças no volume de produção a partir de movimentos dos preços *en bloc* está, portanto, em desconsiderar que as alterações na composição do produto resultam em ajustes de preços entre os setores.

*Every disturbance of prices leads necessarily to shifts in the structure of production, which must therefore be regarded as consequences of monetary change, never as additional separate assumptions.* (HAYEK, [1929] 1966, p. 121).

A variação dos preços relativos afeta o cálculo econômico dos agentes. Esses condicionam suas decisões à nova posição relativa de seus bens frente aos outros. No caso do consumidor, tais mudanças podem levar a uma nova composição de sua cesta de bens. No caso dos produtores, preços relativos mais favoráveis podem guiá-los no sentido de ampliar a sua produção; já mudanças desfavoráveis nos preços relativos de seus insumos podem justificar a redução da atividade produtiva, ou até mesmo a busca de novas técnicas produtivas. Os ajustes no lado da demanda combinados àqueles ocorridos no lado da oferta levam a uma nova configuração da estrutura produtiva da economia, tida aqui como mudanças na composição do estoque de bens.

*The nature of the changes in the composition of the existing stock of goods, which are effected through such monetary changes, depends of course on the point at which the money is injected into the economic system.* (HAYEK, [1929] 1966, p. 123-124).

Aqui se faz a remissão ao efeito Cantillon, descrito na seção anterior. A natureza dos efeitos monetários sobre o lado real da economia depende do ponto de injeção da moeda na economia. Para Hayek, há um espaço no sistema econômico em que as mudanças na quantidade de moeda ocorrem frequentemente: o sistema bancário; ou nas palavras do autor, o sistema de crédito organizado.

*[...] it can be urged that those changes which are constantly taking place in our money and credit organization cause a certain price, the rate of interest, to deviate from the equilibrium position, and that deviations of this kind necessarily lead to such changes in the relative position of the various branches of production as are bound to later precipitate the crisis.* (HAYEK, [1929] 1966, p. 126).<sup>28</sup>

---

<sup>28</sup> A posição de equilíbrio da taxa de juros, a que Hayek faz menção nesse trecho, será apreciada com mais detalhe em etapa posterior desse trabalho, quando forem abordados os mecanismos de transmissão dos efeitos monetários sobre o lado real da economia. Por ora, basta dizer que a taxa de juros de equilíbrio é aquela que iguala a taxa de juros nominal à taxa de juros natural. Essa última é definida como a taxa que iguala a demanda por empréstimos à oferta de poupança. (HAYEK, 1933, p. 112). Dessa forma, nesse estado de coisas não haveria possibilidade de ganhos, pois a economia estaria em equilíbrio. Um aumento na quantidade de moeda atua exatamente sobre a taxa nominal, tornando-a mais baixa do que a natural. Esse movimento gera a possibilidade de maior contração de crédito. Os efeitos desse aumento na quantidade de moeda - nesse caso, via incremento do crédito - será determinado de acordo com a destinação desses recursos entre bens de consumo final ou bens de produção. Como dito acima, esse tema será tratado em mais detalhe adiante.

O mercado de crédito organizado abriria uma brecha no sistema de rígidas interdependências e insere distorções por meio da taxa de juros nominal. Isso não ocorre em virtude da “imaneente necessidade”, apresentada pela sociedade moderna, de utilizar o mecanismo do crédito. As flutuações econômicas são o preço pago pela sociedade por expandir a produção além do que seus recursos permitiriam. Dessa forma, Hayek rejeita qualquer teoria dos ciclos que não leve em conta a elasticidade da oferta de moeda.

*“[...] the influence of money should be sought in the fact that when the volume of money is elastic, there may exist a lack of rigidity in the relationship between saving and the creation of real capital”.* (HAYEK, [1929] 1966, p. 102).

Conforme Cantillon já havia analisado, se o dinheiro novo entrar em circulação por meio de um prestador, o efeito será o de aumentar o número de credores no mercado, pressionando a taxa de juros para baixo. Essa queda tem o efeito de sinalizar àqueles que estão dispostos a contrair créditos para a expansão de sua atividade que o dinheiro está mais barato. É importante destacar como a redução na taxa de juros simboliza essa informação. Suponha que um produtor de um bem tenha formulado um plano de incremento de sua planta, adquirindo duas novas máquinas. O rendimento que ele espera auferir dessa ampliação na capacidade produtiva é, contudo, inferior ao que precisaria destinar aos credores que lhe emprestaram os recursos para a compra das máquinas. Com a redução na taxa de juros, ele imagina que seu plano se torna viável e vai ao mercado de fundos emprestáveis à procura dos recursos disponíveis àquela taxa.

Dito isso, é possível avaliar o grande entrave enfrentado pelas teorias do nível de preços quando do tratamento da taxa de juros. Hayek afirma que a taxa de juros tem duas funções de regulação numa economia em expansão. Todavia, essas funções são conflitantes entre si. Uma delas é a manutenção do equilíbrio do mercado de fundos emprestáveis, isto é, a regulação entre o montante de poupança e a demanda por empréstimos. A outra é manter estável o nível de preços da economia, permitindo o incremento na quantidade de moeda para que os preços não caiam. A contradição se manifesta quando um aumento na quantidade de moeda, em resposta a um aquecimento do comércio, reduz a taxa de juros. Essa redução sinaliza uma melhoria das oportunidades de investimento, sem que tenha havido alterações no volume de poupança à disposição do mercado. O resultado é uma discrepância entre a poupança real e o volume de investimento.

The rate of interest at which, in an expanding economy, the amount of new money entering circulation is just sufficient to keep the price-level stable, is always lower than the rate which would keep the amount of available loan-capital equal to the amount simultaneously saved by the public: *and thus, despite the stability of the price-level, it makes it possible a development leading away from equilibrium.* (HAYEK, [1929] 1966, p. 114 – grifos do autor).

Assim, ao manter o nível de preços estável, a taxa de juros permite que um volume adicional de investimentos seja efetivado, o que gera alterações na estrutura produtiva da economia. Ao manter a taxa de juros abaixo do que seria o seu estado de equilíbrio, o aumento da quantidade de moeda aquece a demanda por fundos emprestáveis. Num modelo de equilíbrio geral, a resposta a esse aquecimento na demanda por crédito levaria a taxa de juros a voltar automaticamente ao seu nível anterior. Mas, segundo Hayek, isso não ocorre no mundo real. A ocorrência dos ciclos econômicos comprovaria a falha desse mecanismo de ajustamento automático, a saber, a taxa de juros; essa falha engendraria as discrepâncias entre poupança e investimento que constituem os ciclos. Era preciso investigar, portanto, o que impedia a taxa de juros de equilibrar entre si os lados da demanda e da oferta do mercado de fundos emprestáveis.

Hayek localizou a causa da desativação do mecanismo da taxa de juros no setor bancário. O problema se encontrava nas regras que disciplinavam a intermediação, desempenhada pelos bancos, entre a oferta de poupança e a demanda por empréstimos. As flutuações da economia estariam associadas, por conseguinte, a uma série de fenômenos que ocorrem no âmbito de uma economia de produção sob o regime de um sistema de crédito organizado – o qual se caracteriza por uma oferta de moeda variável, especialmente aquela de caráter endógeno. A oferta elástica de moeda cumpriria a função de acomodar temporariamente a demanda por empréstimos que excedesse o volume disponível de poupança. Essa acomodação desabilitaria o dispositivo da taxa de juros, gerando efeitos sobre o setor produtivo.

Dessa forma, caberia à teoria fornecer uma explicação acerca dos mecanismos que atuam numa economia em que a moeda tem função significativa, não somente para facilitar as transações, mas também na definição da direção e do volume da produção. Levar adiante esse projeto significa um esforço de integração entre os lados real e monetário da economia. O primeiro passo no sentido da construção dessa teoria já foi dado por Cantillon, como foi visto anteriormente. Posteriormente, os estudos de Thornton e de Wicksell fizeram avanços consideráveis na caracterização de uma economia em que o crédito desempenha um papel

desestabilizador. Hayek segue na esteira desses autores e adota o mesmo ponto de partida para a construção de sua teoria sobre o funcionamento de uma economia monetária.

*A starting-point for such explanations should be found in the possibility of alterations in the quantity of money occurring automatically and in the normal course of events, under the present organization of money and credit, without the need for violent or artificial action by any external agency. (HAYEK, [1929] 1966, p. 109).*

Como já se afirmou, Hayek não pretende considerar os efeitos da política monetária. Um procedimento como esse implicaria ignorar os elementos espontâneos que emergem da organização institucional do sistema econômico. Avaliar a intervenção de uma agência externa (leia-se um elemento exógeno, isto é, que não decorre das premissas do modelo) é um caminho pouco promissor, pois seu entendimento estaria condicionado à presença dessa intervenção.<sup>29</sup> O ponto de partida para se obter uma compreensão do funcionamento da economia deve residir nas regras fundamentais que disciplinam a atuação dos indivíduos na moderna sociedade capitalista atomizada. Uma delas é a interdependência dos agentes, isto é, a noção de que a ação de um indivíduo necessariamente exerce impacto sobre os outros. A outra é a organização do sistema monetário num ambiente de trocas indiretas, o que inclui o mecanismo do crédito. Qualquer teoria dos ciclos deve contemplar esses dois elementos basilares da sociedade capitalista moderna.

Mesmo assim, ambos os pilares teóricos da ciência econômica disponível à época se mostravam insuficientes para tratar do problema em questão. Apesar de revelar de maneira rigorosa a interdependência dos agentes econômicos, a teoria do equilíbrio walrasiana retratava uma economia de trocas diretas. A teoria quantitativa da moeda impunha a separação entre o lado real e o lado monetário e, além de estabelecer como condição que a velocidade de circulação da moeda fosse constante, tomava o nível geral de preços como indicador da estabilidade econômica. Ambas as abordagens padeciam de limitações relevantes para a explicação do fenômeno dos ciclos, donde se deriva a magnitude do desafio em mãos. De um lado, inserir a moeda na teoria do equilíbrio significaria instaurar um regime de trocas completamente diferente do que o modelo se propõe a explicar, implicando inclusive o abandono de premissas fundamentais, tais como o conhecimento perfeito. De outro, integrar o lado real ao lado monetário e considerar a variação da velocidade da moeda colocam em xeque dois pressupostos vitais da teoria quantitativa.

---

<sup>29</sup> Hayek ([1929] 1966, p. 57) que é imperioso: “to exclude from consideration those theories whose argument depends so entirely on the assumption of monetary changes that when the latter are excluded no systematic explanation is left”.

Como se vê, ambas as teorias apresentavam um estágio de desenvolvimento aquém do desafio colocado perante seus seguidores. Caberia aos grandes inovadores teóricos dos anos 20 e 30 a tarefa de estabelecer pontes entre os caminhos já trilhados, de redirecionar esforços provados infrutíferos e, por vezes, construir com novas ferramentas uma estrada absolutamente nova por cima das suas próprias origens.

É nesse contexto de uma onda de descobertas que a trajetória de Hayek deve ser apreciada. Sua contribuição se encontra mais nas possibilidades que abriu do que nas respostas que ofereceu. Não era seu objetivo fornecer soluções novas a problemas antigos, mas construir uma nova leitura da realidade. Isso só poderia ser feito pela reformulação das premissas que embasavam as teorias existentes. Se toda medição estatística está fundada numa formulação teórica, tem-se, da mesma forma, que todo o pensamento decorre de premissas previamente estabelecidas. A fotografia nítida e completa de um pensamento retrata, com exatidão e honestidade, o seu começo, seu desenrolar e seu fim. A imagem que as teorias da época apresentavam a Hayek não correspondia à fotografia de seu pensamento, mesmo que essa ainda não estivesse completamente livre de pontos obscuros e de descontinuidades.

Era preciso, portanto, encontrar um novo ângulo para captar o fenômeno explicado somente de forma fragmentada pelas outras teorias. Percebido o problema da moeda e reconhecida sua centralidade para a explicação do fenômeno dos ciclos, Hayek se volta para o desenvolvimento de sua tese sobre o papel desempenhado pelo crédito. Ao fazê-lo, busca uma forma inovadora de inserir a moeda na teoria. Mas como já se viu, a única moeda capaz de quebrar as rígidas interdependências da “caixa walrasiana” é distinta daquela que meramente atende às demandas por transações. Discorre-se com mais detalhes, a seguir, sobre essa modalidade peculiar da moeda: o crédito.

## **2. O crédito e a instabilidade do sistema econômico**

[...] *It is sufficient at this point to have established that certain disturbances of economic equilibrium are not merely linked to the introduction of credit, but, if probably to a lesser extent, are indissolubly linked with the use of a medium of Exchange in itself. [...] There can be no doubt that they [as perturbações] show themselves more markedly in a credit economy and thus can be observed more easily there. From this viewpoint, it may also be justified, in depicting the significance of monetary phenomena for the course of an economy, to set out from the assumption that exchange is mediated by credit alone and not at all by cash.* (HAYEK, [1928] 1984, p. 102).

A elaboração de uma teoria das crises econômicas viria um ano mais tarde. Essa teoria deveria se basear nas “tendências inerentes de qualquer economia monetária a sofrer recorrentes perturbações do equilíbrio”. (HAYEK, [1928] 1984, p. 103). Assim, em 1929, com seu *Monetary Theory and the Trade Cycle* (HAYEK, [1929] 1966), o austríaco fará sua primeira sistematização do problema dos ciclos econômicos. Como já foi mencionado, o primeiro passo em direção a uma teoria monetária dos ciclos foi a demarcação dos limites impostos pelo estado da ciência econômica da época à compreensão do fenômeno. (HAYEK, [1929] 1966, p. 104-105).

O segundo obstáculo residia na identificação das causas dos ciclos. Hayek havia

sua organização institucional as sementes da crise. Assim, uma interferência inadequada e extemporânea do Banco Central poderia aprofundar uma recessão que, em na ausência dessa intervenção, seguiria seu curso natural e espontâneo.

O objetivo de Hayek no trabalho de 1929 consiste, portanto, em identificar as causas para o atraso no ajustamento da taxa de juros às alterações recorrentes no volume de moeda. A falha desse mecanismo geraria uma falsificação do processo de formação dos preços, ocasionando um mau-direcionamento da produção. Nas palavras do autor, tem-se que o problema central é:

*[...] to discover the gap in the reaction mechanism of the modern economic system which is responsible for the fact that certain changes of data, so far from being followed by a prompt readjustment (i.e. the formation of a new equilibrium) are, actually, the cause of recurrent shifts in economic activity which subsequently have to be reversed before a new equilibrium can be established. (HAYEK, [1929] 1966, p. 140).*

Dentre as influências que pesaram sobre Hayek, destacam-se as de Henry Thornton e Knut Wicksell. A primeira seção discorre sobre algumas das contribuições de Thornton no início do século XIX, em seu livro *Paper Credit* (THORNTON, [1802] 1939). A segunda seção se dedica a uma breve apresentação do quadro analítico wickselliano e à definição de uma economia monetária, conceito desenvolvido pelo economista sueco que se associa a uma economia com um sistema de crédito organizado. Em seguida, analisa-se a concepção de Hayek sobre o problema do crédito, enfatizando-se a importância da estrutura do mercado bancário. Na seção que encerra o capítulo, busca-se mostrar a primeira aproximação do autor aos efeitos do crédito sobre o lado real da economia.

## **2.1 – Henry Thornton e a elasticidade da oferta da moeda**

A importância de apreciar o trabalho de Thornton, para este estudo, extrapola os limites teóricos da obra do autor. Há um elemento peculiar que se refere aos estudos de Hayek sobre Thornton. Hicks (1967) relata que:

*When Paper Credit was reprinted in 1939, it was furnished with an introduction – in most ways an admirable introduction – by Professor Hayek. Most of the things which should be said about Henry Thornton, his life and work, were said by Hayek. (HICKS, 1967, p. 174).*

Dessa forma, a relevância de Thornton para o pensamento de Hayek se dá, já de início, pela estima com que seus comentários sobre o autor britânico são acatados. No campo econômico, Thornton promoveria grandes avanços teóricos em termos da análise de curto

prazo de uma economia monetária, destacando-se, dentre outros aspectos, o reconhecimento da instabilidade provocada pelo sistema de crédito e sua percepção do fenômeno da poupança forçada<sup>31</sup>. Seu livro busca comentar os eventos que se desdobram em seu tempo, não se definindo como uma obra essencialmente teórica. Ao contrário, seus escritos são mais bem compreendidos quando colocados sobre o pano de fundo histórico da Inglaterra do século XVIII.

Thornton foi um membro ativo do Parlamento<sup>32</sup>. Depois de seu depoimento em 1797, quando o regime do padrão-ouro foi abandonado pela primeira vez, ele passou a se dedicar a temas ligados à moeda e ao sistema bancário, propondo soluções para o problema da moeda irlandesa. Considerado o principal adversário teórico de David Ricardo, Thornton escreveu somente um livro sobre o assunto: *An Inquiry into the Nature and Effects of Paper Credit in Great Britain* (THORNTON, [1802] 1939). Para Hayek, essa obra marca o início de uma nova era do desenvolvimento da teoria monetária.<sup>33</sup>

A época em que Thornton escreve seu *Paper Credit*<sup>34</sup> é marcada pela controvérsia *bullionista*. Seus principais contendores foram o próprio Thornton e David Ricardo<sup>35</sup>. O

---

<sup>31</sup> Neste estágio da exposição, é suficiente esclarecer que o conceito de poupança forçada sugere que a injeção de dinheiro novo por meio de um ponto específico do sistema econômico enseja o aumento da renda do grupo que recebeu esse dinheiro novo. Como a produção se mantém relativamente estável, o efeito é a ampliação do poder de comando desse grupo sobre o produto social. Comentando o uso do conceito por Hayek, Sraffa (1932, p. 46) chegou a defini-lo como um “roubo” da riqueza social de uma classe por outra. Hayek ([1932] 1950) fez um levantamento histórico sobre a utilização do conceito na ciência econômica. É válido antecipar ao leitor que esse tema será objeto de análise detalhada no próximo capítulo, quando for abordado o mecanismo de transmissão dos efeitos da moeda sobre a estrutura produtiva.

<sup>32</sup> Alguns dados biográficos podem ser de interesse do leitor. Henry Thornton era um homem prático. Nascido em 1760, aos 23 anos conseguiu um lugar no Parlamento, como congressista. Fazia parte de um grupo influente e recebeu, dentre outros méritos, o reconhecimento de ser um dos responsáveis pela lei que deu fim ao comércio de escravos. Era um homem religioso, de tradição protestante, tendo escrito inúmeros livros sobre a prática cristã. Aos 30 anos de idade herdou, com a morte de seu pai, um montante substancial, com o qual abriu um pequeno banco. Três anos depois, em 1793, Thornton teria seu primeiro grande obstáculo à frente do negócio, quando a economia britânica passa por uma crise de liquidez (ou pânico financeiro), e seu banco se vê desprovido de reservas para atender aos saques de seus clientes. Hayek argumenta que essa experiência teria chamado a sua atenção para o problema do crédito: [...] *it was probably the experience of the crisis of 1793 which directed Thornton's mind to credit problems. And in 1797, when the suspension of cash payments by the Bank of England led to separate enquiries by the House of Commons and the House of the Lords, we find him prepared to give his evidence before both committees a most lucid outline of the main ideas, which shows that by this time his thoughts had already crystallized. It immediately attracted wide attention and established his reputation as the foremost authority on these matters.* (HAYEK, 1991, p. 313).

<sup>33</sup> “*It is not too much to say that the appearance of the Paper Credit in 1802 marks the beginning of a new epoch in the development of monetary theory. Although Thornton's merits have long been overshadowed by the greater fame of Ricardo, it has now come to be recognized that in the field of money the main achievement of the classical period is due to Thornton, and that even the modifications of his theories by his better-known successors were not always improvements. [...] Since the contributions of Cantillon, Galiani, and Hume in the middle of the eighteenth century little progress had been made in monetary science*”. (HAYEK, 1991, p. 321).

<sup>34</sup> “*Paper Credit is not, in form, a theoretical book; it contains no model-building, such as we find in Ricardo. It is in part a description of the British monetary system, as it was when Thornton was writing. From that*

debate versava sobre os impactos sobre a moeda britânica advindos da emissão de notas bancárias e da concessão de créditos, de safras ruins, e do pagamento de subsídios estrangeiros. Em resumo, a diferença entre eles se encerra numa questão de prazo. Ricardo estava preocupado com os efeitos de longo prazo de uma perturbação; sua maior preocupação se dava com fatores reais da produção, tais como secas e safras ruins. Thornton se interessava pelo impacto inicial de uma perturbação, fosse ela

reconhece a presença de salários rígidos, velocidade de circulação variável e o motivo precaução para a demanda de moeda. Além disso, deve ser notada a existência de uma função de investimento dependente da taxa de juros. Reisman (1971) reconhece a integração de variáveis reais e monetárias no quadro analítico de Thornton, destacando a importância do crédito nas transações econômicas:

*[...] to Thornton a reduction in, or even a failure to increase, the money-supply leads either to dislocation of output and 'intermission of manufacturing labour' or to the discovery of substitutes for bank credit. (REISMAN, 1971, p. 70).*

Para Thornton, a experiência de uma crise financeira, ocorrida em 1793, evidenciou as possibilidades econômicas que se abrem quando se utiliza o crédito. É possível contratar diversos serviços, financeiros ou mercantis, sem que para isso haja a devida contrapartida monetária. Em sua análise sobre as abordagens quantitativistas, Thornton argumentava que uma explicação adequada não poderia assumir nenhuma variável da equação de troca como sendo constante, principalmente a velocidade de circulação da moeda. Para ele, a velocidade era altamente variável e influenciada por diversos fatores, dentre eles: (1) a taxa de juros e as expectativas dos indivíduos em relação ao futuro. (THORNTON, [1802] 1939, p. 97); (2) diferença entre os rendimentos dos ativos financeiros, e (3) o desenvolvimento de novos arranjos institucionais.<sup>36</sup>

É lícito cogitar que o pensamento institucional de Thornton tenha exercido alguma influência sobre Hayek. Adiante, quando for apresentada a análise do austríaco, a concorrência bancária será elemento determinante do comportamento dos bancos. Por ora, contudo, é suficiente esclarecer a conclusão de Thornton acerca da oferta de moeda, baseando-se na suposição de uma velocidade variável de circulação. A literatura posterior definiu-a como o “dilema de Thornton” (REISMAN, 1971, p. 82):

*[...] the Bank really had no grip on the money-supply since there are myriads of demand instruments available to the economy, since velocity is too unpredictable, and since limitation of its own issues can only by a great stretch of imagination lead to limitation of country bank paper. But even if it could control the money-supply, dare it use this power to reduce its issues? (REISMAN, 1971, p. 82).*

O banco central (*the Bank*) não tem poderes suficientes para controlar a oferta de moeda. Assim, a determinação de controles sobre a quantidade de moeda, para Thornton,

---

<sup>36</sup> “[...] restriction of the banks will increase the opportunities of alternative lenders, so that the banks will lose ground to their competitors”. (THORNTON, [1802] 1939, p. 101).

parecia ser ineficaz. Isso se deve ao fato de Thornton não haver concebido a possibilidade do multiplicador bancário. Dessa forma, ele acreditava que as reservas deveriam ser uma variável do sistema, determinada pela utilidade e pelo custo de mantê-las. Além disso, as reservas nunca poderiam satisfazer a demanda por moeda no caso de uma corrida aos bancos. Thornton previa que a quantidade de transações realizadas via crédito bancário jamais poderia ser compatibilizada com as reservas de ouro de uma nação. A mera tentativa de compatibilização teria conseqüências desastrosas sobre os diversos preços da economia. O resultado seria a escassez de meios circulantes, frente à presença de rigidezes de preços e salários na economia.

*[...] Thornton was aware that prices can be sticky. If prices do not fall as rapidly as the money supply contracts, a contraction of the circulating medium will lead to money-famine, dislocation of output, and even reduced exports. (REISMAN, 1971, p. 83).*

Os desdobramentos dessa escassez monetária poderiam levar a uma grave recessão:

*Thus, even though prices of stocks may be flexible, prices of some goods may not be; and since according to Thornton wages are generally rigid, deflation will lead to forced dissavings and a long period of stagnation and unemployment before 'new economy' and 'new exertions of individual industry' can set things right again. (REISMAN, 1971, p. 83-84).*

Vale enfatizar a maneira como Thornton integra as abordagens monetária e real. Seu quadro analítico era marcado por uma análise dos efeitos de curto prazo da moeda sobre o sistema produtivo. Equilíbrio e decisões de longo prazo poderiam ocorrer, mas a observação cuidadosa dos acontecimentos de sua época não permitia dar a eles uma atenção exclusiva<sup>37</sup>. É nesse sentido que Thornton pode ser considerado o pioneiro na agenda de questões que constituiria o programa de pesquisas proposto por Wicksell. É de Thornton a primeira sistematização de uma teoria do crédito como uma função da taxa de juros; isto é, a decisão de tomar crédito resultaria da comparação entre juros e lucros. (REISMAN, 1971, p. 85; THORNTON, [1802] 1939, p. 254).<sup>38</sup>

<sup>37</sup> Beaugrand (1982) apresenta uma razão empírica para a consideração dos efeitos moeda por Thornton: “To present his monetary analysis as a negation of the neutral neoclassical theory is quite misleading. Non-neutrality of money cannot be conceived but with reference to a situation in which it would be neutral. But Thornton never bothered wondering what a monetary economy would be without money”. (BEAUGRAND, 1982, p. 107).

<sup>38</sup> Uma curiosidade do pensamento de Thornton: ele destaca a idéia de que as decisões dos agentes são tomadas com base nos preços correntes, os quais constituem importante elemento na formação de suas expectativas em relação ao futuro. Esse ponto será retomado por Wicksell e Hayek posteriormente. Essa percepção acerca da relação entre preços monetários e expectativas permitiu a Thornton antecipar em mais de um século as noções de armadilha da liquidez, demanda efetiva e política fiscal, conceitos desenvolvidos posteriormente na obra de Keynes. Como aponta Reisman (1971): “In a period of depression, with unemployment at a high level, the Bank

Pôde-se perceber que Thornton foi um homem prático com aguçada intuição teórica. Seus trabalhos promoveram grandes avanços mais pelos problemas que indicou do que pelas soluções que pôde propor. Não obstante as sensíveis descobertas teóricas de Thornton, seu pensamento não faz menção a um conceito que, para o presente trabalho, faz muita, senão toda, diferença. Thornton não conseguiu captar a atuação do multiplicador bancário. É verdade que ele percebeu que o crédito permitia um aumento da “rapidez de circulação” da moeda e um aquecimento do comércio. (THORNTON, 1939, p. 232). Todavia, esse elemento não foi incorporado de forma sistemática em sua análise. A análise de Thornton que se segue diz respeito à antecipação da relação entre a taxa de juros natural e a taxa de juros nominal, que mais tarde se tornaria a pedra filosofal da teoria formulada por Wicksell.

### 2.1.2 – Thornton e o mecanismo indireto da taxa de juros

As teorias monetárias existentes na época em que Hayek escreve definiam a quantidade de moeda como o montante de papel-moeda, ou a moeda mantida em estreita relação com a quantidade de ouro existente na economia. Thornton se afastará dessa doutrina, reconhecendo que o sistema monetário britânico em finais do século XVIII era constituído de inúmeras formas de moeda, desde as notas do Banco da Inglaterra até os diferentes tipos de notas de crédito. Segundo o autor, as vantagens obtidas, em termos da captação de juros, pela manutenção de notas de crédito em relação à moeda bancária de curso forçado – que não rendem juros – teriam fomentado a multiplicação do crédito na economia.

*The interest which trades have in being always possessed of a number of notes and bills, has naturally led to a great multiplication of them; and not only to the multiplication of notes given for goods sold, or of regular bills of exchange, but to the creation of numerous other notes and bills.* (THORNTON, 1939, p. 84).

Thornton captou adequadamente a influência que o crédito exerce sobre a velocidade de circulação da moeda. Não obstante, apesar de perceber que os bancos detêm a oportunidade de criar moeda, ele não consegue aprofundar a relação existente entre a unidade bancária e o sistema bancário como um todo, isto é, o chamado multiplicador bancário. Sua análise fica, assim, prejudicada sem esse conceito.

---

*may want to stimulate consumption. To do this it must increase its loans, since in the post-1797 world as Thornton saw it this was the only way to issue notes. **But if the rate of profit is low and expectations are pessimistic, perhaps businessmen will not want loans at any rate of interest, however low.** People hoard gold guineas and Bank notes; and the Bank is powerless to put new notes into circulation because no one wants to borrow. **The scarcity of liquidity, however, only makes expectations more pessimistic.** Thornton is aware of this possibility”. (REISMAN, 1971, p. 85 – grifos e negritos nossos).*

O sistema monetário em funcionamento em 1802 já fazia amplo uso do instrumento creditício, fosse para facilitar as transações comerciais, fosse para preservar o valor do patrimônio dos indivíduos. Ademais, o autor reconhece que a fundação de um banco público incentiva a proliferação de bancos privados - e, por conseguinte, do crédito. Os bancos privados teriam, então, a garantia de um prestador de grande porte em caso de necessidade. (THORNTON, 1939, p. 90). As oportunidades de ganho, ancoradas na presença de um banco público, levam à formação de empresas dedicadas à concessão de crédito. A organização do sistema bancário sobre o crédito implicaria, portanto, uma redução significativa da demanda por moeda para transações. A partir dessa percepção, Thornton é capaz de definir o ponto de partida para toda a nova teoria monetária do final século XIX em diante:

*The quantity of circulating paper, that is, of paper capable of circulation, may be great, and yet the quantity of actual circulation may be small, or vice versa. The same note may either effect ten payments in one day, or one payment in ten days; and one note, therefore, will effect the same payments in the one case, which it would require a hundred notes to effect in the other.* (THORNTON, 1939, p. 96).<sup>39</sup>

Adicionalmente, Thornton considera um cenário que, na sua visão, ganhava importância em sua época, a saber: o sistema de pagamentos por transferências bancárias (*checkbook transfer*). Ao refletir sobre os efeitos de um aumento na utilização desse modo de pagamento, ele antecipa em quase um século a análise que Wicksell apresentaria em 1898, no sexto capítulo de seu *Interest and Prices*.

Nesse sistema, os pagamentos seriam efetuados a partir dos balancetes contábeis dos banqueiros de uma região comercial. (THORNTON, 1939, p. 101). Por exemplo, um agente A contrata um serviço do agente B. O primeiro emite um cheque no valor da compra. O agente B leva esse documento ao banqueiro responsável pelas suas economias. Esse por sua vez credita na conta corrente de B o montante depositado. Ao fim do dia, os banqueiros se encontram em um local determinado, onde transferem os recursos entre si, de acordo com os saldos contabilizados. O montante em moeda que circula é aquele suficiente para liquidar as transferências. Em outros termos, toda a economia poderia funcionar sem a utilização de metais preciosos ou de papel-moeda em grande quantidade. Por outro lado, Thornton é cético quanto à extinção do instrumento de crédito, mesmo na hipótese de se abolir a utilização de metais preciosos como lastro para a emissão de notas bancárias.

---

<sup>39</sup> Em outro trecho, Thornton (1939, p. 94) é mais categórico a respeito da multiplicação do poder de compra possibilitado pelo crédito: “*Bills, since they circulate among the trading world, come little under the observation*

*Credit would still exist; credit in books, credit depending on the testimony of witnesses, or on the mere verbal promise of parties. It might not be paper credit; but still it might be such credit as would spare, more or less, the use of guineas. It might be credit of a worse kin, less accurately dealt out in proportion to the desert of different persons, and therefore, in some instances, at least, still more extended; [...] and it would, perhaps, also be credit quite as liable to interruption on the occasion of any sudden alarm or material change in the commercial prospects and circumstances of the country. (THORNTON, 1939, p. 101-102).*

Nesse sentido, a moeda não pode ser contemplada somente pelas suas virtudes transacionais. Ela permite uma subdivisão mais complexa, em que uma combinação de ativos monetários compreende o estoque de meios circulantes. Dessa forma, não há nada no quadro analítico de Thornton que autorize a defesa de uma oferta de moeda exógena. Ao contrário, a quantidade de moeda existente advém da organização do sistema bancário. Essa por sua vez, é resultado de ações deliberadas da parte dos indivíduos. Os resultados que decorrerão dessa escolha, contudo, escapam à compreensão e ao controle dos agentes econômicos (um exemplo é o próprio mecanismo

compreensão do funcionamento da economia, chegando a esboçar o mecanismo gerador do crédito: uma taxa de juros menor do que a taxa mercantil de lucro implica uma expansão do crédito (HAYEK, 1991, p. 339).

É válido recapitular o raciocínio e entender sua relevância para o desenvolvimento da teoria monetária. O isolamento existente entre as teorias do valor e da moeda gerava uma dicotomia no âmbito da ciência econômica. De um lado, a análise real clássica de David



avançadas de seu tempo, buscando compreender as limitações das mesmas para, em seguida, inserir gradualmente elementos da realidade que escapavam a esses quadros analíticos.

A teoria quantitativa era, para o autor, a sistematização do problema monetário mais desenvolvida que existia. Essa teoria tinha um escopo analítico bem definido, com objetivos e conclusões logicamente consistentes, mas apresentava uma série de limitações. A primeira delas era o isolamento dos fatores monetários em relação ao lado real da economia. A segunda dizia respeito à ausência de uma explicação sobre os mecanismos de transmissão da moeda para os preços, o que tornava inconsistente a determinação do nível de preços. Pode-se acrescentar ainda a hipótese do modelo de que o conceito de moeda se define pela utilização de papel-moeda, ou moeda cunhada, para a efetuação de transações. Por fim, a premissa de que a velocidade de circulação da moeda era constante, uma vez que essa era influenciada por aspectos alheios à dimensão monetária da economia, tais como hábitos de pagamento e consumo. A crítica de Wicksell terá como foco esses dois últimos elementos da teoria quantitativa da moeda.

No caso da análise econômica real, de tradição walrasiana, Wicksell entendia que ela representava fielmente a tomada de decisões em uma economia atomizada. Duas premissas do modelo, em especial, descreviam traços fundamentais de uma economia capitalista: (1) a autonomia decisória dos indivíduos e (2) a interdependência que se estabelece entre os agentes que constituem o sistema. Adicionalmente, era mérito da análise walrasiana o aperfeiçoamento da aplicação do cálculo diferencial a problemas econômicos, transcendendo a esfera da troca de mercadorias, a qual definia o objeto central da teoria do valor em suas origens clássicas. Não obstante, o modelo de equilíbrio geral walrasiano não conseguia abster-se de uma premissa muito importante: a inexistência de moeda. Segundo essa teoria, a moeda seria uma mercadoria como outra qualquer. Sua função seria a de facilitar as trocas, em virtude de suas características físicas e de sua função como padrão de valor.

Em outros termos, para ambas as teorias a moeda era neutra em relação ao lado real da economia. Mas havia uma tensão entre o mundo real e os postulados da teoria econômica. As economias apresentavam flutuações econômicas, com oscilações sensíveis nos índices de preço. Soromenho (1994, p. 57) aponta que, no final do século XIX, associava-se o aumento nos preços à elevação da taxa de lucro e a aquecimento da atividade econômica; ao passo em que a deflação se relacionava à compressão da lucratividade à desaceleração da economia.

Dessa forma, o problema da instabilidade remetia à questão do padrão de valor. Essa problemática havia sido objeto de extensos debates. Imaginava-se que a estabilidade da

moeda estava condicionada ao seu valor intrínseco. Buscava-se, então, identificar os fatores que determinavam o valor do dinheiro. A abordagem de custo de produção do dinheiro era representada por uma gama de autores ilustres, como Adam Smith, David Ricardo, John Stuart Mill, Karl Marx etc., e propunha que a produtividade das minas e as características dos metais influenciavam sobremaneira o valor da moeda.

Segundo Wicksell, essas tentativas incorriam em uma séria de tautologias e pouco contribuíam para o entendimento da determinação do nível de preços. Para o autor, o valor da moeda tinha caráter puramente convencional. Isto significa que o padrão de valor de uma economia “era produto da ação deliberada do ser humano, embora este, por vezes, não tivesse consciência dos efeitos das instituições por ele mesmo criadas”. (SOROMENHO, 1994, p. 63). Assim, ficava implícita na teoria de Wicksell a noção das conseqüências não-intencionais das iniciativas individuais. Ou seja, parte significativa da explicação acerca dos movimentos de preços estaria na definição das regras de atuação dos agentes na economia. A definição deliberada dessas normas geraria resultados impossíveis de serem antecipados e, por vezes, indesejados, como a variação do padrão de valor.

Por isso, era importante compreender como a organização institucional do sistema monetário influenciava o comportamento dos preços. Essa opção de abordagem implicava questionar as bases das teorias existentes. De um lado, colocava-se em xeque a inexistência da moeda na representação walrasiana da economia de mercado; de outro, reivindicava-se maior atenção às variações da velocidade de circulação da moeda, em oposição à sua invariabilidade, tal como aparecia na teoria quantitativa.

Em última análise, uma investigação nesses moldes colocava a existência do crédito como a questão central. A inclusão do crédito no sistema é justificada pelo seguinte raciocínio. A utilização do crédito é uma escolha deliberada dos indivíduos. A crescente demanda por esse instrumento leva ao desenvolvimento de um mercado de fundos emprestáveis. O funcionamento desse mercado exerce efeitos desconhecidos sobre o sistema econômico, sendo em parte manifestado pela instabilidade no padrão de valor. É tarefa da ciência econômica explicar os efeitos de uma determinada organização do sistema monetário sobre a atividade material da sociedade. Em outros termos, deve-se verificar a validade do conceito de neutralidade da moeda.

### 2.2.1 – A moeda endógena e a organização do sistema monetário<sup>42</sup>

Uma avaliação detalhada da obra do autor excede sobremaneira os limites deste trabalho. Por isso, essa seção se restringirá a esclarecer como Wicksell percebe o problema da moeda e como isso se relaciona à existência do crédito. É importante descrever de início algumas questões relativas ao método de investigação do autor sueco.

Wicksell escreve num momento em que a ciência debatia qual era o melhor método de aproximação à realidade, a teoria ou a história. A *batalha dos métodos* havia polarizado a comunidade científica da Europa continental da segunda metade do século XIX. Wicksell se aliava aos teóricos e entendia que a teoria abstrata tinha um papel fundamental para a compreensão da realidade. O teórico deveria ter liberdade para formular premissas simplificadas, de forma a tornar o objeto de estudo manejável. A partir dessas premissas, seria possível derivar “leis econômicas ou a conexão existente entre os fenômenos econômicos”, em caráter “forçosamente” abstrato e esquemático. (WICKSELL, 1988, p. 17-19). Mesmo que os resultados oriundos de sua análise estivessem submetidos às hipóteses previamente estabelecidas, o teórico desenvolveria um processo de gradual aproximação em relação à realidade.

A seleção das premissas deveria, no entanto, guardar algum grau de conformidade com o mundo real, visto que “sem isso qualquer raciocínio seria inútil”. (WICKSELL, 1988, p. 19). As simplificações constituem um artifício teórico que permite reduzir o grau de complexidade de um determinado problema, isolando categorias fundamentais daqueles fatores que são resultado do funcionamento dessas categorias básicas. Conforme o quadro analítico vai ganhando forma, por meio de aproximações sucessivas, o cientista deve analisar como cada uma das condições omitidas influencia o sistema.

Nem sempre podemos decidir antecipadamente se as condições das quais derivamos nossas abstrações são essenciais ou não. Pode muito bem ocorrer que descartemos deliberadamente aquelas condições que têm grande importância. Isso quando o problema abordado é de uma índole tão complexa que não poderia ser estudado de outra forma. Assim, por exemplo, na teoria do valor não levamos inicialmente em consideração as funções da moeda, ainda que na realidade essa questão seja essencial e não meramente secundária. (WICKSELL, 1988, p. 19).

Da mesma maneira que a abstração do problema da moeda permitiu a construção do modelo de equilíbrio estático, ela deve agora ser re-inserida na análise, de forma a se

---

<sup>42</sup> Essa seção será orientada em grande medida pela apresentação contida no trabalho de Soromenho (1994, Capítulo 2).

compreender os efeitos que resultam da consideração de sua existência. Não se trata, como aponta Soromenho (1994, p. 64), de justapor uma equação de troca da teoria quantitativa da moeda ao modelo da teoria real.

Ao contrário, a proposta wickselliana visa examinar se e como a introdução da moeda modifica a explicação do funcionamento de uma economia capitalista que havia sido estabelecida pela teoria real. Em termos sintéticos, trata-se de investigar se a moeda afeta o equilíbrio real. (SOROMENHO, 1994, p. 64-65).

A análise real captava de maneira adequada a forma pela qual a sociedade capitalista organizava a atividade econômica, identificando claramente as causas naturais que determinavam os preços relativos dos bens comercializados. Por outro lado, essa teoria desconsiderava um elemento fundamental alheio à esfera natural da vida econômica, a saber, a moeda. Para essa tradição, os aspectos monetários da economia não estavam relacionados às condições de escassez dos bens na esfera real da economia. Seu único propósito na economia era facilitar a troca entre esses mesmos bens escassos. Wicksell entendia que essa análise era muito limitada e ignorava características marcantes do funcionamento de uma economia em que a moeda constituía um elemento-chave. Cumpria demonstrar, portanto, se, e como, esse fator inseparável da vida econômica perturbava o funcionamento desse sistema fictício da teoria real, o qual omitia a sua existência.

Wicksell considera inicialmente uma economia de trocas puras, onde todas as transações ocorrem no período presente, valendo a lei da Say – isto é, ao final o período todos os bens foram trocados entre si. Nesse caso, a monetização do mercado de bens não influencia as preferências dos indivíduos, deixando inalterados os preços relativos: se o preço de um determinado bem estiver fora do seu nível de equilíbrio, o excesso de demanda por esse bem seria compensado pelo excesso de oferta em outro mercado do sistema. Nessa situação, a moeda servia meramente como um facilitador das trocas. Wicksell cogita que a relevância da moeda deve ser procurada em outra parte do sistema que não o mercado de bens.

A teoria real assume a existência de um período em que todas as trocas ocorrem e os indivíduos são incapazes de postergar o consumo para o próximo período. Wicksell sugere, então, o afrouxamento dessa hipótese, considerando o aspecto temporal da realidade econômica. Ao fazê-lo, torna-se capaz de introduzir duas características observáveis no mundo real: a ausência de simultaneidade entre os recebimentos e os gastos dos indivíduos, e o descasamento entre os períodos de produção dos diferentes bens. Em outros termos, um indivíduo poderia receber seus vencimentos em uma data e gastar esse montante na compra de

bens que estariam disponíveis em um momento posterior. (SOROMENHO, 1994, p. 72). Essa percepção qualifica o autor sueco a derivar a função de reserva temporária de valor, desempenhada pela moeda.

A teoria quantitativa captava esse elemento temporal por meio de dois conceitos: os saldos monetários médios dos indivíduos e a velocidade de circulação da moeda. O primeiro representava a possibilidade explicitada acima, segundo a qual um indivíduo estoca temporariamente uma quantidade de dinheiro, de forma a melhor servir seu cronograma de gastos. Em decorrência dessa hipótese, a moeda permaneceria inutilizada entre uma transação e outra. Com base nessa constatação, a velocidade da moeda poderia ser definida de duas formas: (1) o número de vezes que cada unidade de moeda disponível muda de mãos, visando efetuar transações de compra e venda; ou (2) a recíproca da velocidade de circulação, isto é, o período médio de ociosidade da moeda (*average interval of rest of money*). (WICKSELL, 1965, p. 52; SOROMENHO, 1994, p. 73).

Se, por um lado, havia mérito no reconhecimento da existência desses elementos por parte da abordagem quantitativista, por outro, esvaziava-se a importância dos mesmos por meio da adoção da hipótese de velocidade constante da moeda; essa, por sua vez, decorria da premissa de que a velocidade era determinada por fatores relativos ao lado real da economia (a quantidade de transações), isto é, independentes em relação ao lado monetário da economia. Wicksell se opunha a essa visão e concluiu que toda a problemática levantada pela teoria quantitativa se resumia ao conceito de velocidade de circulação da moeda.

Entendia-se na época que a velocidade da moeda era definida pelos hábitos de consumo, pelo nível de atividade do comércio e pela quantidade de moeda disponível. Wicksell, entretanto, rompe a relação direta entre moeda e preços, defendida pela teoria quantitativa, e analisa os impactos de um aumento nos preços sobre a velocidade de circulação da moeda. Segundo ele, um nível de preços mais elevado aumenta a quantidade de moeda exigida para efetuar a mesma quantidade de transação, reduzindo o intervalo de ociosidade da moeda e, por conseguinte, elevando a sua velocidade de circulação. Numa economia onde inexistente o instrumento de crédito, os indivíduos ajustam seus saldos ao novo nível de preços, deixando de consumir algo que havia planejado, ou aumentando a receita de suas vendas, por meio de redução dos preços de sua mercadoria. Mesmo assim, esse cenário não constituía a regra, de forma que se poderia atribuir um grau razoável de estabilidade à velocidade da moeda numa economia de trocas monetizadas.

*It would thus appear, on the assumptions that have been made, that [...] the average velocity of circulation of money is of almost constant magnitude. It would react immediately against accidental expansion or contraction [of the quantity of money available]. (WICKSELL, 1965, p. 59).*

O economista sueco identifica, portanto, que a velocidade da moeda está associada à demanda por encaixes individuais. Numa economia sem crédito disponível, o indivíduo ajusta seu saldo monetário de forma a compatibilizar seus rendimentos aos seus gastos. Essa situação seria, no entanto, meramente hipotética. A demanda por moeda estaria associada à capacidade do sistema monetário em atendê-la. Wicksell introduz, assim, o elemento institucional em seu quadro analítico, enfatizando a importância da organização do sistema monetário na determinação do padrão de valor de uma economia. Sobre a hipótese de uma economia de trocas monetizadas, ele ressalta que:

*This is a purely hypothetical case, for at no stage of economic progress can the phenomenon of credit have been entirely absent. If we proceed now to take it into account the whole situation would appear to be altered; the ground would at once seem to be cut away from under the Quantity Theory. (WICKSELL, 1965, p. 59).*

A teoria quantitativa teria falhado, aos olhos de Wicksell, ao não considerar a relevância do arcabouço institucional subjacente à utilização da moeda. Competia à teoria monetária contemplar esse aspecto da economia e derivar seus desdobramentos sobre o sistema econômico. Wicksell propõe uma discussão acerca do crédito em duas etapas: primeiramente, imagina-se uma economia de crédito individual; em seguida, o raciocínio se estende para um sistema de crédito organizado. A conclusão é a de que a velocidade de circulação da moeda tende ao infinito, de acordo com o grau de concentração e de capilaridade social da atividade bancária.

Num sistema de crédito individual, os indivíduos estabelecem contratos que permitem a comercialização dos bens com pagamento a ser efetuado em data posterior. A dívida pode ser quitada com o produto da atividade do devedor, caso se imagine uma economia sem moeda. Wicksell propõe o seguinte cenário. Suponha-se uma economia em que todas as trocas são efetuadas numa feira anual, em determinada data e local. Os indivíduos contratam serviços e compram bens por meio de contratos de crédito, a serem quitados na feira do ano seguinte. É improvável que os mesmos pares que efetivaram os acordos no período anterior venham a constituir exatamente o mesmo conjunto de pares novamente. Isso impõe *a priori* uma restrição transacional ao sistema, isto é, como os pares estão descasados, a escassez de

meios de pagamento pode impedir a firmação de novos contratos. Wicksell aponta que existe um mecanismo que previne o sistema contra esse problema:

*[...] as soon as a sum of money, no matter how small, were brought into circulation in the market, it would zigzag rapidly backwards and forwards between buyers and sellers; the money received at any moment in exchange for goods would immediately be employed for the repayment of debt, and the money thus received in the repayment of debt would find a use in the purchase of goods. (WICKSELL, 1965, p. 60).*

Nesse contexto, é lícito afirmar que uma única unidade monetária efetue sucessivamente todas as transações programadas no período anterior. Esse aspecto do sistema de crédito ressalta a característica da interdependência dos agentes no âmbito de uma economia atomizada, como representa a teoria real. Assim, ao se inserir a moeda nessa estrutura analítica é possível derivar a queda ilimitada da necessidade por encaixes reais:

*Any sum of money no matter how small, would be sufficient.[...] No matter how great the economic complications, money must always be somewhere; and provided that it is not at the actual moment being employed in effecting a payment, it can be lent by its present owner to some other person, who can complete a payment with its aid. So there is no “theoretical” limit to the velocity of circulation of money other than that provided by its physical mobility or speed of transport. (WICKSELL, 1965, p. 60).*

A ausência de limites teóricos não esgota a questão. A realidade é mais complexa e difere sobremaneira das condições estabelecidas pelo modelo. Por isso, Wicksell qualifica suas conclusões reconhecendo a restrição sofrida pelos menos abastados no que se refere ao acesso ao crédito e os problemas de confiança que emergem em virtude do desrespeito aos contratos por parte dos devedores. Esses fatores impedem a proliferação do sistema de crédito individual, tornando-o excessivamente custoso à economia; pode-se afirmar que essa modalidade existe em algum grau, porém pouco significativa. Não obstante, a prática desse tipo de contrato reduz, mas não extingue, a necessidade de se reter moeda, em virtude da possibilidade de haver pagamentos imprevistos.

O terceiro modelo desenvolvido por Wicksell é um sistema de crédito organizado, caracterizado pela bancarização da economia. Como todos os indivíduos detêm conta bancária, os pagamentos são efetuados por meio das transferências de valores entre contas (cheques, notas promissórias, desconto de faturas etc.); ademais, a concessão de crédito é centralizada nas instituições financeiras, de modo que para emprestar uma soma qualquer a um cliente, tudo o que o banco faz é creditar um depósito no valor do empréstimo na conta do primeiro.

Pela lei dos grandes números, os bancos adquirem elevado grau de segurança na administração dessa soma, contornando o problema representado pelo descasamento entre as datas dos saques dos clientes e as datas de pagamento dos juros e do principal dos empréstimos. Adicionalmente, como o sistema econômico é marcado pela interdependência dos agentes, é provável que o saque de um cliente seja uma receita de outro cliente do mesmo banco.

*[...] experience shows that the aggregate holding is subject to relatively much smaller variations than the individual holdings. This is partly due to the regularity of chance, the “Law of Large Numbers”, but still more to the real interdependence of firms, a payment by one firm resulting, directly and indirectly, in a corresponding receipt by another.* (WICKSELL, 1965, p. 66).

Assim, um agente econômico que detém uma soma de dinheiro ociosa, ao invés de procurar por alguém disposto a contratar um empréstimo, pode se dirigir ao banco e depositar aquela soma. O banco é especializado exatamente nessa atividade, e concede um empréstimo imediatamente a outro indivíduo demandante de crédito. Os efeitos da atividade bancária nesses moldes receberam o nome de multiplicador bancário, ou efeito multiplicador do crédito bancário.

*The money now serves as an instrument of exchange or payment, and when it has accumulated in the hands of individuals in sufficiently great sums it is deposited for the same reasons as before in the same or another bank, which lends it out once again. And so on. So that during the time when it would otherwise have lain idle with its original owner it changes hands, and effects purchases, perhaps ten or twenty times.* (WICKSELL, 1965, p. 65).

Pode-se afirmar, portanto, que o crédito rompe com a rigidez dos saldos monetários individuais. Isso significa que o indivíduo não tem suas escolhas plenamente condicionadas à sua restrição orçamentária. Ele agora ajusta o seu saldo monetário ao seu plano de gastos. Como o sistema monetário, concebido nesses termos, pode atender a qualquer volume de crédito, pela lei dos grandes números, Wicksell postula que a moeda tem caráter endógeno. Em outros termos, a organização do sistema bancário permite que os bancos ampliem o saldo de encaixes reais dos indivíduos; ou, mais claramente, seu poder de compra instantâneo. Adicionalmente, a velocidade da moeda sofre forte elevação, visto que é possível aos bancos manter somente um pequeno estoque de moeda em suas reservas.

*The borrower is intending to make some payment which otherwise he would have dispensed with or would have postponed. Either he desires to buy some commodity which otherwise he would not have bought at all, or would only have bought later.* (WICKSELL, 1965, p. 88).

É importante enfatizar o caráter imaginário desse modelo. Entretanto, Wicksell defende dever-se avaliá-lo como uma antítese do caso igualmente imaginário de uma economia de trocas monetizadas, representado pela teoria quantitativa da moeda, o qual mostra que, em última instância, a seqüência de transações numa economia deve ser efetuada obrigatoriamente por meio da moeda. (SOROMENHO, 1994, p. 83). A discussão que Wicksell propõe a respeito da velocidade da moeda tem como ponto de partida uma percepção, de caráter institucional, acerca da moeda. Em outras palavras, Wicksell afirma que moeda é essencialmente um contrato de crédito, organizado tacitamente entre todos os integrantes de uma sociedade. Isso decorre do fato de a moeda ser resultado de um acordo social a respeito do mecanismo gerador de valor, o qual se assenta na crença, detida por um receptor desse instrumento de troca, de que ele poderá trocá-lo por uma determinada quantidade de mercadoria.<sup>43</sup> Por isso, Wicksell chamava a atenção para o caráter acelerador da circulação da moeda desempenhado pelo crédito; ao contrário de uma suposta função de substituto imperfeito à moeda.<sup>44</sup>

A economia no mundo real seria, por seu turno, resultado de uma combinação dos casos extremos apresentados acima. Wicksell coloca em evidência a hipótese de capacidade ilimitada dos bancos em conceder crédito, e a define como mero recurso teórico. Na verdade, se isso ocorresse, não haveria limite para a elevação dos preços. No entanto, percebe-se que há algum mecanismo que impede que essa elevação dos preços seja explosiva. É sobre esse problema que Wicksell se debruça em seguida. Ao fazê-lo, desenvolve sua teoria da taxa de juros de natural, a qual será utilizada por Hayek em seu primeiro trabalho e que será objeto de análise da próxima seção.

### 2.2.2– *A taxa de juros natural e os investimentos*

A preocupação basal do trabalho de Wicksell consistia em propor uma explicação da determinação do nível de preços, integrando a teoria real e a teoria monetária. Como foi

---

<sup>43</sup> “All money is credit money [...]. For the force which is directly responsible for the generation of value always lies in the belief of the receiver of an instrument of exchange that he will be able to obtain for it a certain quantity of commodity”. (WICKSELL, 1965, p. 49).

<sup>44</sup> “This need be no matter for wonder when it is remembered that in its essence money plays a purely formal part as an instrument of Exchange[...]”. (WICKSELL, 1965, p. 65). Em trabalho posterior Wicksell acrescenta que o crédito pode substituir a moeda em sua função menos significativa, a saber, a de depósito temporário de valor, por não se tratar de uma característica essencial do dinheiro: “Poderíamos dizer que, do ponto de vista da Economia Política, o dinheiro jamais cumpre essa função, só a cumpre para o indivíduo particular. A sociedade deseja conservar unicamente *coisas úteis*, certas utilidades para o futuro”. (WICKSELL, 1988, p. 166). Todavia, o crédito tem sua função mais significativa na aceleração da velocidade de circulação da moeda (WICKSELL, 1988, p. 177).

apontado anteriormente, tinha-se na época o nível geral de preços como indicador por excelência de inúmeros aspectos da realidade econômica. O autor sueco não abandona essa tradição, de forma que toda a sua análise se fundamenta no pressuposto de que a estabilidade do nível geral de preços indica que o sistema está em equilíbrio. Se o índice apresentar elevação, isso será devido ao aumento da demanda total da economia em relação à oferta agregada da mesma. No caso contrário, haverá um excesso de oferta sobre a demanda agregada da economia. Isso só é possível se houver alguma ruptura no sistema de rígidas interdependências da economia. A seção anterior buscou demonstrar como o crédito contribui para gerar essa distorção. Falta, entretanto, apresentar o mecanismo pelo qual esse aumento na quantidade de moeda afetava a composição do produto. Para tanto, era necessário estabelecer um vínculo entre as esferas monetária e produtiva da economia. O elo escolhido por Wicksell foi a taxa de juros.

O modelo desenvolvido pelo economista sueco representa uma economia em que o crédito se restringe a usos produtivos, ao passo em que o crédito para consumo é tido como pouco significativo. Isso se deve ao objetivo do autor que consiste em explicar o comportamento do nível geral de preços. Como foi visto na seção anterior, Wicksell demonstrou que os efeitos perturbadores da moeda se encontravam em outro ponto do sistema que não o mercado de bens. Por isso, ele desloca a

importância da taxa de juros, ou o preço do crédito, na expansão ou contração das atividades em que as considerações de caráter tecnológico predominam. De certa forma, é possível que haja negócios cujos projetos de investimento estejam em preparação, ou mesmo setores em que o estado de desenvolvimento tecnológico impede qualquer ampliação de suas instalações; há outros, ainda, em que se discute a viabilidade de permanecer, ou não, no mercado; e outros tantos em que os planos de expansão estão prontos, aguardando somente uma oportunidade favorável para sua execução. *“In all such cases an easing or tightening of credit may be the last drop which causes the vessel to overflow, so that the plans which have been worked out are brought into execution”*. (WICKSELL, 1965, p. 89).

É pertinente esclarecer o que torna a taxa de juros um vínculo entre o setor produtivo e o setor monetário do sistema econômico. A resposta é simples: “a concessão de um crédito ou a transferência de capital se realizam muitas vezes monetariamente, sendo também esta a forma em que se efetua a acumulação de capital ou a poupança”. (WICKSELL, 1988, p. 176). A integração entre as esferas monetária e produtiva se torna possível na medida em que o crédito permite que a demanda por bens aumente. É claro que essa demanda adicional é direcionada aos setores direta e indiretamente ligados ao mercado em que se origina a expansão, possibilitada pela contratação do crédito.<sup>45</sup> Essa tendência não garante, contudo, que a produção de fato sofra expansão. Para isso, é necessário que os mercados de fatores de produção estejam funcionando aquém de sua capacidade total. Caso contrário, o incremento nas vendas para um setor implicará a contração nas transações com outros mercados, prevalecendo o aumento de preços. Por isso, Wicksell adota inicialmente uma premissa que, apesar de irreal, permite colocar em evidência como a taxa de juros influencia a decisão do investidor, a saber: uma queda na taxa de juros (ou um aumento na oferta de crédito) deve ocorrer sem que haja qualquer outra mudança na situação do mercado em questão, de forma a aumentar a lucratividade do negócio. (WICKSELL, 1965, p. 87).

Após definir essas premissas, Wicksell define o conceito de uma taxa de juros natural. Essa taxa de juros representa o ponto em que todo o sistema está em equilíbrio. Nesse ponto, a produtividade marginal do capital (a taxa de juros do capital) equipara-se à taxa de juros de empréstimo do mercado financeiro. É importante destacar que essa análise é feita em termos agregados, isto é, imagina-se que há uma única taxa de juros do capital que equilibraria todos os setores da economia entre si. Essa idéia remete à noção ricardiana de tendência à

---

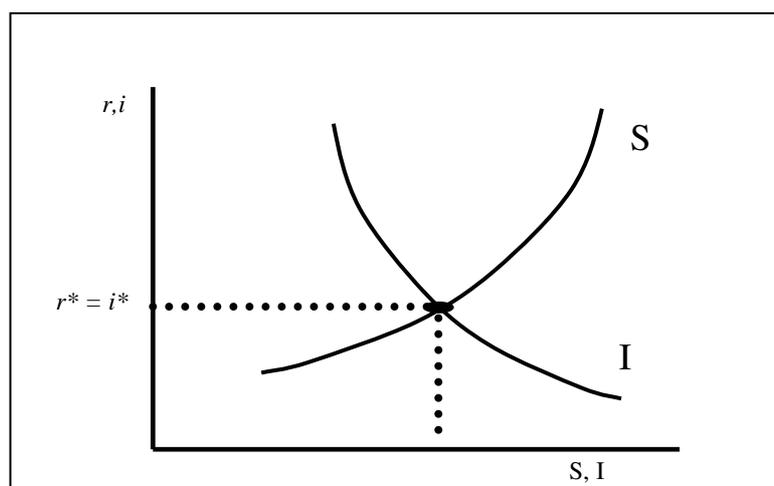
45

equalização da taxa de remuneração dos fatores de produção por meio da livre concorrência e da mobilidade de capitais dentro da economia. Dessa forma, o capital perseguiria os setores em que o retorno de sua utilização fosse maior. Atingir-se-ia um ponto em que não haveria qualquer impulso para o abandono dessa situação. Essa é a taxa natural de juros ( $r$ ).

*There is a certain rate of interest on loans which is **neutral** in respect to commodity prices, and tends neither to raise nor to lower them. This is necessarily the same as the rate of interest which would be determined by supply and demand if no use were made of money and all lending were effected in the form of real capital goods. It comes to much the same thing to describe it as the current value of the natural rate of interest on capital. (WICKSELL, 1965, p. 102 – grifos do autor e negrito nosso).*

Adicionalmente a esse conceito, existe a taxa de juros nominal ( $i$ ), a qual regula o mercado de fundos emprestáveis, isto é, a oferta e a demanda por crédito. Wicksell então apresenta o enunciado da neutralidade da moeda. A moeda seria neutra, ou seja, não exerceria qualquer pressão sobre os preços relativos da economia e, por conseguinte, sobre os preços nominais, quando a taxa de juros natural e a taxa de juros nominal fossem iguais ( $r = i$ ).

Nesse ponto, tanto o lado monetário da economia quanto o lado produtivo estariam isentos de pressões oriundas do mercado de títulos. A Figura 2.1 ilustra esse ponto de equilíbrio estacionário da economia ( $r = i$ ). Assim, haveria uma situação típica de um modelo de concorrência perfeita, na qual o lucro extraordinário é nulo. Isso se deve à equiparação entre o custo do empreendimento, representado pela taxa de juros do capital de empréstimo, e o rendimento esperado pela ampliação de capacidade da estrutura produtiva.



**Figura 2.1** – Equilíbrio no mercado de fundos de empréstimo ( $r = i$ ). Fonte: (GARRISON, [2001] 2006).

É lícito concluir, portanto, que, nesse caso, a neutralidade da moeda está intimamente associada ao equilíbrio do sistema. Wicksell deixa implícito que, no ponto em que as taxas de

juros real e nominal se encontram, valem as condições da teoria do equilíbrio, tais como concorrência perfeita e conhecimento perfeito. Entretanto, esse estado estacionário pouco auxilia na compreensão dos fenômenos monetários do mundo real. Daí decorre a proposta de se visualizar a seqüência de eventos deflagrada em resposta a uma divergência entre essas duas taxas de juros.

Quando a taxa de juros nominal estiver abaixo da taxa e juros natural, o custo do investimento é menor do que seu rendimento, tornando viável a execução dos planos de expansão dos empresários. O crédito será ampliado e concedido aos empreendedores na forma monetária, sendo prontamente revertido na compra de bens de capital ou insumos produtivos, como mão-de-obra e matéria-prima. Conforme aumenta a oferta de crédito, certos setores da economia se vêem incapazes de atender à demanda adicional e, na suposição de pleno emprego dos fatores produtivos, elevam os preços de suas mercadorias. Enquanto a taxa de juros nominal permanecer abaixo da taxa de juros natural, a demanda por serviços, matérias-primas e bens em geral sofrerá aumento, e os preços das mercadorias tenderão a crescer.

Na situação oposta, se a taxa de juros nominal permanecer acima da sua equivalente natural, os empresários percebem rendas menores do que as usuais, de forma que os negócios tendem a focar os elementos mais rentáveis da atividade. Como consequência, ocorre queda da demanda por bens e serviços em relação à oferta e os preços sofrem redução. (WICKSELL, 1965, p. 104-106).

Entretanto, uma dúvida permanecia. O que permitiria uma queda (elevação) da taxa de juros nominal abaixo (acima) da taxa de juros natural? Já foi assinalada a possibilidade da expansão (contração) do crédito levar a uma redução da taxa nominal – isto é, um deslocamento, para a direita ou para a esquerda, da curva *S*, na figura 2.1. Por outro lado, pode-se indagar como ocorre um deslocamento da curva de investimentos (*I*) para a esquerda ou para a direita. Ou seja, em que medida seria a taxa de juros natural estática ou mesmo fixa? Seria o mercado de fundos emprestáveis o responsável exclusivo pela divergência entre as duas taxas? Wicksell estava ciente das críticas às quais sua teoria estava vulnerável. Sua resposta é categórica e clara, cabendo reproduzi-la textualmente.

*The natural rate is not fixed or unalterable in magnitude. [...] In general, we may say, it depends on the efficiency of production, on the available amount of fixed and liquid capital, on the supply of labour and land, in short on all the thousand and one things which determine the current economic position of a community; and with them it constantly fluctuates.* (WICKSELL, 1965, p. 106 – negritos nossos).

Assim, se a taxa de juros natural flutua constantemente, é possível haver uma coincidência duradoura entre as taxas nominal e natural? A resposta de Wicksell é negativa.

*An exact coincidence of the two rates of interest is therefore unlikely. For changes in the (average) natural rate may be presumed (on the basis of the Law of Large Numbers) to be continuous, while **the money rate of interest is usually raised or lowered only in discontinuous jumps of one-half or one per cent., at any rate in so far as it is regulated by the large monetary institutions.** But the money rate of interest can lie sometimes above and sometimes below the natural rate, and there is no reason for not expecting a sufficient degree of coincidence to prevent substantial fluctuations in prices. (WICKSELL, 1965, p. 106-107 – grifos nossos).*

Wicksell compreendia a limitação de sua teoria, na medida em que a existência de uma taxa de juros natural única era possível somente como suposição teórica. O mundo real não permitia a determinação dessa taxa de juros, de forma que esse conceito constituía um artifício teórico que permitia explicar a flutuação dos preços. Wicksell tinha como objeto de estudo explicar essas flutuações do nível geral de preços, tendo-o feito por meio de seu *processo cumulativo*.<sup>46</sup> Dessa forma, Wicksell demonstrou que os períodos em que se observa elevação do nível geral de preços estão associados a uma discrepância entre as taxas de juros natural e a nominal, na qual essa permanece abaixo da primeira ( $r > i$ ). Por outro lado, os períodos caracterizados por queda do nível geral de preços relacionavam-se a uma taxa de juros nominal maior do que a taxa de juros natural ( $r < i$ ).

O autor estava preocupado, portanto, com a variação do valor da moeda e como ela gerava instabilidade no sistema, impondo obstáculos para as decisões de investimento. O elemento novo de sua teoria era a percepção de que sob o regime de uma oferta de moeda elástica, não haveria uma tendência clara à coincidência entre as duas taxas de juros. Ao contrário, um sistema como esse permitiria, por meio da operação dos instrumentos de crédito, que as duas taxas de juros permanecessem constantemente discrepantes entre si: ora a taxa nominal seria menor, ocasionando a expansão econômica, ora ela seria elevada acima da taxa de juros natural, resultando em queda dos preços, arrefecimento da atividade econômica e compressão dos lucros.

A teoria do sueco não chega a detalhar os motivos que levariam os bancos a manter suas taxas de juros de empréstimos abaixo da taxa de juros natural. O autor se conformou em

---

<sup>46</sup> A existência de um processo cumulativo do aumento de preços da economia se dá numa economia em pleno emprego de seus recursos produtivos. Como o empresário decide com base nos preços correntes dos fatores de produção, mesmo que esses sejam mais altos do que no período anterior, o empreendedor pode arcar com esse aumento no custo do investimento contratando mais crédito. Assim, o crédito torna possível que a inflação

justificar essa situação (retratada no trecho destacado em negrito na citação acima) destacando

acordos de empréstimo. A demanda por produtos sofre aumento e, na existência de pleno emprego dos fatores produtivos, os preços sobem.

Como se viu, Wicksell preocupou-se em descrever o fenômeno e apontar um mecanismo que denunciava sua ocorrência. Esse mecanismo era o nível de preços. Quando inalterado, deduzia-se o equilíbrio entre as taxas de juros. Quando subia, indicava uma redução da taxa nominal em relação à natural; e quando sofria queda, poder-se-ia atribuí-la a uma elevação da taxa nominal acima do ponto de equilíbrio. Entretanto, o autor sueco não se aprofundou na análise dos determinantes da conduta dos bancos. Em outros termos, porque a taxa de juros nominal tem uma adaptação lenta às variações da taxa de juros natural? Hayek partirá desse ponto da análise de Wicksell, buscando explorar as razões que justificariam a manutenção da taxa de juros nominal abaixo da natural.

O autor austríaco demonstrará que os motivos que levariam a isso residiam na esfera da concorrência bancária, isto é, os bancos decidiriam a taxa de juros de seus empréstimos levando em conta dois aspectos: (1) suas condições de solvência e (2) as decisões de seus concorrentes no mercado bancário. Adicionalmente, Hayek questionará o postulado da neutralidade da moeda, tal qual concebido por Wicksell, mostrando que a coincidência entre as duas taxas de juros geraria uma contradição entre estabilidade de preços e a manutenção do equilíbrio do sistema. Em outros termos, Hayek argumentará que numa economia em expansão, a taxa de juros que permite o atendimento pleno da demanda por moeda para transações é sempre menor do que a taxa de juros que mantém estável o nível geral de preços. Dessa forma, a taxa de juros fomentaria constantes alterações na estrutura produtiva da economia, alterando a composição do produto e, por conseguinte, os preços relativos. Essa será a sua defesa da adoção de um desequilíbrio monetário como ponto de partida para a análise dos ciclos.

Deve-se enfatizar que a abordagem wickselliana de uma economia monetária transcende a exposição seletiva aqui empreendida. Não é objetivo desse trabalho esgotar a discussão sobre a teoria de Wicksell. Ao contrário, o esforço terá sido muito bem-sucedido caso tenha honrado, de forma modesta, o rigor do autor sueco nos pontos levantados. Visou-se tão-somente estabelecer, mesmo que de maneira sucinta, as origens do problema do crédito tratado por Hayek em seu primeiro livro *Monetary Theory and the Trade Cycle*.

### 2.3 – Hayek e o multiplicador bancário: taxa de juros e concorrência bancária

Segundo Hayek, as flutuações econômicas ocorriam de forma espontânea, isto é, a partir de forças inerentes ao sistema econômico. Seu argumento se opunha às teorias dos ciclos que atribuíam a diferentes fatores exógenos o impulso inicial das flutuações. Como Wicksell, Hayek (1935, p. 146) defendeu a natureza endógena das “velhas” teorias das flutuações econômicas.<sup>47</sup> A opção metodológica de Hayek tem justificativa. Para o autor, uma teoria deveria se fundamentar em deduções lógicas a partir de suposições adequadas, atendendo às maiores exigências de rigor científico. Esse não era o caso das teorias ditas exógenas. Segundo o autor austríaco, essas teorias faziam uso de suposições que fugiam ao campo de considerações puramente econômicas, resvalando no terreno das decisões políticas. Decisões dessa natureza por sua vez se manifestavam na interferência de agências externas, tais como os bancos centrais; e mesmo os bancos comerciais, no caso de atuarem de maneira arbitrária. Carecia de fundamentação a idéia de que os ciclos eram resultado da ação deliberada de indivíduos encarregados dessas agências externas. Na opinião do autor, uma situação como essa poderia ser classificada como um caso especial. A regra geral deveria ser demonstrada em termos do funcionamento do sistema capitalista e das forças internas que regem o seu desenvolvimento.

*The situation in which the money rate of interest is below the natural rate need not, by any means, originate in a deliberate lowering of the rate of interest by the banks. The same effect can be obviously produced by an improvement in the expectations of profit or by a diminution in the rate of saving, which may drive the ‘natural rate’ (at which the demand for and the supply of savings are equal) above its previous level. (HAYEK, [1929] 1966, p. 147).*

Hayek está preocupado com a parte do sistema que funciona a despeito da vontade dos indivíduos que participam dele. É em termos de uma espontaneidade funcional do sistema econômico que se deve explicar a elasticidade da oferta de moeda. Ele identifica a atuação desse mecanismo no setor bancário, dentro do qual o arbítrio dos bancos comerciais é limitado pela natureza da concorrência bancária. O autor destaca um fenômeno recorrente que justifica sua assertiva: um aumento na procura por crédito deveria provocar uma elevação da taxa de juros por parte do banco que percebeu esse acréscimo na demanda. Percebe-se, entretanto, que o banco não responde automática e proporcionalmente a esse aumento na

---

<sup>47</sup> “Exogenous theories [...] are based on concrete assertions whose correctness has to be proved separately in each individual case. As compared with endogenous theory, which, if logically sound, can in a sense lay claim to general validity, an exogenous theory is at some disadvantage, inasmuch as it has, in each case, to justify the assumptions on which its conclusions are based

procura por crédito e mantém a taxa de juros inalterada por um tempo<sup>48</sup>. O que ocorre é um ajustamento do volume de empréstimos a um aumento na demanda por crédito, ao invés da elevação da taxa de juros. O resultado é que o banco consegue emprestar um montante maior do que a oferta de poupança permitiria.

Os bancos da teoria hayekiana são essencialmente passivos, isto é, eles respondem ao aumento na demanda por empréstimos; aumento esse resultante das expectativas otimistas dos empresários. (COTRELL, 1994, p. 200). Esse mecanismo entra em funcionamento em resposta à necessidade do sistema econômico como um todo, e não em virtude da interferência arbitrária dos bancos comerciais, ou do banco central. Ele é resultado de ações descentralizadas que promovem esse resultado não-intencional.<sup>49</sup>

É válido antecipar a qualificação de duas suposições do modelo de Hayek. A primeira é que os bancos concedem empréstimos somente para os empresários. Segundo o autor, a validade de proposições concernentes aos efeitos de mudanças na quantidade de moeda sobre o lado real da economia está condicionada à disponibilidade de informações precisas sobre a origem da mudança e sua localização no sistema econômico. Assim, pouco se poderia afirmar quanto à variação na quantidade de moeda derivada da recolocação de encaixes monetários entesourados ou da descoberta de novas jazidas de ouro, ou quanto à forma pela qual um indivíduo gasta um montante adquirido por motivos não-econômicos (como uma doação, ou um presente), visto que nenhuma delas é passível de determinação lógico-dedutiva. Por fim, a concessão de crédito ao Estado exige maiores informações relativas ao destino desses recursos, não se encaixando na categoria de determinações *apriorísticas*.

*The situation is different, however, when we are dealing with productive credits granted by the banks to industry – which constitute the most frequent form of increase in the volume of circulating media. These credits are only given when and where their utilization is profitable, or at least appears to be so. Profitability is determined, however, by the ratio of the interest paid on these credits to the profits earned by their use. So long as the amount of credit obtainable at any given rate of interest is limited, competition will ensure that only the most profitable employments are financed out of a given amount of credit. (HAYEK, [1929] 1966, p. 199).*

<sup>48</sup> Hayek expressa claramente esse mecanismo, no trecho a seguir, como uma defasagem de tempo entre o impulso inicial (i.e., um aumento na quantidade moeda) e a resposta do sistema a esse estímulo: “*The problem is, then, to discover the gap in the reaction mechanism of modern economic system which is responsible for the fact that certain changes of data, so far from being followed by a prompt readjustment (i.e. the formation of a new equilibrium) are, actually, the cause of recurrent shifts in economic activity which subsequently have to be reversed before a new equilibrium can be established*”. (HAYEK, [1929] 1966, p. 139-140 – grifos nossos).

<sup>49</sup> “*The decisive significance of the case quoted is not, in my view, due to the fact that it is probably the commonest in practice, but to the fact that it must inevitably recur under the existing credit organization*”. (HAYEK, [1929] 1966, p. 147-148).

Se, por um lado, as fontes acima impõem severas limitações quanto à origem das mudanças na quantidade de moeda, a concessão de empréstimos à indústria fornece uma ferramenta de verificação de fácil manuseio. Os créditos concedidos estão condicionados à lucratividade do projeto de investimento produtivo, isto é, pela razão entre os juros pagos pelo empréstimo e os lucros esperados de seu uso. Dessa forma, para cada nível de taxa de juros há um limite para volume de crédito a ser concedido. Os projetos mais lucrativos obterão, por meio da concorrência, o montante de moeda adicional disponível ao setor produtivo. Assim, o uso feito desses recursos adicionais pode ser determinado pela taxa de juros. Definem-se, assim, a origem da mudança – o setor bancário – e a sua localização no sistema econômico - o setor produtivo que adquire o empréstimo.

### *2.3.1 – O efeito multiplicador do crédito e o problema da regulação da oferta de moeda*

Descartadas as circunstâncias em que a quantidade de moeda é influenciada por interferências arbitrárias, é necessário definir os elementos que regulam o volume de meio circulante numa economia, a saber: (1) variações no montante de moedas metálicas resultantes da entrada e saída de ouro do país; (2) variações na emissão de notas por parte do Banco Central; e (3) a criação de depósitos por parte dos bancos comerciais. Hayek adverte que a interação entre essas variáveis configura um quadro analítico de grande complexidade. Disso se depreende que o autor austríaco considera relevantes os três elementos. No entanto, algumas suposições podem ser feitas, de forma a tornar a questão passível de ser analisada.

No que diz respeito ao aumento na quantidade de moeda em virtude de um aquecimento no comércio internacional, Hayek é cético quanto à possibilidade de esse mecanismo deflagrar uma flutuação de magnitude considerável. Os Bancos Centrais são, por sua vez, restringidos em sua arbitrariedade pela legislação, devendo manter uma relação próxima entre a quantidade de metais e o volume de notas colocadas em circulação, o que torna improvável que o impulso inicial do ciclo seja oriundo de sua atuação. Hayek chega a considerar a possibilidade de uma “ideologia inflacionária” exercer pressão sobre o Banco Central no sentido de expandir o crédito, engendrando o início da fase expansionista do ciclo econômico. Nesse caso, contudo, a expansão do crédito é condicionada por circunstâncias especiais, as quais não configuram uma característica essencial do sistema. Assim, se as flutuações fossem resultado dessas circunstâncias, a simples remoção das forças que a constituem eliminaria o ciclo. (HAYEK, [1929] 1966, p. 148-150).

Hayek consegue isolar, então, a única suposição que não faz menção a circunstâncias especiais ou a problemas de funcionamento do sistema, qual seja, a criação de crédito pelos bancos comerciais. A possibilidade de criação de crédito e os limites impostos a essa criação devem ser apreciados frente a dois fatores importantes: (1) em que medida a criação de crédito é condicionada pela natureza das técnicas bancárias, e (2) se é factível determinar se uma emissão de crédito é nova ou não. O economista austríaco delimita a tarefa da seguinte forma:

*If in the course of our investigation, it is possible to prove that **the rate of interest charged by the banks to their borrowers is not promptly adjusted to all changes in the economic data** (as it would be if the volume of money in circulation were constant) – either because the supply of bank credits is, within certain limits, fundamentally independent of changes in the supply of savings, or because the banks have no particular interest in keeping the supply of bank credit in equilibrium with the supply of savings it is, in any case, impossible for them to do so – then we shall have proved that, under the existing credit organization, monetary fluctuations must inevitably occur and must represent an immanent feature of our economic system – a feature deserving of the closest examination. (HAYEK, [1929] 1966, p. 151-152 – grifos nossos).*

Deve-se, portanto, analisar a conduta dos bancos no que se refere à concessão de crédito ao sistema econômico como um todo. Assim, é importante compreender se a oferta de crédito é independente da oferta de poupança e, se assim for, como é possível manter esse desequilíbrio. Adicionalmente, devem ser considerados os limites impostos à atuação dos bancos pela concorrência bancária.

Hayek inicia sua exposição destacando a diferença crucial entre as possibilidades abertas a um banco individual e aquelas existentes para o sistema bancário como um todo. Um aspecto importante nessa distinção é a organização do sistema de crédito, especialmente as limitações quanto à magnitude do crédito criado pelos bancos. A situação que Hayek leva em conta é a restrição em termos da proporção entre as reservas do banco e a quantidade de depósitos efetuados na forma de crédito. O primeiro passo consiste em avaliar o procedimento de um banco individual.

Suponha que um banco siga a política de manter em reserva 10% do valor de cada novo depósito. Assim, ao receber um depósito por parte de um de seus correntistas, o banco amplia a sua capacidade de conceder novos créditos, dado o aumento na relação entre reservas e depósitos. Tem-se, nesse exemplo, que o banco empresta 90% do valor dos novos depósitos. Tem-se, adicionalmente, que o devedor gasta esse montante imediatamente em consumo de bens. A razão entre reservas e depósitos volta ao estado anterior. Nesse caso, a capacidade de

concessão de crédito por parte do banco se esgota, somente podendo emprestar novamente quando houver novos depósitos. Hayek assinala, contudo, que o fato de o banco estar impedido de emprestar não neutraliza os efeitos subseqüentes do aumento de crédito sobre o sistema bancário como um todo. O que ocorre é uma seqüência de transferências de poder de compra entre os agentes econômicos. (HAYEK, [1929] 1966, p. 157-158).

Suponha-se o seguinte exemplo. Um indivíduo *a* contraiu um empréstimo, de forma efetuar um gasto. Admita-se que o pagamento tenha sido feito em cheque a um indivíduo *b*. A soma recebida pelo agente *b* será creditada nas reservas do banco no qual ele figura como correntista, ampliando a capacidade de empréstimo do mesmo. Assume-se, adicionalmente, que todos os bancos do sistema sigam a regra de manter em caixa 10% do valor dos novos depósitos. Reproduzindo-se para todo o sistema o raciocínio desenvolvido para os agentes *a* e *b*, sabe-se que o depósito original engendrará um montante de depósitos 9 vezes maior, de acordo com a seqüência convergindo ao infinito<sup>50</sup>.

Hayek reconhece que esse exemplo é uma simplificação que difere substancialmente da realidade. Sua adoção não aborta a intenção inicial de demonstrar que os bancos podem conceder crédito em volume muito maior do que a soma depositada em suas reservas. (HAYEK, [1929] 1966, p. 160). A suposição exige, contudo, que os créditos voltem, mesmo que parcialmente, ao sistema bancário; caso contrário, o efeito multiplicador é estancado: se, em qualquer parte do sistema, houver uma redução no volume de depósitos que retornam aos bancos, as reservas dos bancos ficam aquém do nível exigido, o que os impele a contrair o crédito.<sup>51</sup> Hayek formula seu modelo de forma a prescindir dos fatores ligados a um banco individual, o qual está sujeito a restrições por parte das autoridades monetárias (como a taxa de redesconto). Ele busca, ao contrário, definir os elementos que geram, no sistema, efeitos de natureza espontânea. Em outros termos, aquilo que se dá na transmissão da ação de cada banco individual para o sistema como um todo: “*an increase of deposits by a single bank only*

<sup>50</sup> A soma da progressão geométrica tendendo ao infinito para empréstimos na proporção de 90% dos depósitos novos ( $a = 0,9$ ) é:

$$0,9 + 0,9^2 + 0,9^3 + \dots = \frac{a}{1 - a} = \frac{0,9}{1 - 0,9} = 9$$

assim, pela exposição de Hayek, conclui-se que o montante gerado pelo mecanismo multiplicador do crédito é 9 vezes o valor do depósito novo confiado ao banco.

<sup>51</sup> Hayek apresenta a seguir os limites da simplificação feita há pouco: “*In this connection we must note for further emphasis later the fact that the proportion in which the credits granted are transferred to other accounts – and not paid in cash – must be regarded as subject to very wide fluctuations as between various periods of time for the economic system as a whole*”. (HAYEK, [1929] 1966, p. 162).

*offers possibilities for credit creation to the banking system as a whole*". (HAYEK, [1929] 1966, p. 163).

A opção feita por Hayek tem como motivação o problema de identificação da origem dos depósitos, isto é, as regras que regem a atividade bancária tornam impossível a distinção entre os depósitos oriundos de pagamentos em dinheiro (que estavam fora do sistema bancário) e aqueles que provêm de crédito concedido anteriormente. Essa constatação não permite aos banqueiros limitar a oferta de crédito aos depósitos "reais" acumulados, isto é, montantes que representam dinheiro temporariamente inutilizado. Assim, uma vez que um depósito, na forma de crédito, tenha sido feito em qualquer parte do sistema, a mera aplicação da técnica bancária se encarregará da criação de depósitos adicionais. A partir desse ponto, não é possível determinar se um crédito é novo – isto é, criado a partir de moeda ociosa -, ou se é mero resultado do impulso inicial concedido pela primeira injeção de crédito no sistema, a partir do mecanismo de multiplicador bancário.

*Every time money which has been deposited is re-lent (...) this process is to be regarded as the creation of additional purchasing power; and it is merely this comparatively simple operation which is at the root of the banks' ability to create purchasing power – although the process appears so mysterious to many people.* (HAYEK, [1929] 1966, p. 165).

O raciocínio demonstra, portanto, a possibilidade de criação *ex-nihilo* de poder del lid1r1r1r1

Hayek faz uma aproximação ao problema que, como Wicksell, coloca na organização institucional do sistema monetário a origem da instabilidade econômica que enseja o ciclo. Essa abordagem faz uso da concepção de conseqüências não-intencionais da ação individual. No caso do sistema monetário, o impulso inicial do crédito é dado pela unidade bancária; mas a repercussão desse evento somente pode ser apreendida da perspectiva do sistema, visto que não é possível determinar o destino desses recursos adicionais uma vez que eles são inseridos no sistema. Dessa forma, aquilo que é dinheiro em estado ocioso, para usar o termo de Wicksell, é classificado como sendo da mesma natureza daquele montante oriundo de um depósito cuja origem é um crédito.

Recapitulando o raciocínio, pode-se dizer que a seqüência de transações que um crédito inicial permite efetuar implica a dissociação entre a sua origem e o seu destino, de forma que um crédito adicional pode gerar uma série de pagamentos distintos entre si, os quais serão, por sua vez, fragmentados em partes menores do que o todo inicial e depositados em bancos diferentes. Logo, a organização do sistema monetário abre possibilidades apenas para o sistema como um todo, isto é, numa instância superior à da atuação da firma bancária individual. Com efeito, os bancos não podem determinar com certeza a natureza de sua atuação, a saber, se estão emprestando poupança voluntária ou se estão criando moeda *ex nihilo*. Assim, o arranjo institucional do sistema torna estrategicamente pouco transparente a intermediação dos bancos na distribuição dos recursos ociosos da economia. Essa falta de transparência é resultado da indistinção entre os depósitos que circulam pelo sistema, a qual afeta a própria capacidade dos bancos em conceder empréstimos, permitindo a sua ampliação.

Hayek apresentou dessa maneira as dificuldades que emergem da organização do sistema monetário. Os impactos dessa aparente desordem na classificação dos meios de troca serão amplificados pela natureza da concorrência bancária. Hayek argumentará que aspectos relativos ao mercado bancário impedem que os bancos ajustem imediatamente a taxa de juros de empréstimo de forma a equilibrar a razão o montante de depósitos gerados e as reservas disponíveis. Esse atraso ocasiona um influxo de dinheiro novo no sistema, gerando uma taxa de crescimento econômico insustentável ao longo do tempo.

### *2.3.2 – Concorrência bancária e o atraso no ajustamento da taxa de juros*

A regulação dos bancos individuais se dá pelo monitoramento de sua solvência, a qual tem como indicador a razão entre reservas e depósitos. Hayek rejeita a idéia de que as variações dessa proporção sejam determinadas por decisões arbitrárias dos banqueiros. Para

ele, o fator que governa essa relação entre reservas e depósitos reside nas condições gerais da economia. Um aumento da atividade econômica enseja, por suposição, um aumento no montante depositado nos bancos, cujo efeito é a ampliação imediata da capacidade de empréstimo deste último. Todavia, esse efeito é sentido em etapas posteriores de tal expansão. O aquecimento da atividade econômica é percebido inicialmente em determinados pontos do sistema econômico. Para ilustrar essa situação e seus desdobramentos, Hayek propõe o seguinte exemplo.

Considera-se inicialmente um banco em que todos os clientes pertencem ao mesmo setor da economia. Como resultado de uma melhoria nas expectativas acerca dos retornos dessa atividade, o banco é o primeiro a captar o aumento na demanda por crédito, para a mesma taxa de juros que prevalecia antes desse incremento. Com isso, o banco pode obter mais ganhos provenientes da concessão do crédito. Por outro lado, suas reservas sofrerão um decréscimo em relação aos depósitos criados. O banco por sua vez entende que somente poderia atender plenamente às suas necessidades de papel-moeda a uma taxa de juros mais alta. Entretanto, o banqueiro se vê diante de um dilema: ao respeitar a proporção entre reservas e depósitos, garantindo a sua solvência, ele incorre no custo de oportunidade de manter a reserva de caixa intacta, abrindo mão dos rendimentos financeiros advindos da concessão do empréstimo. Assim, como regra, o banco opta por reduzir o volume dos ativos não-rentáveis. Adicionalmente, deve-se considerar que, numa economia em expansão, os riscos associados aos empréstimos são menores, de forma que uma reserva de caixa menor não implica menor segurança.

*But it is above all for reasons of competition that the bank which first feels the effect of an increased demand for credits cannot afford to reply by putting up its interest charges; for it would risk losing its best customers to other banks which had not yet experienced a similarly increased demand for credits. (HAYEK, [1929] 1966, p. 173).*

A concorrência com outros bancos proporciona aos bancos motivos suficientes para reduzir sua liquidez, de forma a garantir seu espaço no mercado bancário. A redução relativa das reservas é, entretanto, justificada pela melhoria da atividade econômica, a qual garante maior segurança para o retorno do capital emprestado. Assim, os bancos se vêem forçados a conceder o crédito a uma taxa de juros estável, sob pena de perder não só os lucros adicionais, mas também seus clientes para um concorrente disposto a contornar temporariamente os limites da solvência, impostos pela razão entre reservas e depósitos bancários.

Há, todavia, uma questão a ser levada em conta: dizer que o Banco Central controla as atividades bancárias por meio da relação reservas/depósitos não é o mesmo que dizer que os bancos também tomam suas decisões com base nesse indicador. Hayek considera que os bancos, na verdade, pautam suas decisões sobre sua posição de caixa. (HAYEK, [1929] 1966, p. 169). Em outros termos, ao invés de manter uma razão reservas/depósitos constante, os bancos preocupam-se com o volume total de suas reservas. Assim, pela lei dos grandes números, as técnicas bancárias teriam a possibilidade de alargar os limites impostos pela razão reservas/depósitos.

*If a bank does not keep pace with the expansion it will, sooner or later, be induced to do so, since it will continue to receive cash at the clearing house as long as it does not adjust itself to the new standard of liquidity. (HAYEK, [1929] 1966, p. 174).*

A pergunta que se coloca é: o que permite a alteração desse padrão de liquidez do sistema bancário como um todo no sentido de um afrouxamento generalizado das regras que disciplinam as práticas bancárias? Como já se colocou anteriormente, a interdependência que preside à atuação dos agentes econômicos no sistema capitalista proporciona mecanismos de ajuste supra-individuais. Por isso, a análise das atividades isoladas de um banco individual que extrapola os limites impostos pela razão reservas/depósitos poderia indicar a existência de risco de insolvência, o que colocaria dúvidas sobre a racionalidade procedimental das unidades bancárias. De fato, esse risco existe. O problema é saber por quê sua existência não orienta os bancos a uma atuação mais conservadora.

A resposta se encontra na organização das regras que regem o sistema bancário como um todo. A arquitetura institucional do mesmo fornece os instrumentos necessários para a manutenção de sua liquidez global de curto prazo: o mercado interbancário. Dessa forma, a generalização do processo de expansão do crédito torna possível a compatibilização entre os déficits de caixa de alguns bancos com o superávit de outros, em virtude de alguns bancos não terem ainda ampliado o montante emprestado. O sistema se ajusta no mercado interbancário, onde os excessos de demanda são compensados pelos excessos de reservas.

Os efeitos dessa organização institucional sobre um banco individual podem ser traçados da seguinte maneira. Supondo-se que a circulação de moeda se dê inteiramente dentro do sistema bancário, se um banco qualquer amplia o volume de crédito concedido à indústria, os outros bancos do sistema perceberão um aumento em sua posição de caixa, em virtude de pagamentos efetuados por bens em diversos setores da economia. O resultado é a ampliação do montante de ativos não-rentáveis no caixa desse banco. Quando esta mesma

unidade bancária percebe um aumento na demanda por crédito oriundo da indústria, sua primeira reação é aplicar esses recursos não-rentáveis na concessão de empréstimos. O dilema que se coloca ao banco é, portanto, se ele deve restringir o volume de seus empréstimos pela rígida razão reserva/depósitos (elevando a taxa de juros quando for atingido o limite imposto por essa razão) ou se ele deve considerar sua lucratividade (ajustando o volume de seus empréstimos à demanda e deixando inalterada a taxa de juros). Como já foi visto, a possibilidade de ajuste de curto-prazo aberta pelo mercado interbancário é condição necessária para tornar economicamente inviável o apego dos bancos a um padrão de liquidez fundado sobre a relação reservas/depósitos.

Dessa forma, se as práticas bancárias fossem compulsoriamente guiadas pelo padrão de liquidez da razão reservas/depósitos, a reação do sistema seria mais rápida: um aumento na demanda por crédito impor pressão sobre a razão reservas/depósitos, forçando uma elevação automática da taxa de juros. Mesmo nesse caso, haveria um certo atraso na reação da taxa de juros a essa elevação do crédito. Hayek (1935, p. 156) considera esse procedimento um caso especial, de forma que a regra geral da conduta dos bancos consiste na consideração do valor absoluto do volume de reservas. O resultado que decorre desse comportamento é o ajuste ainda mais tardio da taxa de juros.

Dessa forma, os bancos ficam impedidos de elevar as taxas de juros em face do aumento da demanda por crédito. Primeiramente, as possibilidades de ampliação de sua carteira de ativos rentáveis dadas pela organização do mercado interbancário reduzem o risco de liquidez de curto-prazo. Segundo, a concorrência bancária estimula o incremento do crédito em progressiva desconsideração dos padrões vigentes de liquidez. Terceiro, o aquecimento do ambiente econômico implica a redução do risco geral dos empréstimos.

Havia ainda um quarto elemento que contribui para o aumento excessivo no crédito bancário: a oscilação das preferências por depósitos e por papel-moeda. Já no artigo de 1925, Hayek ([1925] 1984, p. 16) apontava que essas variações tinham um caráter cíclico. Observava-se que ao longo do período de expansão econômica, havia um deslocamento progressivo da demanda por moeda no sentido de uma maior preferência por papel-moeda, de maneira que uma proporção maior de papel-moeda é sacada dos bancos.

O processo se desenrola da seguinte forma. No início da expansão, a taxa de juros mais baixa eleva os preços dos bens de capital, cujas transações são efetuadas por meio de pagamentos em grandes quantias, isto é, via depósitos bancários. Posteriormente, quando a expansão desses setores atingir a demanda por bens de consumo, por meio dos salários e

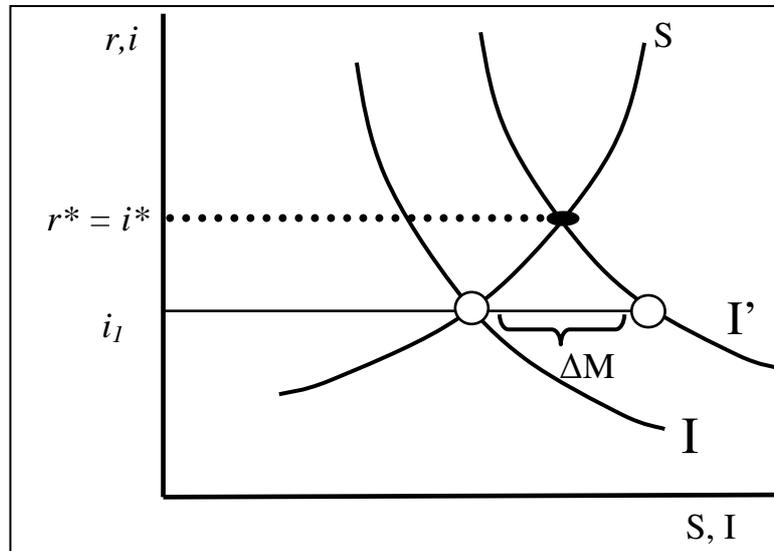
rendas adicionais gerados nos primeiros, a preferência por moeda para pequenos pagamentos sofre incremento, ampliando a sua participação na demanda total por moeda. Um aumento na quantidade de papel-moeda em circulação reduz o volume de reservas dos bancos, ameaçando a sua posição de caixa, isto é, reduzindo o volume absoluto de suas reservas. Nesse ponto, o resultado é o aumento da taxa de juros por parte dos bancos, retraindo o volume de crédito concedido.

Portanto, os bancos dispunham, adicionalmente, do conhecimento acerca da natureza cíclica da distribuição da demanda por moeda entre depósitos e papel-moeda. Esse conhecimento era, no entanto, limitado. Se, por um lado, os bancos sabiam que, no início do ciclo, a preferência por depósitos predominava, por outro, eles não poderiam saber em que ponto da fase expansionista do ciclo se encontrava a economia. Mesmo assim, a pressão pela lucratividade, advinda da concorrência dentro do setor bancário, promovia otimismo suficiente para descartar uma possível proximidade em relação à fase em que se aumentava a preferência por papel-moeda. Esse otimismo implicava a percepção positiva quanto aos riscos dos empréstimos. Essa expectativa positiva era, por sua vez, viabilizada pela existência de um mercado interbancário, o qual permitia o afrouxamento das restrições impostas ao volume de crédito a ser concedido por cada banco individual ao sistema econômico.

Dessa forma, como os bancos se orientam por considerações de liquidez de curto-prazo, Hayek adverte que o aumento generalizado no crédito promoverá, posteriormente ao longo do ciclo, uma ação concertada por parte dos bancos no sentido de protegerem suas reservas de caixa, interrompendo uma expansão adicional dos empréstimos. O aumento na demanda por papel-moeda tornará vulnerável a posição de caixa das unidades bancárias, forçando uma desaceleração da expansão do crédito, podendo chegar a uma contenção da mesma e, até mesmo, a uma restrição do financiamento das atividades produtivas por esse meio desse instrumento. A pergunta que se coloca naturalmente é: quais são os efeitos dessa alteração no sentido da atividade bancária?

A Figura 2.2 mostra o atraso no processo de ajustamento da taxa de juros. Hayek supõe, inicialmente, um aquecimento da atividade econômica em virtude de aspectos referentes às técnicas produtivas, de inovações tecnológicas ou da genialidade dos empresários, cujos efeitos se manifestam no deslocamento da curva de investimentos do ponto  $I$  para a direita até o ponto  $I'$ . Com isso, a taxa de juros de equilíbrio se desloca para cima ( $r^* = i^*$ ). Caso os bancos restringissem a oferta de crédito à poupança voluntária da economia, isto é, às reservas existentes, a taxa de juros nominal se elevaria automaticamente até o novo

ponto de equilíbrio. A elevação automática da taxa de juros tornaria inviáveis alguns dos projetos de investimentos.



**Figura 2.2** – Reação da taxa de juros a uma expansão do crédito. Fonte: (GARRISON, [2001] 2006).

No entanto, a taxa de juros nominal permanece no nível anterior ( $i_l$ ), pelas razões explicitadas acima, de forma que todos os projetos de investimento cuja lucratividade excede o custo financeiro adquirem o crédito. O montante de poder de compra criado “do nada” pelos bancos é representado na Figura 2.2 por  $\Delta M$ .

Essa quantidade adicional, no início do ciclo, é predominantemente formada por depósitos bancários, em virtude das compras de grandes valores que marcam as transações de bens de capital. Ao longo do ciclo, a mudança nas preferências em direção a encaixes na forma de papel-moeda pressionará os bancos a defender suas posições de liquidez. O resultado é a elevação da taxa de juros nominal ( $i_l$ ) até o nível da taxa de juros natural, restabelecendo o equilíbrio no mercado de fundos emprestáveis. O crédito que antes possibilitava o crescimento econômico torna-se escasso, colocando em xeque diversos projetos de investimento cujo financiamento dependiam, em diferentes graus, da manutenção daquela taxa de expansão do crédito.

Em síntese, Hayek identifica a causa das flutuações econômicas no funcionamento do sistema monetário. Não tanto como a causa geradora da flutuação, mas como causa lógica do ciclo.

The determining cause of the cyclical fluctuation is, therefore, the fact that on account of the elasticity of the volume of currency media the rate of interest demanded by the banks is not necessarily always equal to the

equilibrium rate, but is, in the short run, determined by considerations of banking liquidity. (HAYEK, [1929] 1966, p. 179-180 – grifos do autor).

Em outras palavras, a existência do mecanismo do crédito e a profunda dependência do sistema econômico em relação a ele conformam as condições necessárias para a explicação de como o sistema abandona o equilíbrio geral e inicia o ciclo. Nesse sentido, a organização do mercado de fundos emprestáveis permite um atraso no ajustamento automático das taxas de juros ao aumento no montante de crédito visando satisfazer as necessidades do comércio e da indústria.<sup>52</sup> Esse comportamento é seguido por todos os bancos do sistema, sob pena de reduzirem sobremaneira os rendimentos de sua atividade, caso permitam a elevação automática das taxas de juros.

O raciocínio do autor austríaco é guiado pela noção de um desenvolvimento espontâneo do sistema monetário, no qual os indivíduos buscam viabilizar seus planos individuais, sem se darem conta dos efeitos de suas ações sobre a economia como um todo. Aplicando-se esse princípio ao sistema bancário, tem-se que um banco individual que amplie sua carteira de empréstimos pode ocasionar um processo que, em última instância, gerará um novo padrão de solvência no mercado bancário, forçando os bancos individuais a reformularem seus planos de ação, de forma a tornar viável a permanência dos mesmos no setor. Mesmo assim, o ciclo não pode ser atribuído à ação deliberada dos bancos, visto que esses atendem às requisições da indústria e do comércio. O que eles fazem é responder a esses estímulos, observando a lucratividade da firma bancária individual e sua liquidez de curto-prazo.

### 2.3.3 – A percepção dos efeitos do crédito sobre a estrutura produtiva da economia

Hayek sintetiza os efeitos mais gerais do multiplicador bancário sobre o processo de formação dos preços e, por conseguinte, sobre a alocação dos recursos produtivos da economia, da seguinte maneira:

---

<sup>52</sup> A citação a seguir permite ter uma idéia clara acerca das condições para a deflagração do ciclo econômico: “[...] *there is no necessary reason why initiating change, the original disturbance eliciting a cyclical fluctuation in a stationary economy, should be of monetary origin. Nor, in practice, is this even generally the case. The initial change need have no specific character at all, it may be any among the thousand different factors which may at any time increase the profitability of any group of enterprises. For it is not the occurrence of a ‘change of data’ which is significant, but the fact that the economic system, instead of reacting to this change with an immediate ‘adjustment’ (Schumpeter) – i.e. the formation of a new equilibrium – begins a particular movement of ‘boom’ which contains, within itself, the seeds of an inevitable reaction. This phenomenon, as we have seen, should undoubtedly be ascribed to monetary factors, and in particular to ‘additional credits’ which also necessarily determine the extent and duration of cyclical fluctuations*”. (HAYEK, [1929] 1966, p. 183).

*Only so long as the volume of circulating media is increasing can the money rate of interest be kept below the equilibrium rate; once it has ceased to increase, the money rate must, despite the increased total volume in circulation, rise again to its natural level and thus render unprofitable (temporarily, at least) those investments which were created with the aid of additional credit. (HAYEK, [1929] 1966, p. 176).*

A apresentação gráfica acima mostrou como a contração do crédito, por meio da elevação da taxa de juros, pode tornar inviáveis os projetos de investimento que foram formulados com base na existência de uma liquidez insustentável do sistema bancário. A intensidade e as características dos efeitos do crédito sobre a economia serão analisadas de acordo com os setores afetados diretamente pelo seu aumento. A seção anterior mostrou a localização específica da perturbação monetária: o mercado de empréstimos. Ao atender a requisições por moeda adicional, localizadas em certas partes do sistema econômico, os desdobramentos do desequilíbrio geral do mesmo se iniciarão nesses setores, sendo progressivamente transmitidos para o resto da economia.

Conforme já foi destacado anteriormente, o passo inicial é compreender o tratamento dado pela teoria do equilíbrio. Hayek faz uso desse expediente e configura a estrutura de produção da economia a partir das relações entre os diferentes estágios de produção. Inicialmente, Hayek divide o aparato produtivo da economia em dois setores: produção de bens de capital e produção de bens de consumo, de maneira que a análise dos efeitos de um aumento na quantidade de moeda será feita em termos da distribuição desses recursos adicionais entre os dois setores.<sup>53</sup> Dessa forma, a variação da taxa de juros afetará a relação de preços entre esses dois setores, forçando-os a ajustarem o volume de seus produtos. (HAYEK, [1929] 1966, p. 207).<sup>54</sup>

No estado de equilíbrio, a diferença entre os preços desses dois setores é medida pela taxa de juros. Essa taxa se manteria num nível adequado para a execução de duas tarefas: garantir a oferta de poupança e direcioná-la para a manutenção da estrutura produtiva. Hayek está tratando de uma economia em reprodução simples, para utilizar um conceito marxiano.

---

<sup>53</sup> Essa abordagem era bastante comum à época em Hayek escreve. Dela partilhavam nomes como Ludwig von Mises, D.H. Robertson e J.M. Keynes (*Treatise on Money*). Poder-se-ia argumentar, no entanto, que essa abordagem trai a proposta do economista austríaco de implementar uma teoria baseada no comportamento dos preços relativos, isto é, de reduzido grau de agregação das variáveis econômicas. Deve-se salientar, contudo, que essa forma de aproximação ao problema constitui uma etapa preparatória, na qual ainda vigora um elevado grau de agregação das variáveis para uma teoria que se pretende basear-se na relação de preços entre os setores da economia. Portanto, a análise de preços relativos se dará, no trabalho de 1929, em termos da relação entre os preços dos bens de capital e os bens de consumo. Em *Prices and Production*, Hayek avançará na direção de níveis mais baixos de agregação, como será tratado no terceiro capítulo do presente trabalho.

<sup>54</sup> O restante da seção relata diretamente o conteúdo da quinta e da sexta parte do Capítulo 5 de *Monetary Theory and the Trade Cycle*. (HAYEK, [1929] 1966, p. 212-226).

Nessa situação, os preços pagos pelos meios de produção ( $p^{bk}$ ), adicionados aos juros pagos pela utilização da poupança voluntária disponível para a recomposição do capital ( $\delta^{bk}$ ), correspondem aos preços pagos pelos bens de consumo final ( $p^{bc}$ ); aqui, portanto, a oferta de fatores de produção é perfeitamente adequada para a reprodução da economia na corrente escala produtiva. Tem-se, portanto, a condição de equilíbrio do sistema:

*The price margins between means of production and products, therefore, can only remain constant and in correspondence with the rate of interest so long as the proportion of current income, which at the given rate of interest is not consumed but reinvested in production, remains exactly equal to the necessary capital required to carry on production. (HAYEK, [1929] 1966, p. 213).*

Essa condição de equilíbrio pode ser formulada de acordo com o seguinte sistema de identidades da economia:

$$S = I \quad (2.1)$$

$$I = p^{bk} Q^{bk} + \delta^{bk} = p^{bc} Q^{bc} \quad (2.2)$$

s.a.

$$r^* = i^* = \frac{p^{bk}}{p^{bc}} \quad (2.3)$$

Qualquer alteração nessas identidades coloca em xeque a correspondências das margens de preço, pressionando-as em direções opostas, gerando efeitos sobre a estrutura produtiva. O processo se desenrola da seguinte forma. Suponha-se um aumento das poupanças voluntárias dos agentes econômicos, resultante de mudanças nas preferências entre consumo e poupança. Esse incremento no montante de moeda ociosa pressionará a taxa de juros de empréstimo abaixo da margem de preços entre os dois setores. O resultado será, por um lado, uma redução na demanda por bens de consumo, em virtude da decisão de se poupar mais - engendrando a tendência de queda dos preços desses bens - e, por outro, um aumento na demanda por bens de produção e, conseqüentemente, a pressão ascendente sobre seus preços. A ampliação do aparato produtivo, em virtude do ganho de escala, exercerá pressão adicional sobre o preço dos bens de consumo, de forma que a margem de preços entre os dois setores se equipare à nova taxa de juros nominal.

Hayek conclui, portanto, que enquanto a taxa de juros reagir automaticamente às mudanças na oferta de poupança voluntária, tem-se que os fundos serão adequadamente aplicados na ampliação da estrutura produtiva. O critério de viabilidade para o bom

direcionamento desses recursos é a concorrência dos projetos de investimento mais lucrativos. Como resultado, a produtividade da economia aumenta e os preços dos bens de produção são reduzidos, em virtude da maior escala de produção. Esse é o exemplo típico da determinação do investimento pela poupança ( $S \rightarrow I$ ). A parcimônia da sociedade gera um volume de poupança adicional no mercado de fundos emprestáveis, indicando aos empresários, por meio da queda da taxa de juros, que está disposta a sacrificar seu consumo presente em troca de um consumo futuro a preços mais baixos. A aproximação na forma de estática comparativa permite a abstração de inovações tecnológicas que venham a alterar o rumo da produção. O que Hayek supõe, inicialmente, é que os recursos adicionais possibilitam um aumento na quantidade de capital, ampliando a produtividade marginal do trabalho e reduzindo, assim, o preço dos bens produzidos após o crescimento. Nessa situação, portanto, as mudanças na divisão da renda social, em favor da criação de capital, resultante da decisão de poupar dos indivíduos, permitem o estabelecimento de outro estado de equilíbrio estacionário. (HAYEK, [1929] 1966, p. 215). O que ocorre quando se considera um aumento artificial da quantidade de moeda, por meio do crédito?

Nesse caso, partindo-se do otimismo dos empresários em relação ao curso futuro da economia, há um aumento na demanda por empréstimos. À essa nova demanda deveria suceder um aumento na taxa de juros, o que não ocorre, de forma que uma quantidade adicional de poder de compra é aplicada na compra de bens de capital, elevando seus preços. Assim, como não houve uma mudança nas preferências entre consumo e poupança, a demanda por bens de consumo permanece inalterada. A margem de preços entre esses setores estreita-se, mas somente durante o período de conversão dos recursos aplicados na compra de bens de produção em renda (na forma de salários). A renda adicional pressionará a demanda por bens de consumo, forçando a elevação dos preços nesse setor.

No entanto, Hayek alega que não se restabelece a correspondência anterior entre os preços desses dois setores. O que ocorre é um descasamento entre a pressão baixista sobre os preços, decorrente do aumento da eficiência do processo produtivo, e a pressão altista sobre os mesmos. A pressão ascendente é oriunda do incremento da renda social e de sua progressiva conversão em demanda por bens de consumo. O problema é que segunda ocorre antes do que a primeira, além de superá-la em grau.

*[...] in the course of inflation, the structure of production has been so shifted that in comparison with the division of the social income between expenditure and saving the supply of consumption goods will be relatively*



ajustamento pelo comportamento bancário fundado sobre a lucratividade e sobre considerações de liquidez de curto prazo debilita sua função de sinalizador das condições correntes no mercado de fundos de empréstimos.

Com isso, diversos projetos de investimento que, na ausência da elasticidade da oferta de moeda, não seriam implementados, passam a concorrer pela aquisição dos limitados fatores produtivos existentes na economia. O aumento nos preços desses fatores renova a demanda por crédito, automaticamente ajustada pela elevação do volume dos empréstimos, ao invés da taxa de juros. Esses recursos “artificiais” chegam ao setor de bens de consumo na forma de renda e pressionam os preços desses bens para cima. Reduz-se o poder de compra da renda social. A demanda por bens de consumo sofre progressiva queda, liberando fatores de produção para o setor de bens capital que ainda se alimenta da oferta artificial de moeda advinda do sistema bancário. De um lado, o consumidor sem acesso ao crédito perde sua renda, de outro, o empresário recompõe seu poder de compra por meio da aquisição de créditos adicionais.

O fenômeno descrito acima recebeu, na literatura, o nome de poupança forçada. Ele será considerado o fator responsável pela expansão da economia na direção “indesejada”, por meio de uma falsificação da formação da taxa de juros, a qual sinalizará uma liquidez do setor monetário insustentável ao longo do tempo, em virtude da defesa da solvência de seus negócios por parte dos bancos. Todavia, demonstrar o papel da moeda no quadro analítico hayekiano requer um aprofundamento na análise desses efeitos sobre a estrutura produtiva, tarefa essa que será objeto do próximo capítulo.

### 3. Preços e Produção: os efeitos da moeda sobre a estrutura produtiva

Na história das idéias econômicas, é comum a leitura da obra de um autor ser feita de maneira parcial. Um exemplo conspícuo desse expediente é a complementaridade dos trabalhos de J.M. Keynes, a saber, entre o *Treatise on Money* e a *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, de 1936. Leijonhufvud (1968, p. 13-48) faz uma defesa consistente da continuidade do pensamento de Keynes ao longo de sua trajetória intelectual, buscando mostrar que uma leitura da obra de Keynes que contemple somente a *Teoria Geral*, dá ensejo a uma interpretação errônea sobre a importância da moeda no corpo teórico de Keynes. Daí a ser adequado ler a obra em seu conjunto, visto que é no *Treatise on Money* que Keynes elabora os aspectos centrais do comportamento bancário e da preferência pela liquidez. Keynes se opunha frontalmente à separação entre teoria real e teoria monetária. Inclusive, na *Teoria Geral*, o autor faz alusões claras à necessidade de integração de ambas as análises, dizendo ser falsa a tentativa de dividir a teoria econômica em dois campos de análise independentes.

No conjunto de sua obra, Keynes buscava mostrar que a forma “peculiar e essencial” pela qual a moeda entra no sistema afetava os diferentes setores e mercados de maneira e em intensidades desiguais. Sua preocupação era compreender o funcionamento de uma “economia monetária de produção”, de uma perspectiva do processo econômico. (CARVALHO, 1999, p. 262). Em outros termos, tratava-se aplicar a teoria dos preços e da distribuição a um ambiente em que a moeda não era somente necessária, mas também essencial ao *modus operandi* do sistema econômico. Por isso, o posterior desdém dos seguidores de Keynes em relação à análise monetária contida no *Treatise on Money* esconde a real importância desse trabalho para a compreensão global da obra de Keynes:

*Keynes did not feel obliged to repeat in the General Theory all the Money and Banking material developed at length in the earlier work.*  
(LEIJONHUFVUD, 1968, p. 26).

O autor adiciona que, na *Teoria Geral*, as referências ao modo de injeção da moeda na economia são bastante obscuras e enigmáticas, favorecendo a subestimação das considerações monetárias contidas na análise de Keynes; isso, por conseguinte, teria tido o efeito de desestimular a leitura do *Treatise*.

Apesar de pertencerem a tradições sociais, culturais, filosóficas e econômicas; de seguirem caminhos totalmente diferentes e de chegarem a conclusões opostas em termos de políticas econômicas, Keynes e Hayek assemelham-se nesse aspecto de suas respectivas

trajetórias intelectuais: suas obras são vulneráveis à compartimentalização interpretativa. Defende-se aqui, portanto, que o argumento contido no segundo livro de Hayek (1933), *Prices and Production*, tende a obscurecer a análise monetária que o embasa, a qual se encontra no livro anterior, *Monetary theory and the Trade Cycle*. No entanto, os livros são complementares e só se podem compreender algumas das suposições que Hayek faz ao longo de sua exposição à luz de sua teoria do crédito adicional.

O presente capítulo terá como base o segundo trabalho do autor austríaco, no qual ele apresenta a continuação de seu programa de pesquisa, inicial em 1929 com a análise das causas dos ciclos econômicos. No capítulo final de *Monetary Theory and the Trade Cycle*, Hayek aponta algumas questões não-resolvidas pelas teorias monetárias e não-monetárias dos ciclos, dentre as quais ele destaca o conhecimento mais detalhado acerca dos efeitos do crédito sobre a estrutura produtiva da economia. É sobre esse tema que Hayek se debruça em 1931, em seu *Prices and Production*.

Esse trabalho resultou do convite feito a Hayek por Lionel Robbins, então diretor da *London School of Economics* (doravante *LSE*), para apresentar uma série de palestras sobre os desenvolvimentos mais recentes da teoria monetária dos ciclos econômicos da época. As quatro palestras que compõem o livro foram publicadas em 1931, isto é, dois anos antes da publicação da tradução do primeiro trabalho do autor *Monetary Theory and the Trade Cycle* (HAYEK, [1929] 1966), publicado em alemão em 1929 e já analisado em partes anteriores do presente estudo.

O desconhecimento da existência do trabalho de 1929 pode ter contribuído para a compreensão incompleta, e por vezes equivocada, da teoria de Hayek.<sup>55</sup> Não obstante, Hicks aponta um fator muito mais consistente: o texto de Hayek estava em inglês, mas não era teoria econômica inglesa. (HICKS, 1967, p. 204-205). A apresentação no formato da escola austríaca era marcada pelo texto corrido e pela escassez de análises gráficas e formulações matemáticas auxiliares, o que trazia consideráveis dificuldades para a sua devida assimilação.

---

<sup>55</sup> A avaliação da relevância da cronologia das traduções dos trabalhos foge ao escopo desse estudo. O que se pretende aqui é formar uma imagem panorâmica das duas teorias do austríaco, buscando compreender a importância da moeda em seu pensamento e como a percepção dos problemas por ela trazidos à baila pode ter contribuído para a descoberta de outras questões teóricas. Mesmo assim, vale registrar essa passagem em O'Driscoll reforça a complementaridade dos dois trabalhos: "Prices and Production was Hayek's first major work in English. First published in 1931, Prices and Production brought Hayek widespread recognition in England and introduced the Austrian business cycle theory to the British. Monetary theory and the Trade Cycle was not translated and published until 1933, though it appeared in German in 1928. Expressing, as it does, Hayek's views on monetary theory in more detail, Monetary theory and the Trade Cycle should be read before Prices and Production. Yet English readers did not have access to the earlier work until two years after the publication of Prices and Production". (O'DRISCOLL, 1977, p. 10).

Quando da tradução do primeiro livro, o debate com Keynes e os economistas de Cambridge já havia se esfriado. Keynes já apontava em resposta a Hayek, por meio de correspondência em 1932, que estava reformulando e aprimorando o argumento central defendido em seu *Treatise on Money*

frente à visão mais pragmática de Keynes em sua *Teoria Geral*, numa ocasião em que a sociedade urgia por soluções imediatas.

Entretanto, a recusa de uma teoria econômica por parte da comunidade acadêmica, e por parte do público em geral, não significa necessariamente que essa teoria esteja desprovida de explicações plausíveis. Hayek não está preocupado em oferecer medidas intervencionistas do Estado na economia. Ao contrário, sua trajetória intelectual provará exatamente o contrário. Sua tarefa visa compreender o funcionamento da economia, o qual é resultado da maneira pela qual a sociedade define a direção da produção, de forma a atender suas necessidades. Hayek reconhecia as limitações de ordem prática que seus trabalhos ofereciam, e admitia não ser fácil “traduzir suas idéias para o idioma da prática” (HAYEK, [1931] 1935, p. 125), chegando a reconhecer, ao final da quarta palestra na *LSE*, a ausência de contribuição prática de seu trabalho:

*Anybody who is sceptical of the value of theoretical analysis if it does not result in practical suggestions for economic policy will probably be deeply disappointed by the small return of so prolonged an argument.* (HAYEK, [1931] 1935, p. 126).

Dessa forma, o economista austríaco pretendia apresentar uma explicação sobre as causas e os efeitos dos ciclos econômicos, definindo seu trabalho como um guia para o “labirinto de movimentos conflituosos” que ocorrem durante o ciclo de crédito, de forma a prover um bom instrumento para o diagnóstico da situação econômica daquela época. (HAYEK, [1931] 1935, p. 99). A depressão em curso se caracterizava por uma fase descendente do ciclo econômico. Este por sua vez constituía uma manifestação dos procedimentos de coordenação organizados espontaneamente pelos indivíduos vivendo em sociedade, justificando-se a escolha do objeto de estudo:

*Only by studying the changes of the capitalistic structure of production will we learn to understand the factors which govern it, and it seems that the trade cycle is the most important manifestation of these changes.* (HAYEK, [1931] 1935, p. 104).

Como foi visto anteriormente, Hayek buscava formular uma teoria monetária do ciclo, isto é, uma abordagem que levasse em conta as influências que a moeda impingia ao setor real da economia. Não se tratava de justapor uma explicação quantitativa ao modelo de equilíbrio geral, mas de compreender os efeitos reais das flutuações na quantidade de moeda. Essa análise deveria, entretanto, contemplar as bases institucionais do sistema monetário e como seu funcionamento gerava distorções sobre os preços da economia. Seguindo a linha de Wicksell, o preço escolhido foi a taxa de juros. A demanda e a oferta de capital são

compatibilizadas na forma monetária, a qual sofre constantes distorções em virtude da atuação dos bancos; esses por sua vez alteram arbitrariamente a quantidade de oferta de moeda por meio da ampliação do volume de crédito. (HAYEK, [1931] 1935, p. 23).

Em *Prices and Production* Hayek concentrará seus esforços em demonstrar os efeitos da organização do sistema monetário sobre o lado real da economia, sem enfatizar a origem do problema, já detalhada em seu primeiro trabalho de 1929. Neste livro, o autor afirmava haver uma dependência da economia em relação à organização do sistema de crédito, o qual seria responsável pela elasticidade da oferta de moeda à disposição do sistema econômico. Essa simbiose de natureza mutualística formaria a condição ‘necessária e suficiente’ para a emergência do ciclo econômico.

Esse capítulo tem por tarefa sistematizar a relação entre essas duas obras do autor, salientando os aspectos em que ambas se complementam. Primeiramente, apresenta-se a definição do conceito de poupança forçada, além de avaliar o privilégio a ele conferido no quadro analítico hayekiano. Em seguida, demonstra-se a particularidade da teoria austríaca dos ciclos, a qual afirma haver, em decorrência do desequilíbrio monetário, um favorecimento dos setores produtores de bens de produção, em detrimento dos setores de bens de consumo final. Busca-se apresentar a teoria dos ciclos do autor, focando os conceitos e postulados básicos referentes ao papel desempenhado pela moeda no quadro analítico hayekiano, demonstrando a defesa da não-neutralidade da moeda no curto-prazo.

### **3.1 – O problema da poupança forçada**

Em sua palestra de abertura na *LSE* Hayek apresentou um levantamento das principais questões abordadas pelas teorias monetárias do ciclo. O autor estabeleceu quatro estágios na evolução do tratamento desse problema. O autor salienta que a definição dos estágios não significa que cada estágio tenha tomado o lugar do anterior. Ao contrário, eles co-existem ao longo do tempo. O primeiro estágio tem como representante principal John Locke e sua abordagem da relação direta entre a quantidade de moeda e o nível de preços. O segundo estágio seria ocupado pelas críticas de Richard Cantillon, David Hume, J. E. Cairnes às análises de cunho quantitativistas que desconsideravam o processo de ajustamento dos preços às variações na quantidade de moeda.<sup>56</sup> O terceiro estágio compreendia tentativas de explicar

---

<sup>56</sup> A referência a David Hume como crítico da teoria quantitativa pode parecer estranha, visto que anteriormente o economista britânico foi inserido como um dos expoentes na utilização da equação de troca, apresentada no primeiro capítulo do presente trabalho. Nesse sentido, é importante esclarecer que David Hume utilizou a teoria quantitativa da moeda, mas fez reservas quanto às suas conclusões, indicando haver um período entre a elevação

a relação entre moeda e preços por meio de um mecanismo indireto, a saber a taxa de juros. Alguns representantes dessa linha são Henry Thornton, Thomas Joplin, Thomas Tooke e J. S. Mill. As teorias dessa categoria levavam em consideração a relação entre a taxa de juros, a quantidade de moeda em circulação e, como conseqüência necessária dessa, o nível geral de preços. O quarto estágio consiste na interação entre as abordagens do segundo e do terceiro estágios, formando um quadro analítico geral que salientava a influência de um aumento na quantidade de moeda sobre a produção de capital, tanto diretamente quanto por meio da taxa de juros. A análise que associava moeda e produção de capital recebeu o nome de “poupança forçada”. (HAYEK, [1931] 1935, p. 1-18).

Hayek buscou aprofundar-se no conceito de poupança forçada de forma a investigar os fatores que deflagram os ciclos econômicos, integrando os lados real e monetário da economia. O autor organizou um estudo (HAYEK, 1950) sobre a evolução do conceito ao longo da história do pensamento econômico, em 1932, identificando Jeremy Bentham como o pioneiro na percepção do fenômeno, tendo sido utilizado por uma constelação de pensadores ilustres como Malthus, Ricardo, J.S. Mill, Walras, Wicksell, Keynes, dentre outros.<sup>57</sup>

Para Hayek, o termo poupança forçada é uma “expressão infeliz” para definir o fenômeno em questão. (HAYEK, [1929] 1966, p. 220). Como será visto adiante, o autor associava a poupança forçada a um excesso de investimento resultante da expansão do crédito. Este por sua vez gerava uma re-alocação da riqueza social sem que os indivíduos se

---

da quantidade de moeda e a subsequente elevação dos preços em que a indústria é favorecida pelo fato de que o acréscimo no poder de compra atinge primeiramente os empresários. Assim, Hume estava ciente desse processo de ajustamento, como reconhece Hayek (1933, p. 9).

<sup>57</sup> Bentham já tratava, em 1804, da “frugalidade forçada”, a qual se definia por um acréscimo na massa de riqueza futura, garantida pela destinação dos fundos arrecadados pelo governo, por meio de impostos – ou pela criação de papel-moeda -, à produção de bens de capital. (HAYEK, [1929] 1966, p. 18). A primeira análise mais detalhada do problema foi, contudo, a de Thomas Malthus, em 1811. O autor britânico já enfatizava a necessidade de se verificar a influência de uma distribuição desigual dos meios circulantes sobre a acumulação de capital, destinada a facilitar a produção futura. Isso seria conseguido pela mudança na razão entre o capital e sua receita, de forma a concentrar o produto da economia nas mãos das classes produtivas. Adicionalmente, Hayek cita autores como Thomas Joplin e J. S. Mill, tendo esse último mencionado o problema sob o termo “acumulação forçada”, sem conceder maior importância ao fenômeno. O economista austríaco afirma que por muitos anos esse problema foi desconsiderado pela teoria, tendo sido retomado somente em 1879, por Leon Walras. Foi por meio dos estudos do economista francês que a doutrina da poupança forçada chegou ao conhecimento de Knut Wicksell. A análise crítica sobre a teoria wickselliana ensejou a consolidação da poupança forçada como elemento central da análise hayekiana dos ciclos. (HAYEK, [1929] 1966, p. 26). Depois de Wicksell, outros autores chegaram a identificar o fenômeno. Dentre eles, destacam-se, no continente europeu, Ludwig von Mises (1912) e Joseph Alois Schumpeter (1912). Em Cambridge, na Inglaterra, reconhecem-se os trabalhos de D. H. Robertson e sua “*Imposed Lacking*”, de Arthur Pigou e sua “*Forced Levies*” e, por fim, John Maynard Keynes, “*who discusses the same problem in his Treatise on Money, [but] rejects this terminology and prefers to speak simply of investment being in excess of saving*”. (HAYEK, [1932] 1950, p. 196-197). Nesse ponto, Hayek admite que Keynes foi muito feliz em omitir o termo em seu *Treatise on money*. Ao comentar a rejeição do autor britânico à terminologia, Hayek ([1932] 1950, p. 196-197) diz: “*and there is much to be said in favor of this*”.

dessem conta dela, senão somente quando seus efeitos se fizessem sentir no aumento de preços. Nesse sentido, a poupança forçada:

*causes a part of the social dividend to be distributed to individuals who have not acquired legitimate claim to it through previous services, nor taken them over from others legitimately entitled to them. It is thus taken away from this part of the community against its will. (HAYEK, [1929] 1966, p. 220).*

$$\bar{y} = a'.w + b'.\pi \quad (3.3)$$

onde  $a' < a$  e  $b' > b$ , uma vez que  $a + (b + c) = 1$ . Fica demonstrado o efeito distributivo da expansão do crédito, que Hayek definiu acima como uma transferência ilegítima - isto é, sem o consentimento da comunidade - de recursos para alguns indivíduos.

Com efeito, Hayek tentou realçar a relevância desse fenômeno para a compreensão do ciclo econômico, sendo possível derivar de seu tratamento desse problema alguns postulados básicos referentes à neutralidade da moeda em relação ao funcionamento do sistema econômico.<sup>59</sup> Como será demonstrado adiante, o autor defende que o excesso de investimento em relação à poupança gera variações nos termos de troca entre os setores da economia, tendo como móvel a atividade empresarial em determinados ramos da economia, os quais são financiados pelo crédito, isto é, dinheiro adicional. Esse por sua vez tem um ponto de injeção específico na economia: o sistema bancário.

### 3.1.1 – Poupança forçada, preços relativos e sistema bancário

Ao final da sistematização de sua nova abordagem do problema da moeda, no capítulo 9 de *Interest and Prices*, Wicksell descreve o efeito real decorrente do avanço dos investimentos à frente da poupança:

*The real saving which is necessary for the period of investment to be increased is in fact enforced – at exactly the right moment – on consumers as a whole; for a smaller quantity than usual of consumption goods is available for the consumption (...). (WICKSELL, 1965, p. 155-156).*

Acrescenta-se a esse trecho a noção, apresentada pelo autor, de que os consumidores serão recompensados pela sua abstinência no futuro, quando haverá maior disponibilidade de bens destinados ao consumo final. Existe, portanto, uma tensão entre o setor real e o setor monetário, uma vez que os consumidores são “forçados” a abrir mão de seu consumo presente para que os empresários ampliem a capacidade produtiva da economia. É definido como compulsório porque se trata de um processo que se desdobra a despeito da vontade dos indivíduos. Em outras palavras, as ações de um agente econômico estão condicionadas às ações de seus semelhantes.

---

<sup>59</sup> Utilizando os termos da teoria quantitativa da moeda, a poupança forçada gera efeitos distributivos da renda, invadindo, assim, o lado real da economia. Esse fato em si já demonstra a não-neutralidade da moeda na teoria hayekiana, atendendo aos objetivos do autor austríaco. Kiyotaki (2006, p. 30) definiu o fenômeno da poupança forçada, em termos mais modernos, como uma “inflação não-antecipada”, o que, para os teóricos das expectativas racionais, constitui uma condição para que a moeda tenha efeitos sobre o lado real a economia.

Sobre esse tema, Wicksell fornece elementos embrionários do problema da subjetividade ao qual Hayek se dedicará posteriormente, com seu estudo sobre economia e conhecimento. O que interessa na passagem a seguir é a aplicação que Wicksell faz do problema da coordenação dos agentes no que se refere à distribuição do produto social:

*It would appear, for instance, that the distribution of the product of industry between capitalists and entrepreneurs depends on nothing more than their subjective dispositions or caprices. It has, however, to be remembered that we are dealing with moods and influences which, arising out of a single motive, are common to all individuals and call for uniform treatment. The effect is, therefore, the same as though there were conscious co-operation for a common end. (WICKSELL, 1965, p. 154).*

Wicksell reconhece o mecanismo espontâneo de coordenação das iniciativas individuais desempenhado por esse “motivo único” que pode ser descrito como a busca dos meios para a sua subsistência ou a plena satisfação das necessidades dos indivíduos. Esse objetivo de guia disciplina a concorrência, a qual impede, contudo, que um único indivíduo interfira no comportamento da coletividade, de forma que ele é impelido a seguir as tendências gerais das decisões coletivas.

*At the same time, it is scarcely open to doubt that by means of economic co-operation the capitalists and entrepreneurs, who control the subsistence-fund of society, could diminish the share of labour and other factors of production to an almost unlimited extent, and bring about a corresponding increase in their own share in the product. On the other hand, the individual capitalist or entrepreneur is in this respect practically powerless. He has to follow the stream – and while it is true that himself forms a part of this stream, its force is irresistible. (WICKSELL, 1965, p. 154-155).*

Como a cooperação é guiada pelas instituições sociais, adquire legitimidade o poder detido pelo empresário de deprimir a renda real dos assalariados por meio da captação de crédito. Da mesma forma, não se pode culpar os bancos pela deflagração do ciclo. Ambos são incapazes de deter a formação das condições que geram as flutuações. Eles tão-somente constituem partes do processo. E como partes que são, desempenham as funções que lhes foram atribuídas. O problema reside no acordo social espontânea e historicamente constituído que colocou sobre a organização do crédito a alavanca para o crescimento econômico. (HAYEK, [1929] 1966, p. 189).

Portanto, a espontaneidade do processo exige o empresário da responsabilidade pelo adiamento do consumo presente, visto que esse processo segue vias indiretas, sendo intermediado pelo sistema bancário e pela concorrência em cada um dos mercados. O “fluxo de força irresistível” a que Wicksell se refere pode ser entendido como o conjunto de

restrições e condições às quais os empresários estão submetidos no âmbito de uma sociedade atomizada, tais como os saldos monetários individuais das firmas e os objetivos de maximização do lucro. Os resultados agregados explicitariam esse sintoma, mostrando um excesso de investimento ao custo de adiamento do consumo presente.

Hayek faz uma aproximação diferente ao argumento acima, centralizando sua atenção nos preços relativos, ao invés dos preços agregados da teoria wickselliana. Segundo o austríaco, a tarefa da teoria econômica consiste em elucidar por que certas necessidades, de certas pessoas, podem ser satisfeitas mais favoravelmente do que necessidades de outra natureza detidas pelo restante dos indivíduos. Entretanto, esse problema prescinde da existência do dinheiro, visto que o montante absoluto de moeda existente não impõe qualquer consequência ao bem-estar da humanidade. Em outras palavras, não há um valor objetivo do dinheiro, como defendem as teorias monetárias que se ocupam do nível de preços. Por outro lado, é possível medir objetivamente o valor objetivo dos bens, a saber: a relação direta entre eles guiada pela escassez relativa. Os preços individuais indicam em que medida a demanda por esses bens pode ser atendida. Assim, o objetivo de Hayek é entender como a consideração das propriedades da moeda, especificamente os efeitos do crédito, afetam o comportamento dos preços relativos. (HAYEK, [1931] 1935, p. 30-31).

Dessa forma, o fenômeno da poupança forçada implica uma transferência da riqueza dos consumidores para a classe produtiva, conseguida por meio do adiamento do consumo presente da sociedade. Isso ocorre da seguinte maneira: quando o banco concede um montante de crédito a uma firma, está criando poder de compra adicional, o qual será destinado à aquisição de bens para a produção, elevando os preços desses bens. Como a economia é constituída por uma rede de trocas comerciais, esse poder de compra encontrará os limites produtivos dos setores, gerando um aumento nos preços dos fatores de produção. Dentre esses está o trabalho, cujos rendimentos, na forma de salários, serão despendidos na compra de bens de consumo. Esses setores serão afetados eventualmente, via aumento de preços, ocasionando uma restrição orçamentária mais rígida aos consumidores. Como esses últimos não detêm o poder de reajustar seus salários de forma deliberada, o consumo é compulsoriamente reprimido, sem que haja qualquer possibilidade de reivindicação imediata por parte dos consumidores, uma vez que o processo somente é percebido quando do aumento dos preços.

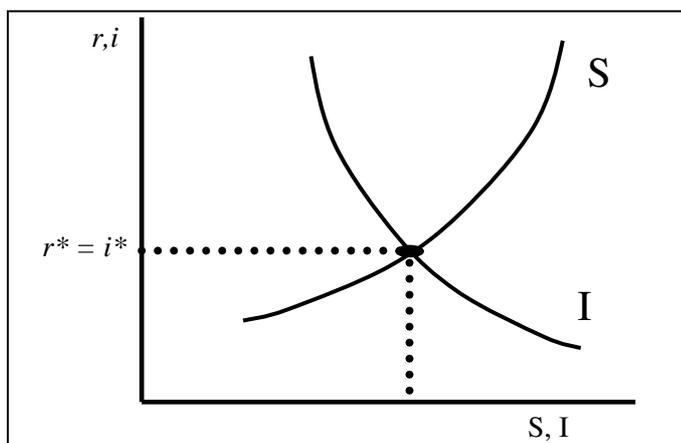
Hayek enfatiza que o encarecimento dos bens de consumo é resultado da acomodação dos preços relativos da economia, os quais refletem as relações de escassez entre os produtos. Assim, a poupança forçada deflagra um movimento espontâneo de ajustamento

entre os diferentes preços, cujo ponto de partida é o incremento localizado do poder de compra (expansão do crédito), levando ao aumento na demanda por bens de produção em proporção maior do que o estoque de poupança da sociedade permitiria. Em outras palavras, ocasionando o excesso de investimento em relação à poupança.

### 3.2 – A alocação da poupança entre bens de produção de bens de consumo

Hayek elegeu a poupança forçada como o fator deflagrador do ciclo econômico em seu modelo. Garrison (2004, p. 326) aponta que a importância fundamental desse conceito encontra respaldo na tradição da escola austríaca, para a qual o ciclo econômico é resultado da redução da taxa de juros via expansão do crédito. Nesse sentido, a sociedade estaria se expandindo além do que permitem as suas poupanças. Pode-se definir, portanto, uma dicotomia austríaca entre poupança voluntária e poupança forçada. A poupança voluntária é resultado das preferências intertemporais dos indivíduos, de maneira que esses escolhem a proporção de seu consumo presente, em termos reais, que eles estão dispostos a abrir mão para obter uma quantidade maior de consumo no futuro. A poupança forçada por sua vez ocorre sem que os indivíduos se dêem conta, isto é, às suas costas.

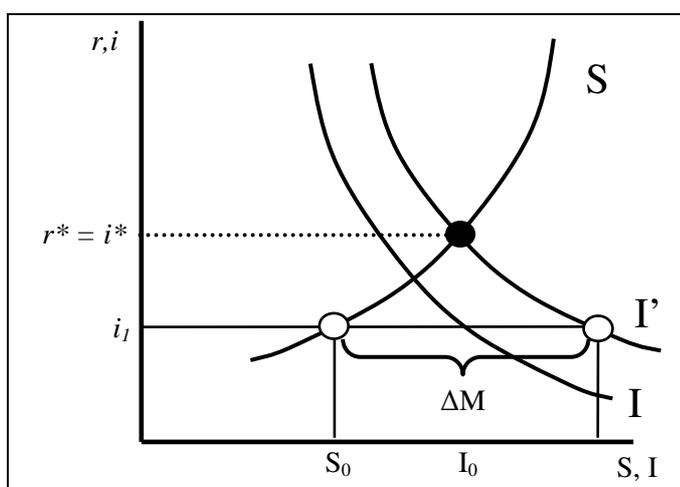
Voltando à análise gráfica do capítulo anterior e utilizando-se a terminologia de Wicksell, tem-se a relação entre poupança e investimentos. A figura 3.1 retrata o ponto de equilíbrio da economia que se dá quando a taxa de juros natural  $r$  (dada pela produtividade marginal dos fatores de produção) iguala-se à taxa de juros nominal (no mercado de fundos emprestáveis), de forma que o volume de investimento ( $I$ ) é igual ao volume de fundos disponíveis para o seu financiamento ( $S$ ). Nesse ponto, a economia se expande de forma sustentável, isto é, a poupança determina o volume de investimentos ( $S \rightarrow I$ ).



**Figura 3.1** – Equilíbrio no mercado de fundos de empréstimo ( $r = i$ ). Fonte: (GARRISON, [2001] 2006).

Suponha-se, agora, que haja uma melhoria generalizada nas perspectivas de lucro na economia, o que gera um deslocamento da curva de investimentos para a direita, de  $I$  para  $I'$ , como mostra a figura 3.2 abaixo. Com isso, a taxa de juros natural ( $r$ ) se eleva até o novo ponto de equilíbrio. Por outro lado, o aquecimento do “espírito empreendedor” necessitará de mais recursos para o financiamento dos projetos decorrentes dessa onda de otimismo. No entanto, o volume de poupança voluntária se manteve inalterado. Tem início, em seguida, uma concorrência pela aquisição dos empréstimos disponíveis, privilegiando aqueles dispostos a arcar com uma taxa de juros mais elevada. A taxa de juros nominal ( $i$ ) que resultar dessa concorrência será equivalente à taxa de juros natural ( $r$ ), restabelecendo o equilíbrio ( $i^* = r^*$ ).

Argumentou-se no capítulo anterior que, numa situação como essa, os bancos não elevam a taxa de juros tão logo percebem o aumento na demanda, acomodando a demanda adicional por meio da ampliação do volume de crédito concedido às empresas. Por esse motivo, a taxa de juros nominal  $i^*$  que sofreu elevação não foi acompanhada pela taxa de juros nominal  $i_l$ , sinalizando aos investidores a existência de um volume de poupança maior do que aquele que se encontra nos caixas dos bancos. A figura 3.2 apresenta essa situação, em que a poupança (em parte voluntária e em parte involuntária) acomoda a demanda por investimentos por meio da extensão do volume de crédito, representado na figura por  $\Delta M$ . Nesse ponto, ao contrário da situação retratada na figura 3.1, o investimento determina a poupança ( $I \rightarrow S$ ).



**Figura 3.2** – Desequilíbrio no mercado de fundos de empréstimo ( $r > i$ ). Fonte: (GARRISON, [2001] 2006).

[...] *in the tradition on Wicksell, Hayek regards as central the relationship between the current actual rate of interest (the ‘money rate’) and the ‘natural rate’ which would preserve saving/investment equilibrium. Departure from Walrasian equilibrium occurs when these two rates diverge, and Hayek always assumes that the initial departure is in the direction of over-expansion, with the money rate below the natural rate.* (COTRELL, 1994, p. 199).

Nessa situação, os recursos produtivos são alocados, portanto, de acordo com uma poupança maior, mesmo na ausência de abstenção adicional de consumo (poupança voluntária). Esse aumento artificial da poupança sinaliza a existência de um conflito entre consumidores e produtores, gerando um desequilíbrio intertemporal nos mercados. Isso significa que deve transcorrer algum tempo até que a incompatibilidade entre os planos dos consumidores e produtores seja perceptível. Em outras palavras, a acumulação de capital artificialmente induzida reflete um conflito pela apropriação da riqueza social; após os ajustamentos via processo de mercado, esse conflito se transforma em crise. Hayek apresenta a sua teoria, dessa forma, com o objetivo a revelar a seqüência de ajustes sofridos pela economia a partir do efeito perturbador da poupança forçada.

Piero Sraffa foi considerado o crítico mais rigoroso da teoria os ciclos de Hayek. Em seu artigo no *Economic Journal* (SRAFFA, 1932, p. 42), Sraffa teceu críticas contundentes ao modo de exposição do austríaco, dizendo que, salvo a palestra inicial em que Hayek fez um levantamento histórico das teorias monetárias, o trabalho se adaptava facilmente à tradição dos economistas monetários da época, isto é, a da “ininteligibilidade”. Ao comentar as definições preliminares dos conceitos fundamentais da teoria austríaca do capital e de como o fluxo de moeda altera as composições entre bens de produção e bens de consumo, diz sarcasticamente que Hayek havia construído uma prensa a vapor para quebrar uma noz – “*and then he does not crack it*”. (SRAFFA, 1932, p. 45).<sup>60</sup>

A crítica de Sraffa possivelmente se justificava pela sua discordância em relação à teoria austríaca do capital, tendo sido, por isso, instado por Keynes a participar do embate

---

<sup>60</sup> A passagem a seguir mostra a virulência do tom que Sraffa empenhou ao comentar o trabalho de Hayek. A prensa a vapor (*steamhammer*) a que ele se refere é o quadro analítico da escola austríaca: “*Since we are primarily concerned in this review with the nut that is not cracked, we need not spend time criticising the hammer. The part which its description plays in the book is little more than that of obscuring the main issue; a maze of contradictions makes the reader so completely dizzy, that when he reaches the discussion of money he may out of despair be prepared to believe anything*”(SRAFFA, 1932, p. 45). Cottrell (1994, p. 202-203) justifica o sarcasmo contido na revisão de Sraffa: “*One can understand the frustration of Sraffa, the remorseless logician par excellence, faced with the twists and turns of Hayek’s argument. Contradictions there undoubtedly are, and if anything is to be salvaged from the central sections of Hayek’s book it can only be through a sympathetic reading which attempts to repair the argument in the ways most favourable to the author’s general thrust*”.

com Hayek. (LIMA, 1998, p. 23).<sup>61</sup> Adicionalmente, havia a estranheza causada pela forma de exposição fundamentada na teoria austríaca do capital, a qual era eminentemente desconhecida da comunidade acadêmica inglesa de economia. Pode-se afirmar com segurança que, em certa medida, a situação daquela época se reproduz atualmente, visto que essa abordagem é muito pouco conhecida do público em geral, e até mesmo na academia. Em virtude das peculiaridades analíticas da teoria austríaca é válido apresentar algumas de suas definições fundamentais, de forma a tornar a discussão posterior, parafraseando Sraffa, menos “ininteligível”.

### 3.2.1 – Definições e conceitos da teoria austríaca do capital: heterogeneidade e transitoriedade<sup>62</sup>

Lionel Robbins publicou, em 1932, seu livro *An Essay on the Nature and Significance of Economic Science* (ROBBINS, [1932] 1969). Nesse trabalho, o economista responsável pela ida de Hayek à Inglaterra definiu a escassez como o princípio organizador da ciência econômica. Como aponta, Robbins havia permanecido um período em Viena, onde desfrutou do ambiente intelectual austríaco e entrou em contato com o pensamento de Menger, Böhm-Bawerk, Weiser e Mises, sendo influenciado sobremaneira por este último. McCormick (1992, p. 24)<sup>63</sup>. É dele a reconhecida definição de economia como a ciência que estuda a maneira como a sociedade escolhe os meios escassos para atingir fins alternativos.

[...] when time and the means for achieving ends are limited and capable of alternative application, and **the ends are capable of being distinguished in**

---

<sup>61</sup> O debate entre Hayek e Sraffa se origina com a revisão crítica feita pelo austríaco ao livro de Keynes, *Treatise on Money*. O debate público entre Keynes e Hayek, detalhadamente relatado em McCormick (1992, p. 61-6). Lima (1998, p. 23) chega a cogitar a possibilidade de Hayek ter influenciado, por meio desse debate, a evolução do pensamento de Keynes da direção da *Teoria Geral*: “*I would venture that though Keynes, symptomatically enough, did not reply to the second part of Hayek’s review of the TM [Treatise on Money] and instead sicked Sraffa on a review of Prices and Production, Hayek’s capital-theoretic objections against the TM may have left some impression on Keynes, thus having triggered a thought process that culminated in some distinctive features of the GT [General Theory]*” (negrito nosso).

<sup>62</sup> A teoria do capital é objeto de profundas controvérsias, as quais extrapolam o escopo desse trabalho. A consistência lógica e a viabilidade da teoria austríaca do capital não serão discutidas aqui. Para os propósitos do presente estudo, é suficiente apresentar a matriz teórica subjacente à teoria apresentada por Hayek. Para tanto, a apresentação será orientada, em grande medida, pelos trabalhos de Soromenho (1994, seção 3.2 e 1998). Esses trabalhos fazem uma exposição mais detalhada sobre as origens e os desdobramentos da teoria austríaca do capital. Para mais detalhes referentes à controvérsia sobre o capital, numa versão crítica da teoria austríaca, ver Lima (1998) e McCormick (1992, capítulo 5).

<sup>63</sup> “*And in the 1920s and 1930s he went on holiday to Vienna, fell in love with the city and was strongly influenced by Mises. And the Austrian influence is noticeable in his monograph An essay on the Nature and Significance of Economic Science*” (McCORMICK, 1992, p. 24). Outra referência à influência da escola austríaca sobre Robbins é feita por Screpanti e Zamagni (2003, p. 197), dizendo que esses contatos do autor com o pensamento austríaco: “*led to the publication of An Essay on the Nature and Significance of Economic Science, which permitted the introduction of a great many of Austrian ideas into mainstream economics*”.

*order of importance, then behaviour necessarily assumes the form of choice. Every act which involves **time** and **scarce means** for the achievement of one end involves the relinquishment of their use for the achievement of another. **It has an economic aspect.** (ROBBINS, 1969, p. 14 – negritos nossos).<sup>64</sup>*

A partir do trecho citado acima, podem-se distinguir dois elementos fundamentais da teoria austríaca do capital, a saber, a escassez e o tempo. A primeira será parte importante da teoria de Hayek, por lidar com o grau de escassez relativa dos produtos na economia refletida nos seus preços desses em relação aos outros. Por outro lado, a tentativa de incorporar na teoria os aspectos temporais da produção consiste na principal contribuição da escola austríaca à análise econômica, permitindo à teoria austríaca do capital inserir a idéia de processo de produção no tempo. Essa noção teria sido herdada da teoria clássica, juntamente com as concepções de que o capital constituía um adiantamento efetuado aos fatores produtivos originais (terra e trabalho), de um processo não-circular da produção e o privilégio conferido ao capital circulante, em detrimento do capital fixo. A peculiaridade da visão austríaca encontra-se no seu esforço de sintetizar essa visão clássica com o postulado de comportamento maximizador dos agentes, promovido pela escola marginalista, da qual Carl Menger é um dos fundadores. (SOROMENHO, 1994, p. 122-123).

Menger hierarquizou os bens em diferentes ordens. Cada ordem representava a maneira direta ou indireta com que as necessidades dos indivíduos eram satisfeitas. Os bens de primeira ordem são aqueles que atendem as necessidades mais imediatas dos indivíduos, ou seja, os bens de consumo. Os bens de ordem mais elevada constituem formas indiretas pelas quais os indivíduos buscavam gerar mais bens de primeira ordem. Por exemplo, um homem que mora à beira de um rio precisa alimentar a sua família por meio da pesca. Ele consegue pescar peixes com suas mãos, mas isso exige tempo e energia. Todavia, se ele conseguisse criar uma vara de pescar, poderia aumentar seu consumo e de sua família. Para isso, precisa despende energia na construção da ferramenta, energia essa que poderia ser usada para pescar os peixes com as mãos. Isso significa que sua família terá de se contentar com um consumo reduzido, senão nulo, durante o período de manufatura da vara de pescar. Para construir o instrumento (bem de segunda ordem), o homem precisa usar uma faca (bem

---

<sup>64</sup> Robbins (1969, p. 14) esclarece sua definição com o seguinte exemplo: “*If, in a limited lifetime, I would wish to be both a philosopher and a mathematician, but my rate of acquisition of knowledge is such that I cannot do both completely, then some part of my wish for philosophical or mathematical competence or both must be relinquished*”.

de terceira ordem) para cortar um pedaço de bambu e amarrar na ponta a linha e, nessa, o anzol (bens de quarta ordem).

Tem-se, portanto, que os bens de ordem mais elevada complementam os bens de ordem menos elevada de maneira seqüencial até que o consumo seja possível, decorrendo desse raciocínio a noção de não-circularidade do processo produtivo. Em outras palavras, cada bem da economia resulta de uma combinação em linha sequencial. (SOROMENHO, 1998, p. 515). Mais do que isso, a produção de bens de ordem mais elevada gera um efeito multiplicador sobre a quantidade de bens de primeira ordem. “A produção capitalista constituía-se, portanto, num processo no qual os bens intermediários eram sucessivamente transformados, total ou parcialmente, por meio do trabalho em bens de ordem inferior”. (SOROMENHO, 1994, p. 124).

Os austríacos acreditavam que a riqueza social seria ampliada com a utilização de mais trabalho nos produções de bens de ordem mais elevada. O aumento dessa riqueza estava, no entanto, condicionado a dois fatores: (1) a extensão do conhecimento humano quanto aos métodos de produção; e (2) a necessidade de se atender ao consumo imediato dos indivíduos.

Havia, portanto, uma associação entre a idéia de ordem seqüencial dos diferentes bens e o tempo ou período de produção. Assim sendo, o uso de bens intermediários era mais produtivo, mas destinava-se necessariamente a atender desejos humanos mais longínquos. Assim sendo, quanto maior fosse a importância atribuída às necessidades imediatas, menor seria a disposição de adotar processos de produção mais duradouros. (SOROMENHO, 1994, p. 125).

Posteriormente, Böhm-Bawerk sistematizou, em seu livro *A Teoria Positiva do Capital*, de 1889, os fundamentos da teoria do valor formulada por Menger. A preocupação central de Böhm-Bawerk era explicar a existência do juro nas economias de mercado. Entendia-se que o juro estava associado ao acréscimo na produção resultante da utilização de capital. Esse era constituído pelo conjunto de bens de produção, os quais podiam ser reduzidos ao tempo de aplicação dos fatores originais de produção: o trabalho e a terra. Esses elementos tinham seu comportamento determinado por leis alheias ao escopo da análise econômica, não cabendo a essa última explicar seu funcionamento, mas tão-somente tomá-las como dadas. Entretanto, se o capital era a cristalização do trabalho e terra, como explicar um retorno, auferido pelo seu proprietário, maior do que a remuneração dos fatores? Böhm-Bawerk encontrou a explicação para o juro nas preferências intertemporais dos agentes econômicos, combinando-as com os conceitos de tempo e de métodos indiretos de produção. (SOROMENHO, 1998, p. 501).

A produção consiste na submissão das leis da natureza aos propósitos humanos. Haveria duas formas de produção: a direta e a indireta. Na primeira, o ser humano satisfaz suas necessidades recolhendo diretamente da natureza os produtos para o seu sustento. A produção indireta é a manifestação do sistema capitalista, em que se divide o processo em um conjunto de atividades preparatórias. Nessas etapas são gerados os bens intermediários, os quais são combinados com o trabalho e com os recursos naturais originando, finalmente os bens de consumo.

O objetivo final de toda a produção é a fabricação das coisas com as quais podemos atender a nossas necessidades, portanto, de bens de uso ou bem de primeira ordem (...).Explicando melhor: ou intervimos com nosso trabalho imediatamente antes do objetivo, de sorte que, colocado esse trabalho, se encerra completamente e de imediato o conjunto das condições de produção do bem desejado, e conseqüentemente a produção do bem desejado segue *imediatamente* à intervenção de nosso trabalho, ou então tomamos deliberadamente outro caminho, **mais longo**, ou seja: associamos primeiro nosso trabalho apenas **a causas mais remotas de produção** do bem desejado, sendo que dessa associação conseguimos não ainda o próprio bem desejado, mas apenas, por ora, uma causa mais próxima de produção desse bem, a qual então deve ser novamente associada a matérias e forças apropriadas, até que, finalmente – talvez somente depois de vários elos intermediários – surja disso tudo o bem desejado, como meio de satisfação de nossas necessidades. (BÖHM-BAWERK, [1889] 1988, p. 35).

Assim, por meio de um tempo médio de produção, o processo elementar supunha que os insumos eram distribuídos uniformemente em todos os estágios de produção. Adotar métodos mais indiretos implicava incrementar o número desses estágios, o que significava aumentar o período médio de duração do processo produtivo. Esse conceito demonstrava que a produção se caracterizava pela aplicação sucessiva de insumos ao longo do tempo. Entretanto, os empresários precisariam remunerar os fatores de produção antes de receberem as receitas obtidas com as vendas dos produtos finais. Assim, quanto maior for a capacidade de um empresário de financiar previamente os fatores originais, mais produtivo será o processo adotado.

Os recursos haveriam de financiar as matérias-primas e os bens de produção fornecidos por outras indústrias. Adicionalmente, era necessário antecipar os salários dos trabalhadores de forma que esses pudessem se manter, isto é, comprar bens de consumo. Por fim, devia ser levado em conta o pagamento pelo uso da terra. No caso de um processo perfeitamente integrado, o capital seria composto pelo conjunto de bens necessários para sustentar os trabalhadores e os proprietários fundiários. No entanto, o que ocorreria se os empresários não dispusessem dos recursos exigidos para iniciarem a produção?

Nesse caso, era necessária a contratação de um serviço de crédito, garantida pela abstenção do consumo efetuada pelos capitalistas. Esses são proprietários dos meios de produção e fornecem os adiantamentos necessários aos empresários, recebendo desses, ao fim do processo, o pagamento pelo empréstimo na forma de bens de consumo. A produção era reiniciada e seguia o mesmo curso. Assim sendo, a quantidade de poupança se relacionava com a oferta de fundos disponíveis determinando a taxa de juros e, por conseguinte, a intensidade dos métodos de produção a serem adotados. Era possível estabelecer, dessa forma, a possibilidade de troca entre consumo presente e consumo futuro. Essa possibilidade estava condicionada a dois fatores: (1) as preferências intertemporais dos agentes – isto é, quanto de consumo presente cada indivíduo deseja adiar; e (2) produtividade dos métodos indiretos de produção.<sup>65</sup>

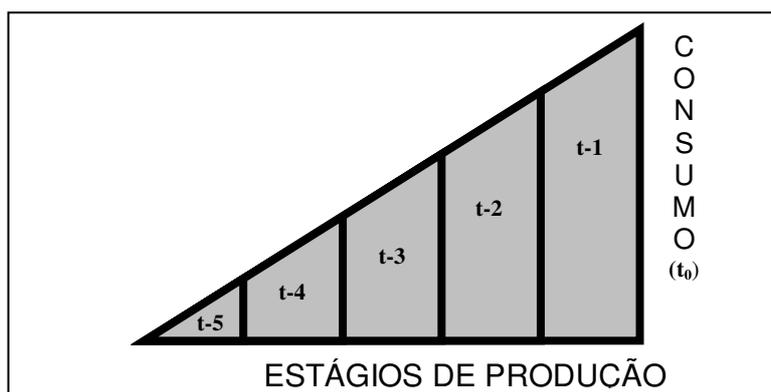
Um aumento de poupança voluntária, isto é, uma decisão autônoma dos capitalistas no sentido de reduzirem o seu consumo presente, traduzia-se numa queda da taxa real e induzia os empresários a adotarem métodos mais indiretos. Uma vez atingido o novo estado estacionário, cada trabalhador empregado na produção direta de bens de consumo operava com uma maior dotação de capital. Elevava-se, por conseguinte, o salário real e decrescia a taxa de lucro. O método técnico empregado em particular momento, entre os diversos conhecidos, era, portanto, determinado pela oferta de capital disponível e não apenas por meio de considerações de caráter técnico. (SOROMENHO, 1994, p. 133-134).

A teoria austríaca do capital pressupunha a produção capitalista como um conjunto de processos sincronizados entre si. Para ilustrar o processo elementar da teoria austríaca, pode-se fazer uso de uma apresentação gráfica.<sup>66</sup> Suponha-se que o processo produtivo seja composto por estágios produtivos seqüenciais, perfeitamente integrados e organizados por uma única firma, no qual há acréscimos sucessivos de insumos produtivos, como mostra a figura 3.3, a qual retrata o que ficou conhecido como “os triângulos de Hayek”.(GARRISON, 2004, p. 338).

A partir da figura, a noção de não-circularidade do processo produtivo fica explícita. Para cada processo, o acréscimo de insumos se dá numa direção - isto é, de (t-5) para (t-1). Cada nova técnica produtiva se define por uma combinação diferente de insumos existentes,

<sup>65</sup> Negishi (1989, p. 297-307) apresenta a teoria dos juros de Böhm-Bawerk. Dentre as causas para a existência dos juros, o autor austríaco aponta a existência de métodos mais indiretos de produção. Assim, as pessoas estariam dispostas a abrir mão de seu consumo presente em troca de um consumo mais abundante no futuro. Essa abundância relativamente maior seria os juros, os quais se manifestariam na forma de preços mais baixos. “*The superiority of a more roundabout method of production is defined such that the production with higher capital-labor ratio requires a smaller amount of labor directly and indirectly necessary to produce a given amount of consumers’ goods. The capital-labor ratio is chosen by firms to maximize the rate of return or the rate of interest*”. (NEGISHI, 1989, p. 304).

de forma a ser definida como um processo novo. O eixo horizontal representa o número de estágios de produção. O eixo vertical representa a quantidade de bens de consumo produzidos. Do período (t-2) até (t-5) tem-se o acréscimo de estágios indiretos de produção. O período (t-1) equivale à produção direta, como no exemplo do pescador que captura os peixes com as mãos. O momento  $t_0$  é aquele em que ocorre o consumo. Assim, supondo-se que cada estágio tenha duração de 1 ano, um processo produtivo que detenha cinco estágios de produção exigirá cinco anos para derramar no mercado uma quantidade adicional de bens de consumo.

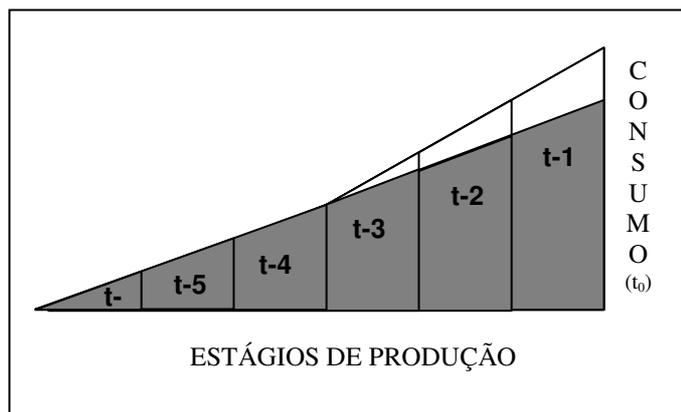


**Figura 3.3** – Triângulos de Hayek: a estrutura temporal da produção. Fonte: (GARRISON, [2001] 2006).

Suponha-se agora que ocorreu uma mudança nas preferências intertemporais dos indivíduos, levando-os a poupar mais. Haverá recursos ociosos, isso é sem emprego imediato, ocasionando uma redução na taxa de juros real, incitando os empresários a procurarem processos de produção mais eficientes ou, usando a terminologia austríaca, métodos mais indiretos.

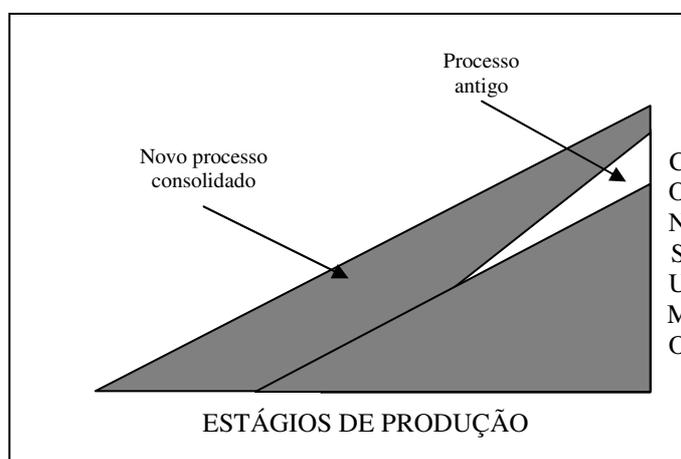
A figura 3.4 compara o processo antigo ao novo, sendo que este agora é constituído por 6 estágios e ocasionou uma redução do consumo presente. Para que o novo processo possa ser concluído, isto é, consiga fornecer os bens de consumo final, é necessário haver uma abstinência de consumo, representada pelos triângulos vazios nos estágios (t-3) até (t-1). A abdicação do consumo presente tem como motor a expectativa de adquirir mais bens no futuro. Essa relação intertemporal é disciplinada pelo valor da taxa de juros.

<sup>66</sup> Essa apresentação é uma versão adaptada daquela fornecida por Garrison (2004, p. 338 e [2001] 2006).



**Figura 3.4** – Transformação da estrutura de produção.  
Fonte: (GARRISON, [2001] 2006).

É importante destacar que a análise até o momento foi feita em termos de estática comparativa.<sup>67</sup> Assume-se uma série de condições para que o comportamento dos setores seja aquele representado pela figura, tais como a existência de métodos indiretos mais eficientes, a hipótese de alocação uniforme dos recursos ao longo da cadeia produtiva e, por fim, a suposição de um processo de produção perfeitamente integrado. Sob essas condições, a taxa de poupança que deflagrou o processo deve ser mantida no mesmo nível até a finalização do processo. Uma vez consolidada a nova técnica, atinge-se um novo estado estacionário, com uma produção mais abundante, como mostra a figura 3.5.



**Figura 3.5** – Finalização e crescimento do processo de produção. Fonte: (GARRISON, [2001] 2006).

<sup>67</sup> Em *Monetary theory and the Trade Cycle* (HAYEK, [1929] 1966), o autor austríaco adotava como ponto de partida para a análise dos ciclos a estática comparativa: “*The next task of monetary theory is, therefore, a systematic investigation of the effects of changes in the volume of money. In the course of this approach, relationships will inevitably be contemplated which do not have the permanence of the equilibrium relationships. All these results, however (and this must be emphasized to prevent misunderstanding) will be reached by the aid of the methods of static analysis, for these are the only instruments available to economic theory. The only difference is that these methods will be applied to an entirely new set of circumstances which have never, up till now, received the attention they deserve*”. (HAYEK, [1929] 1966, p. 197 – negritos nossos).

É importante destacar que os economistas austríacos estavam preocupados em compreender como o processo de produção sofria alterações a partir da mudança das preferências intertemporais dos agentes. Não obstante, não se trata de avaliar o funcionamento da economia após o estabelecimento de um processo mais (ou menos) indireto; mas sim de analisar a seqüência de ajustamentos que a economia passa quando da mudança das preferências intertemporais dos agentes.

*[...] the thing which is of main interest for us is that any such change from a method of production of any given duration to a method which takes more or less time implies quite definite changes in the organization of production, or [...] changes in the structure of production. (HAYEK, [1931] 1935, p. 38).*

Hayek assume como constante o conhecimento tecnológico, de forma a isolar o aspecto da organização da produção, de acordo com métodos mais ou menos longos.

*What I have here in mind are not changes in the methods of production made possible by the progress of technical knowledge, but the increase of output made possible by a transition to more capitalistic methods of production, or, what is the same thing, by organizing production so that, at any given moment, the available resources are employed for the satisfaction of the needs of a future more distant than before. (HAYEK, [1931] 1935, p. 36)*

Em outras palavras, a organização da produção é resultado das preferências intertemporais dos agentes, os quais se decidem por consumir mais ou menos no presente. Ao consumir menos, os indivíduos sinalizam aos empresários a possibilidade de expandir o processo produtivo frente à maior parcimônia da sociedade. Os empresários investem na produção de recursos produtivos, ampliando o período entre o início do processo e a chegada de bens de consumo ao mercado, alterando a estrutura temporal da produção.

Hicks (1965) denominou “travessia” a transição para métodos mais ou menos indiretos de produção da qual se falou nessa seção.<sup>68</sup> A análise até aqui foi feita em termos de estado estacionário com a perfeita integração dos estágios produção, como se uma única firma fosse a responsável por todo o processo. Essa hipótese visava contornar um problema significativo, a saber:

*[...] ao centrar sua atenção no estado estacionário, as apresentações formais da teoria austríaca supunham já existente o equilíbrio entre os diversos componentes do equipamento produtivo da sociedade; assumiam, portanto,*

---

<sup>68</sup> Todavia, a expressão já havia sido usada por Hayek, em seu artigo de 1928, quando Hayek fala da travessia como um fenômeno de desequilíbrio: “*Production, which is temporarily guided by ‘incorrect’ prices, will therefore always have to traverse a path towards equilibrium along which prices and quantities of output develop in parallel*”.(HAYEK, [1928], 1984, p. 101).

resolvido o problema de coordenação das ações dos diversos empresários produtores dos bens de diferentes ordens. (SOROMENHO, 1998, p. 515).

Portanto, quando se abandona a suposição de perfeita integração dos estágios, cada estágio do processo passa a ter um funcionamento autônomo. Os produtores deixam de ter a visão global de todo o processo e passam a ser guiados pelos preços de seus produtos no mercado. Surgem, em pelo menos dois pontos do sistema, problemas de coordenação entre as diversas iniciativas individuais. Um deles é o mercado de fundos emprestáveis, onde os empresários mais otimistas quanto aos seus ganhos futuros estarão dispostos a pagar uma taxa de juros mais elevada pelos recursos ociosos. Um segundo espaço de concorrência é o mercado de bens originais de produção, isto é, trabalho e terra. Hayek terá como objetivo apresentar como, num sistema de produção atomizada, a existência da moeda afeta as escolhas intertemporais dos agentes. Essa influência se dá quando a moeda impõe distorções aos mecanismos sinalizadores das condições de mercado - isto é, os preços relativos -, gerando efeitos sobre a estrutura temporal de produção da economia. Como se viu anteriormente, tais distorções resultam da expansão do crédito, a qual enseja sinais de mercado conflituosos entre si por meio do fenômeno da poupança forçada.

### *3.2.2– A poupança forçada e o desequilíbrio intertemporal: crédito e ciclo econômico*

A teoria dos ciclos de Hayek buscava fundamentar os eventos observados a partir do comportamento da economia. O ciclo se caracterizava por movimentos irregulares nos dados econômicos. Analisar esse fenômeno extrapolava a mera fundamentação estatística; ao contrário, era necessário prover um quadro analítico que explicasse as principais transformações que davam ensejo ao ciclo. Para o economista austríaco, o ciclo era tipicamente um fenômeno de desequilíbrio e, por isso, sua explicação escapava à análise de estática comparativa da teoria real walrasiana. Compreender a dinâmica do ciclo implicava descrever as tensões advindas da ausência de coordenação das ações individuais, isto é, implicava abandonar o pressuposto de equilíbrio geral, o qual se definia pela perfeita compatibilidade entre os planos dos diversos agentes, garantida pela atuação do leiloeiro walrasiano. Todavia, Hayek ainda não abdica completamente da análise de equilíbrio, tomando como base a suposição de concorrência perfeita. A partir desse pressuposto, o empresário guia suas decisões pelos preços correntes no mercado, de forma que a demanda pelo seu produto é perfeitamente sinalizada pela igualdade entre preços, custos marginais e custos médios.

Assim, Hayek entendia ser preciso adotar um ponto de partida que não deflagrasse os ajustes explicados pela teoria real. Em outras palavras, era necessário que as perturbações gerassem distorções unilaterais, o que só podia ser feito por meio da inserção da moeda - mais especificamente o crédito -, no sistema. Uma vez que a injeção da quantidade de moeda adicional tinha um ponto específico no sistema, o acréscimo não se dava de maneira uniforme para todos os agentes da economia. Dessa forma, havia uma alteração na restrição orçamentária, via saldos monetários, de alguns indivíduos da sociedade - nesse caso, os empresários. Portanto, o crédito ocasionava, via poupança forçada, a possibilidade de algumas necessidades, pertencentes a alguns indivíduos, serem mais facilmente atendidas do que as dos outros agentes da economia - problema esse que deveria ser o objeto de análise da economia.

A teoria hayekiana dos ciclos tem como dois elementos centrais os bens de produção e os bens de consumo. Como já foi dito anteriormente, a escolha de métodos mais indiretos de produção ensejará um aumento na procura por bens de produção, reduzindo a demanda por bens de consumo. Por outro lado, a redução na poupança reflete a preferência dos agentes por consumo presente, sinalizando aos empresários, via taxa de juros, a necessidade de métodos mais diretos de produção, de forma a atender à demanda presente por bens de consumo. Nesse caso, haverá maior demanda por bens de consumo, em detrimento dos bens de produção. A exposição da teoria tem como indicadores principais o comportamento dessas variáveis, a partir das quais serão explicados os desdobramentos sobre a estrutura produtiva da economia. Antes de abordar o caso de uma expansão do crédito, é válido demonstrar os efeitos de um aumento voluntário da poupança<sup>69</sup>, resultante da mudança nas preferências intertemporais dos agentes, para depois desenvolver o argumento principal do autor austríaco, salientando os efeitos reais de curto-prazo da moeda ao longo do ciclo econômico.

A maior parcimônia dos agentes resulta num volume de poupança maior. Com isso, a taxa de juros cobrada pela concessão de empréstimos é reduzida, tornando mais lucrativo aos empresários fazer uso dos fundos disponíveis. Adicionalmente, a demanda por bens de consumo se reduz, refletindo a preferência por consumo futuro. Com efeito, a lucratividade dos setores é afetada, porém não de maneira uniforme. Reproduzindo-se as equações de

---

<sup>69</sup>“*I am deliberately discussing here the ‘strong case’ where saving implies a reduction in the demand for all consumers’ goods, although this is a highly unlikely case to occur in practice, since it is in this case that many people find it so difficult to understand how a general decrease in the demand for consumers’ goods should lead to an increase of investment. Where, as will regularly be the case, the reduction in the demand for consumers’ goods affect only a few kinds of such goods, these special difficulties would, of course, be absent*”. (HAYEK, 1933, p. 50).

equilíbrio da taxa média de lucro, tal como em Soromenho (1994, p. 204), tem-se que as decisões dos empresários são guiadas pela “margem de preços”<sup>70</sup> entre os setores, dada por:

$$r_0 = \frac{py - (wn_0 + \pi_1 x_1)}{\pi_1 x_1} \quad (3.4)$$

onde  $r_0$  denota a taxa de lucro do estágio de bens de consumo final. Assim, o empresário de bens de consumo orienta suas decisões pela diferença entre as receitas ( $py$ ) e os custos ( $wn_0 + \pi_1 x_1$ ) em termos do valor monetário dos salários ( $wn_0$ ) e dos bens intermediários adquiridos do setor precedente ( $\pi_1 x_1$ ), dividindo-se essa diferença pelo custo dos bens intermediários ( $\pi_1 x_1$ ). Dessa forma, uma queda nos preços dos bens de consumo reduz a margem de lucro do empresário desse setor, mantidos constantes os preços dos setores intermediários. Por outro lado, os empresários dos setores de bens de ordem mais elevada respondem a variações na taxa de lucro média descrita pela seguinte equação:

$$r_i = \frac{\pi_i x_i - (wn_i + \pi_{i-1} x_{i-1})}{\pi_{i-1} x_{i-1}} \quad (3.5)$$

onde  $r_i$  representa a taxa de lucro média desses setores, a qual é resultado da diferença entre as receitas ( $\pi_i x_i$ ) e custos ( $wn_i + \pi_{i-1} x_{i-1}$ ) – dados pelo valor monetário dos salários desse setor ( $wn_i$ ) mais o preço monetário dos insumos produtivos adquiridos do setor precedente ( $\pi_{i-1} x_{i-1}$ ) – do setor, dividida pelo valor monetário dos bens do setor imediatamente anterior ao setor em questão. Dessa forma, uma queda nos preços do setor mais próximo do final da cadeia transfere efeitos para os setores por meio de uma possível queda nas receitas. Ao mesmo tempo, um aumento nos preços dos setores mais afastados em relação ao fim do processo tem o mesmo efeito, reduzindo a margem de lucro.

No curto prazo, a quantidade de capital é um dado para as diversas firmas dos diferentes estágios. Dessa forma, a redução da demanda por bens de consumo implica que a taxa de lucro esperada não se realiza plenamente. As firmas desse setor optam por reduzir a

---

<sup>70</sup> Sobre a margem de preço, Hayek (1933, p. 73-74) qualifica a definição da taxa de lucro de equilíbrio da seguinte forma: “*I have treated interest as if it were a payment for a definitely given factor of production, like wages or rent. In a state of equilibrium these margins are entirely absorbed by interest. Hence my assumption concealed the fact that the total amount of money received for the product of any stage will regularly exceed the total paid out for all goods and services used in this stage of production. Yet that margins of this kind must exist is obvious from the consideration that, if it were not so, there would exist no inducement to risk money by investing it in production rather than let it remain idle. The fact that in a state of equilibrium those price margins and the amounts paid as interest coincide does not prove that the same will also be true in a period of transition from one state of equilibrium to another*”. (grifos nossos).

quantidade de trabalhadores diretamente empregados, buscando reduzir seus custos. Enquanto isso, a taxa de juros monetária reduzida ocasiona uma alteração na estrutura de preços relativos da economia, uma vez que os bens de produção são mais procurados do que antes. As firmas ajustariam seus estoques de capital a partir do cálculo entra a queda da taxa de juros e os preços de ordem mais elevada. Esse ajuste se dá, contudo, ao longo do tempo.<sup>71</sup> O setor de bens de segunda ordem sofrerá redução na sua demanda, em virtude da queda dos preços do setor de bens de consumo, o que frustrará a obtenção da taxa de lucro esperada nesse setor.<sup>72</sup>

Por outro lado, a demanda por bens de produção foi acrescida, o que permite a elevação dos preços nos setores mais distantes do fim da cadeia produtiva, resultando na existência de lucros extraordinários nesses estágios. A desigualdade entre as taxas de lucro dos setores pode ser retratada da seguinte forma:

$$r_i > \dots > r_2 > r_1 > r_0 \quad (3.6)$$

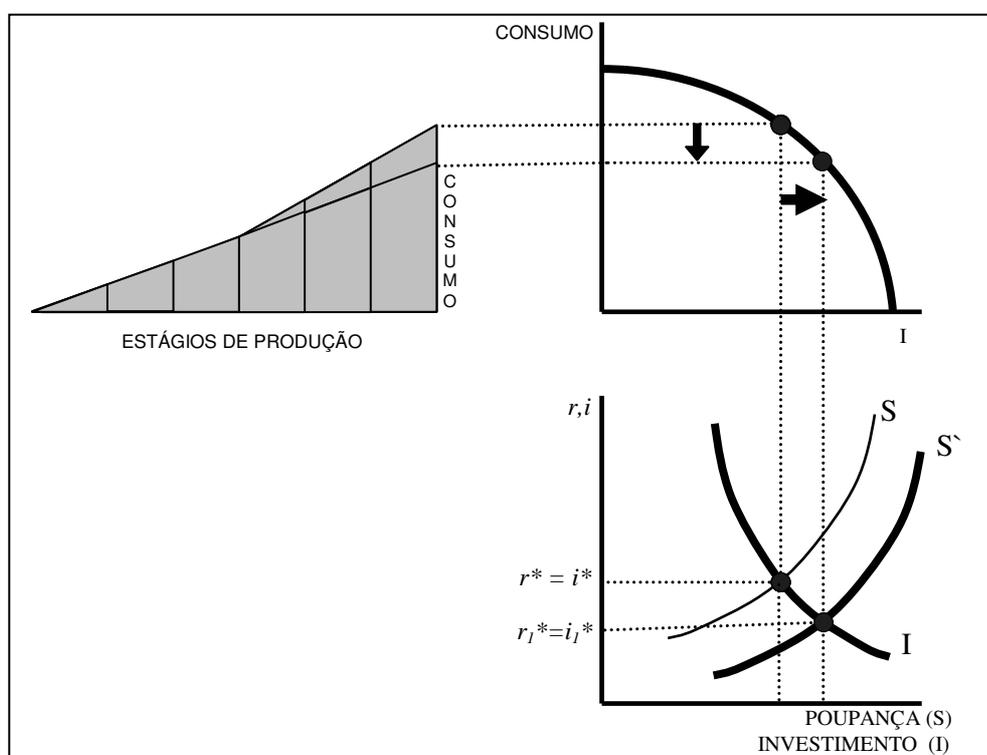
Assim, os setores de bens de consumo e aqueles mais próximos ao final do processo usufruem lucros menores do que a taxa de juros pela qual haviam emprestado dinheiro. Nos setores produtores de bens de ordem mais elevada, a taxa de lucro supera o custo financeiro do empréstimo. (HAYEK, [1931] 1935, p. 76). Hayek resume a seqüência de ajustes da seguinte forma:

*When a change in the structure of production was brought about by saving, we were justified in assuming that changed distribution of demand between consumers' goods and producers' goods would remain permanent, since it was the effect of voluntary decisions on the part of individuals. Only because a number of individuals had decided to spend a smaller share of their total money receipts on consumption and a larger share on production was there any change in the structure of production. And since, after the change had been completed, these persons would get a greater proportion of the increased total real income, they would have no reason again to increase the proportion of their money receipts spent for consumption. There would accordingly exist no inherent cause for a return to old proportions. (HAYEK, [1931] 1935, p. 57).*

<sup>71</sup> Considerações a respeito da escala de produção de cada firma e as entradas e saídas das firmas no mercado seriam aspectos desse ajustamento. Mesmo assim, um elemento crucial das decisões era a expectativa dos empresários, o que facultava a estes conduzir seus negócios num ponto intermediário entre o custo médio mínimo e a maximização de seu lucro. (SOROMENHO, 1994, p. 205-206). Dessa forma, a magnitude das transformações não é passível de ser quantificada. “*whether and to what extent such changes in demand will lead to an actual change in price will of course depend on the elasticity of supply, which in particular case depends in turn in every stage on the degree of specificity of the intermediate products and the factors from which they are made*”. (HAYEK, [1931] 1935, p. 80).

<sup>72</sup> Soromenho (1994, p. 205) assinala que Hayek supõe que a queda na taxa de juros não é suficiente para compensar a queda nos preços, de forma que as firmas são obrigadas a contrair a demanda por bens de ordens mais elevadas para o período seguinte.

Pode-se concluir que, uma vez que o novo processo estiver sincronizado, estabelece-se um novo estado estacionário. Uma representação gráfica pode contribuir para o entendimento do processo. Novamente, faz-se uso do modelo utilizado em Garrison (2004, p. 338). O autor faz uma combinação de três formas gráficas, como mostra a figura 3.6. A primeira representa os triângulos hayekianos, os quais refletem os métodos de produção adotados. A segunda é a fronteira de possibilidades de produção (FPP), que indica as combinações sustentáveis entre consumo (no eixo vertical) e investimento (no eixo horizontal), dependendo-se que qualquer ponto à direita da curva reflete uma combinação insustentável. Assume-se, adicionalmente, que essa economia encontra-se em sua taxa natural de emprego, ou em pleno emprego dos fatores de produção.

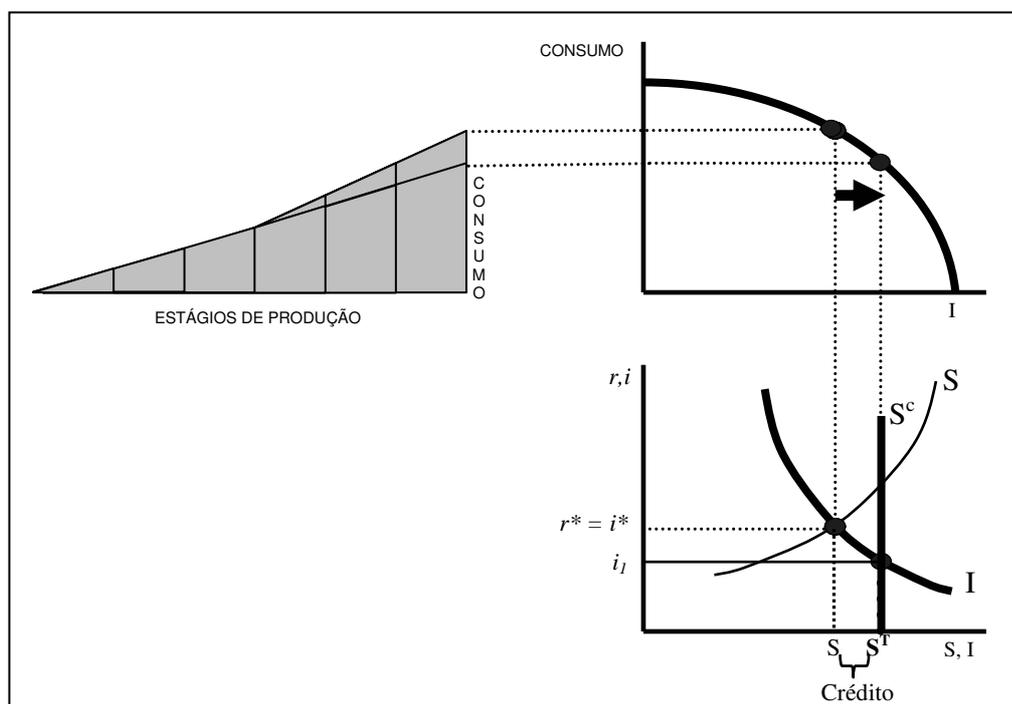


**Figura 3.6** – Os efeitos do aumento voluntário da poupança sobre a estrutura produtiva. Fonte: (GARRISON, [2001] 2006)

O terceiro gráfico apresenta a situação no mercado de fundos emprestáveis, no qual é determinada a taxa de juros de empréstimo. O equilíbrio nesse mercado encontra-se na igualdade entre as taxas de juros natural e nominal ( $r^* = i^*$ ). Uma mudança nas preferências intertemporais dos agentes econômicos resulta no deslocamento da curva S (poupança) para a direita, restabelecendo o equilíbrio a uma taxa de juros mais baixa ( $r_1^* = i_1^*$ ). O equilíbrio no mercado de fundos é equivalente à proporção sustentável entre consumo e investimento, a qual se reflete na altura dos triângulos hayekianos. Em resposta ao aumento na poupança, o investimento se eleva, e o ponto de equilíbrio entre consumo e investimento se desloca ao

longo da FPP. Nesse ponto, o consumo sofre redução, e a altura dos triângulos hayekianos é reduzida, ilustrando a travessia para métodos mais indiretos de produção.

É possível agora apresentar o caso de uma expansão do crédito. Num primeiro momento o aumento na quantidade de moeda em circulação não é percebido, visto que essa injeção de moeda é feita pelos bancos individuais. Como decorrência, o consumo não sofre queda e os bens de produção têm sua demanda aumentada. Utilizando-se a mesma representação gráfica exposta anteriormente, pode-se conceber uma curva de crédito ( $S^c$ ) perfeitamente inelástica à taxa de juros, conforme a figura 3.7.<sup>73</sup>



**Figura 3.7** – Os efeitos iniciais da expansão de crédito sobre a demanda por bens de produção. Fonte: (GARRISON, [2001] 2006).

<sup>73</sup> Deve-se qualificar a suposição implícita na curva  $S^c$  da figura 3.7. Não se defende aqui, e nem Hayek toma como pressupostos, que a oferta de fundos emprestáveis seja insensível a variações na taxa de juros, nem que os bancos reduziram a taxa de juros deliberadamente, como se pode deduzir do gráfico. Cottrell (1994, p. 200) rejeita uma interpretação da teoria Hayek nessa linha, dizendo que: “*It is not fair to say that the active ingredient in Hayek’s theory is the arbitrary initiation by the banks of an unbalanced expansion of loan-financed expenditure (unbalanced, that is, in favour of the purchase of producer goods). Hayek’s banks are essentially passive: they respond to loan demands stemming from optimistic entrepreneurial expectations, and the unintended result is the ‘unbalanced expansion’.*” (negritos nossos). Nesse sentido, uma representação gráfica mais coerente com o argumento de Cottrell, seria uma curva  $S^c$  horizontal, isto é, perfeitamente elástica. Nesse caso, os bancos acomodariam um aumento nos investimentos causado por uma melhora nas expectativas de lucros dos empresários. No entanto, em *Prices and Production*, Hayek não faz menção ao comportamento do mercado bancário, tomando as causas da expansão do crédito como dados do modelo; essas causas já haviam sido abordadas em *Monetary Theory and the Trade Cycle*. Assim, o gráfico não está em desacordo com o texto de *Prices and Production*. Pretende-se mostrar tão-somente que a expansão do crédito não tem efeitos imediatos sobre a taxa de juros, em virtude do comportamento bancário, conforme já destacado anteriormente, de forma que fique graficamente explícito como se dá o “roubo” da renda social pela “classe” dos empresários, como define Sraffa (1932, p. 46). Essa suposição será abandonada a seguir, quando os efeitos da poupança forçada forem percebidos pelos agentes econômicos.

Os recursos adicionais criados pelo aumento no crédito ( $S^C$ ) estão representados na figura pela diferença entre a poupança total e a poupança voluntária ( $S^C = S^T - S$ ). O gráfico mostra como a taxa de juros age no sentido de sinalizar situações conflitantes entre si. Por meio do acréscimo no poder de compra dos empresários, esses entendem ter havido uma alteração nas preferências intertemporais dos indivíduos, o que os autoriza a iniciar processos de produção mais indiretos.

Dessa forma, o investimento é ampliado, gerando um aumento na demanda por bens de produção e outros fatores produtivos, como trabalho e terra. Esses recursos ficam mais caros, reduzindo o emprego no setor de bens de consumo, em virtude do aumento do custo do trabalho, ensejando uma elevação na relação capital/trabalho. A produtividade marginal do capital reduzida implica menor oferta de bens de consumo. Após algum tempo, os rendimentos nominais dos trabalhadores e de detentores de fatores de produção chegam ao setor de bens de consumo, na forma de demanda. Combinando-se a oferta contraída e o aumento da demanda, os preços dos bens de consumo sofrem elevação, de maneira que os rendimentos nominais perdem poder de compra. Nesse ponto, a poupança forçada se faz perceber. É válido apreciar a descrição que Hayek faz sobre o fenômeno:

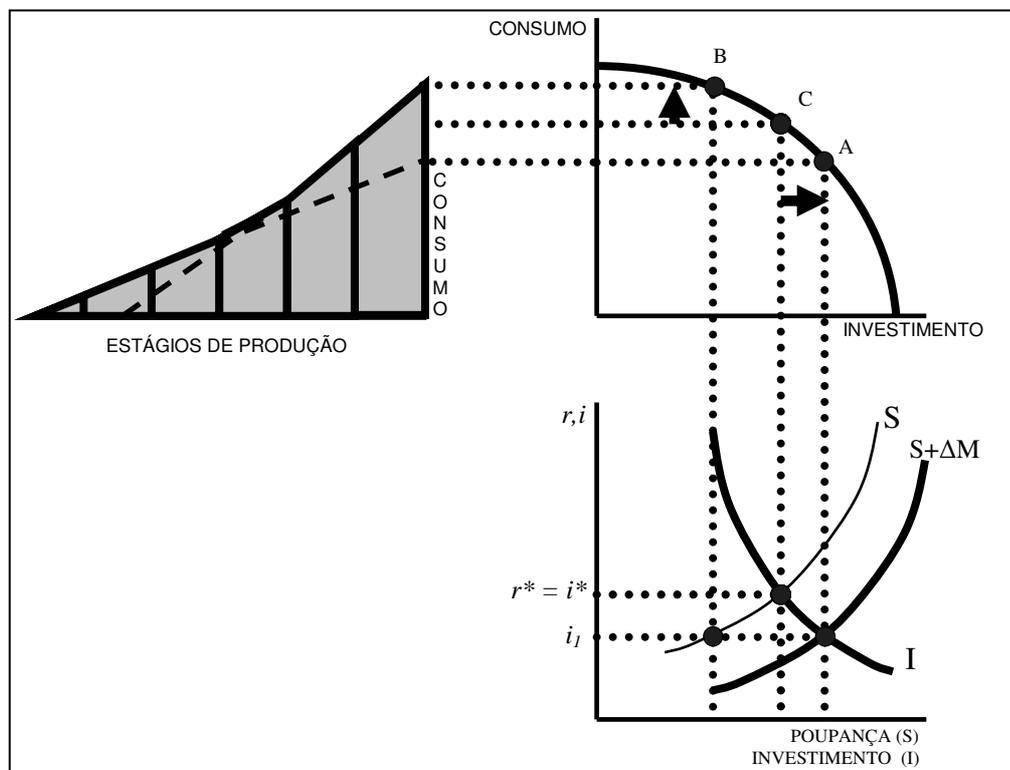
*[...] the use of larger proportion of the original means of production for the manufacture of intermediate products can only be brought about by a retrenchment of consumption. But now this sacrifice is not voluntary, and is not made by those who will reap [desfrutar] the benefit from the new investments. It is made by consumers in general who, because of the increased competition from the entrepreneurs who have received the additional money, are forced to forego part of what they used to consume. It comes about not because they want to consume less, but because they get less goods for their money income. There can be no doubt that, if their money receipts should rise again, they would immediately attempt to expand consumption to the usual proportion. (HAYEK, [1931] 1935, p. 57).*

A figura 3.7 ilustra a efetivação do fenômeno. Primeiramente, os empresários dão início a processos produtivos mais indiretos. Sua margem de preço pela equação 3.5 justifica o seu otimismo em relação à demanda futura, em face da maior parcimônia demonstrada pelos consumidores. Isso significa que a taxa de poupança necessária para a conclusão dos projetos de investimento está assegurada, ou, pelo menos, essa é a expectativa dos empresários. Todavia, ao incremento nos investimentos seguem-se maiores contratações de mão-de-obra em outros setores, transferindo trabalhadores dos setores de bens de consumo para aqueles produtores de bens de ordem mais elevada. Com isso, mais renda será injetada na economia e entrará em circulação progressivamente por meio do consumo de bens finais. Os preços sofrem elevação, exigindo dos assalariados e rentistas maior parte de sua renda para o

consumo dos bens disponíveis. Com isso, a taxa de lucro média do setor de bens de consumo sobe, tornando viáveis os investimentos nesse setor.

O conflito pode ser mais bem compreendido quando se observam as condições de mercado da perspectiva dos empresários e dos consumidores. Os primeiros entendem que a economia se encaminha para o ponto A, na figura 3.8. Os consumidores por sua vez interpretam os sinais da economia por meio de sua renda, a qual indica que a economia se dirige ao ponto B. Ao perceberem o aumento dos preços, eles buscam se livrar o mais rapidamente possível da moeda que perde seu poder de compra. O efeito é o aumento adicional os preços no setor de consumo e a transferência de recursos produtivos e trabalhadores dos estágios anteriores àqueles mais próximos ao final do processo produtivo. A elevação de  $r_0$  da equação 3.6 melhora as expectativas dos empresários dos setores imediatamente precedentes a esses, o que resulta um aumento adicional pelos fatores produtivos. A equação 3.6 pode, então, ser revertida:

$$r_0 > r_1 > r_2 > \dots > r_i \quad (3.7)$$



**Figura 3.8** – A efetivação da poupança forçada: excesso de investimentos sobre a poupança. Fonte: (GARRISON, [2001] 2006).

Hayek defendia que, na fase de expansão, a elevação dos preços era transformada em lucros extraordinários no setor de bens de consumo. O setor bancário era limitado, contudo, pela sua solvência, de forma que não poderia expandir o crédito indefinidamente. Seria atingido o ponto em que os bancos seriam forçados a elevar a taxa de juros monetária, impedindo que o processo cumulativo descrito por Wicksell se tornasse explosivo.<sup>74</sup>

Os fatores que levam à elevação da taxa de juros inseriam-se no *modus operandi* do mercado bancário. Conforme destacado ao início desse capítulo, Hayek não faz no *Prices and Production* uma apresentação sobre os motivos que impediriam a ocorrência do processo cumulativo wickselliano, assumindo tão-somente que, “por razões não explicadas, os bancos cessam de fornecer o volume de crédito necessário para financiar o processo de acumulação”. (SOROMENHO, 1994, p. 212). Nesse ponto, o primeiro livro do autor *Monetary Theory and the Trade Cycle*, de 1929, complementa a análise contida no texto de 1931.<sup>75</sup> Nesse sentido, pode-se agora definir a teoria de Hayek como uma teoria das crises financeiras e comerciais resultantes do excesso de consumo, e não do subconsumo.<sup>76</sup> Hayek mirava suas críticas em Keynes, cuja teoria afirmava que o ciclo era resultado de uma queda no consumo, isto é,

---

<sup>74</sup> “[...] for obvious reasons the banks cannot continue indefinitely to extend credits; and even if they could, the other effects of a rapid and even if they could, the other effects of a rapid and continuous rise of prices would, after a while, make it necessary to stop this process of inflation”. (HAYEK, [1931] 1935, p. 89-90).

<sup>75</sup> A discussão sobre o processo de reversão do ciclo insere-se na controvérsia sobre o efeito Ricardo, o qual excede o escopo do presente estudo. Os debates acerca desse tema são extensamente contemplados pela literatura disponível, com destaque para o debate entre Hayek ([1939] 1950, capítulos 1 e 2; [1932] 1948e; 1969) e Hicks (1967, capítulo 12) e para uma avaliação mais recente do debate, ver Moss e Vaughn (1986) e Boianovsky (1992).

<sup>76</sup> É interessante notar o reconhecimento que Hayek faz da importância da teoria desenvolvida por Marx. No apêndice à terceira palestra de *Prices and Production*, Hayek faz um levantamento histórico das teorias dos ciclos que se assemelham à sua abordagem, e de cuja tradição ele faz parte. O austríaco descreve essas teorias da seguinte maneira: “The creation of ‘fictitious capital’, it was said, leads to the conversion of too much circulating into fixed capital which ultimately brings about a scarcity of disposable of floating capital which makes it impossible to continue or to complete the new undertakings and so causes the collapse”. (HAYEK, [1931] 1935, p. 101). Adiante, coloca Marx como o principal expoente alemão dessa interpretação dos ciclos: “It is on Marx that M. v. Tougan-Baranovsky’s work is based which in turn provided the starting point for the later work of Professor Spiethoff and Professor Cassel”. (HAYEK, [1931] 1935, p. 101). Uma leitura nessa linha é feita também por Ebenstein (2001, p. 227-235), o qual tenta classificar a influência que Marx teve sobre os escritos monetários de Hayek: “The stream of thought explaining Hayek’s conception of the monetary influence on economic activity was closer to that of Marx than to monetarists. (...) In his lecture file for his early 1930s lecture ‘The Marxian Theory of Crises’, Hayek had twenty pages of notes and a bibliography including works by Marx, Hilferding, Tougan-Baranovsky, and Spiethoff. Regarding Tougan-Baranovsky (who based his work on Marx), Hayek wrote in his lecture notes that Tougan-Baranovsky’s work was the most influential source of modern cycle theory”. (EBENSTEIN, 2001, p. 228-229). O autor cita trechos de livros como *The Pure Theory of Capital* (HAYEK, [1941] 1975) e de *Prices and Production*, nos quais Hayek fazia menção à teoria das crises de Marx incorporada pela teoria dos ciclos de Tougan-Baranovsky. A relação pode parecer inusitada, haja vista a rivalidade entre as filosofias políticas que cada um defendia. Não obstante, as semelhanças entre os dois têm abrangência limitada: “Hayek and Marx were of one mind regarding the initial outcomes of capitalism”, mas: “Where Marx and Hayek differed (...) was on the subsequent development of capitalism”. (EBENSTEIN, 2001, p. 229-230).

tratava-se de um fenômeno de demanda. Para Hayek, no momento em que a crise irrompia, o sistema de preços orquestrava um “cabo de guerra” pela aquisição de insumos produtivos entre o setor de bens de consumo e o setor de bens de produção. À primeira vista, poderia parecer contraditória a idéia de se associar o excesso de investimentos ao excesso de consumo. No entanto, tal abordagem sugeria tão-somente que os sinais de mercado orientam os empresários e os consumidores de forma a tornar suas demandas incompatíveis entre si. O excesso de consumo advinha exatamente da antecipação inesperada do consumo dos agentes, tendo em vista que a taxa de juros não refletia, sob influência do crédito, a estrutura das preferências intertemporais dos indivíduos.<sup>77</sup>

Esse capítulo teve por objetivo derivar alguns postulados básicos sobre o papel da moeda na economia. O primeiro deles é a função desempenhada pela taxa de juros na compatibilização entre as preferências intertemporais dos agentes e a direção da produção. O segundo consiste no efeito distorcivo que a moeda exerce sobre o sistema econômico, rompendo a estrutura de rígidas interdependências descritas pelo modelo de equilíbrio geral walrasiano. O terceiro conceito refere-se aos conflitos pela apropriação da riqueza social, incorporados no fenômeno da poupança forçada, o qual intensifica seus efeitos distorcivos quando o processo produtivo é constituído por seqüências imperfeitamente integradas entre si, dada a autonomia decisória dos diferentes estágios que compõem a cadeia produtiva. A consideração de um processo produtivo desintegrado do processo insere na análise o problema da coordenação das iniciativas individuais ao longo do tempo. Por fim, a concepção da produção como um processo de desequilíbrio que se desdobra no tempo. A articulação dos conceitos de tempo e de desequilíbrio deu ensejo à manifestação de tensões dentro do quadro analítico de Hayek. Mesmo sob as estritas condições de seu modelo, o esforço em estabelecer as condições da neutralidade da moeda se mostrou infértil e salientou uma característica importante da sociedade capitalista: a distribuição do conhecimento e da informação. Hayek

---

<sup>77</sup> Garrison (2004, p. 336) alega que Hayek nunca considerou a possibilidade de excesso de consumo, mas que sua teoria se fundamenta na idéia de um excesso de investimento. Isso é correto somente em parte. Garrison admite que Hayek não contempla elasticidades possíveis na oferta de bens. Se essa interpretação der lugar à idéia já defendida anteriormente de que Hayek, de fato, permite a existência de alguma elasticidade de oferta, com base no efeito Cantillon, pode-se fazer uma leitura mais compreensiva da teoria hayekiana e, assim, sancionar um componente de excesso de consumo. Mesmo assim, tal elasticidade - quando houver - é temporária. Tão logo as capacidades de utilização do equipamento produtivo são esgotadas, a tendência à elevação dos preços se estabelece e passa a ganhar força progressivamente. A crítica de Hayek às propostas de Keynes de contornar a crise via aumento nos gastos do governo se baseava na idéia de que, subjacente ao raciocínio de Keynes, estava a idéia de elasticidades infinitas de oferta. Comentando o texto *The “Paradox” of Saving* (HAYEK, [1929] 1950), Dostaler (1994, p. 155) confirma a interpretação acima, dizendo que: “Hayek introduces (...) the idea relating to the harmful effect of the growth of the consumption demand during a crisis, The crisis is aggravated, not because the demand for consumption goods is insufficient”, mas porque é excessivamente grande e urgente para que os processos produtivos mais longos se tornem lucrativos.

não ficou satisfeito com a mera constatação acerca das dificuldades de ocorrência das condições da neutralidade da moeda o mundo real. Havia um problema lógico a ser enfrentado, mas que ainda não lhe era claro. Determinadas suposições estavam de tal maneira fincadas em seus hábitos de pensamento que as tensões geradas pela força de seu intelecto somente viriam à tona quando da crítica de seus colegas de profissão.

#### **4. Informação Imperfeita, Expectativas e Equilíbrio**

A tentativa de emancipação em relação a um conjunto de idéias inculcadas e sedimentadas por anos de treinamento não é uma tarefa óbvia. Os hábitos de pensamento são um dos principais redutos de tranquilidade psíquica para o homem. O “desconforto intelectual”, de que falava Smith em sua *História da Astronomia*<sup>78</sup>, é a força que move o espírito científico na formulação de perguntas precisas que possibilitem a descoberta de problemas antes não percebidos. Todavia, esse incômodo benigno pode ser suplantado. Basta

Mesmo assim, não foi um processo suave. As mentes que conseguiram efetuar tais transformações debateram-se arduamente contra o paradigma existente. A idéia de concorrência perfeita se mostrou tão sedutora que abandoná-la implicava desatracar do cais e se aventurar nos bravios mares do desequilíbrio. Shackle (1991, capítulos 2-8) analisa esse processo cuidadosamente, mostrando que as tensões existentes no âmbito do próprio modelo ocasionaram a oportunidade de abandonar esse quadro analítico. Por meio da postulação de novas premissas, a concorrência perfeita tornou-se um caso especial, o pólo oposto à situação de monopólio. Hayek questionará o mesmo modelo de equilíbrio e suas premissas, só que a origem de seu desconforto intelectual é bastante distinta daquela dos proponentes da concorrência imperfeita. No lugar das considerações sobre o problema da firma em estabelecer os preços de equilíbrio, Hayek partirá da questão monetária na economia capitalista.

A moeda é um entrave à obtenção do equilíbrio de um sistema de trocas puras; por isso, ela não existe nesse sistema: as trocas são efetuadas *in natura*. Quando muito, permite-se, como o fez Walras, a existência de um numerário, o qual, por definição, é imune às variações por servir como “equivalente geral” para a mensuração dos preços dos bens em relação aos preços dos outros bens; ou seja, ela tem o papel de potencializar o “metabolismo da troca”. A moeda nesse sistema é neutra. Todos os fenômenos da economia decorrem estritamente de fatores reais, isto é, mudanças nas preferências dos agentes (tanto em termos da composição de suas cestas de consumo quanto na distribuição de suas dotações entre gasto presente e gasto futuro), variações nas técnicas produtivas e progresso tecnológico. A moeda tem seus benefícios isolados das dificuldades que ela pode gerar; em suma, o leiloeiro *walrasiano*, no papel efetivo de *deus ex machina*, efetua a separação do joio do trigo. O funcionamento do mercado pode ser mais bem visualizado sem as interferências “exógenas” da variação no “valor intrínseco” da moeda. A unidade de conta é um “dado” invariável do sistema. Mas, afinal, é um “dado para quem”?

O presente capítulo busca mostrar como as tensões existentes na teoria dos ciclos do economista austríaco dão ensejo à visualização do problema do conhecimento. Como é sabido, em 1937, Hayek desenvolve sua mais profunda crítica ao modelo de equilíbrio geral com base na problemática da dispersão do conhecimento na sociedade e, a partir daí, passa a dedicar-se a estudos interdisciplinares, afastando-

perfeita na economia, impondo graves dúvidas quanto à utilidade do conceito neoclássico de equilíbrio. Inicia-se com a análise da participação de Hayek em dois debates que se seguiram à publicação de *Prices and Production*, cujos argumentos centrais foram apresentados no capítulo anterior. Hayek responderá às críticas de Sraffa (1932) e de Myrdal ([1932] 1965).

Sraffa questionou o tratamento que Hayek dá à moeda em seu modelo, alegando que a moeda tem suas funções anuladas pela análise de Hayek. Myrdal apontou a ausência das considerações das expectativas dos agentes. As respostas que Hayek ofereceu indicam a presença de algumas tensões em seu quadro analítico, as quais podem ter contribuído com sua insatisfação em relação ao conceito de equilíbrio e o estreitamento analítico que ele implicava. Sugere-se que o fato de a moeda gerar efeitos significativos sobre a coordenação dos planos dos agentes expõe a limitação cognitiva dos indivíduos e a possibilidade de suas previsões serem frustradas. Nesse caso, a moeda não seria neutra, por carregar em si uma *dualidade informacional*: ao mesmo tempo em que facilita as trocas e possibilita o funcionamento do sistema de preços, a moeda é incapaz de transmitir as transformações ocorridas no sistema monetário como um todo, as quais distorcem a sinalização dos preços da economia.

Ao propor as condições para a neutralidade da moeda, Hayek deixa claro ser impossível atingir tal situação. Todavia, assumir tal impossibilidade não resolve a questão. Ao contrário, Hayek percebe a íntima relação entre essas condições e o arcabouço analítico do equilíbrio geral. Nesse momento, ocorre uma inversão do problema a ser atacado: a moeda deixa de ser um “obstáculo teórico” ao equilíbrio do sistema: ela é um elemento inseparável da sociedade capitalista, o equilíbrio não. Logo, é a viabilidade lógica e empírica do próprio conceito de equilíbrio que deve constituir o objeto de análise. Assim, a análise do “desequilíbrio específico” causado pela moeda dá ensejo à visualização das limitações lógicas do conceito de equilíbrio. Mais que isso, passa-se a questionar a própria validade do conceito, tal qual definido pela teoria neoclássica, para a compreensão da sociedade capitalista. Pode-se dizer, portanto, que Hayek explicitou, a partir da dimensão monetária do mesmo, um aspecto fundamental do sistema econômico. Todavia, essa não é a única dimensão: a moeda é somente a porta de entrada.

#### **4.1 – Sraffa e o papel da moeda na teoria hayekiana**

Sraffa escreve, no início de 1932, uma revisão crítica de *Prices and Production*. O tom do ensaio é de tamanha virulência que o jovem austríaco provavelmente foi pego de surpresa.

O texto de Sraffa foi escrito após uma série de dois longos artigos na revista *Econômica*, da *LSE*, em que Hayek busca minar a teoria de Keynes, contida em seu *Treatise on Money*. Hayek alegava que a formulação de Keynes estava desprovida de uma teoria do capital que sustentasse as conclusões a que este último havia chegado. Hayek publica, em seguida, as palestras que havia dado quando de sua chegada a Londres. Sraffa é, então, instado por Keynes a rebater os argumentos do austríaco por meio da crítica de sua própria teoria. Alguns dos pontos levantados pelo italiano suscitarão reformulações posteriores da teoria hayekiana dos ciclos, publicada em 1939 em *Profits, Interest and Investment* (HAYEK, [1939] 1950). O principal elemento a ser considerado será a assertiva de Sraffa de que a moeda tem suas funções anuladas no quadro analítico hayekiano. Em grande medida, essa anulação está associada às suposições do modelo de Hayek. Antes de analisar as objeções de Sraffa, cumpre relacionar algumas das principais premissas das quais parte a análise de Hayek.

A primeira e mais notória é a suposição de pleno emprego dos fatores de produção. Como já foi visto, Hayek parte da condição de equilíbrio do sistema. A essa condição está atrelada a noção de utilização plena da capacidade produtiva. Era uma prática comum, na época em que Hayek escreve, fazer-se tal suposição. A preocupação do autor era explicar como pode surgir o desemprego dos fatores, em vez de assumir essa situação como ponto de partida. Tratava-se de uma suposição metodológica que trazia alguns benefícios: (1) era consistente com a abordagem geral da teoria econômica, de forma a se evitar assumir como dados os efeitos da perturbação que se pretendia explicar; (2) permite focar o problema a ser analisado: o desemprego dos fatores de produção; e (3) impedia a construção de uma teoria cuja validade dependesse da existência de recursos não empregados na economia. (O'DRISCOLL, 1977, p. 69).

Hayek não entendia ser esta uma questão de observação empírica, mas um problema a ser explicado. Ao fazê-lo, Hayek demonstrou os efeitos reais da moeda sobre a organização da produção: quando a estrutura produtiva, após um alongamento insustentável ocasionado pela expansão do crédito, é encurtada em virtude da melhoria de lucratividade do setor de bens de consumo, há um espaço de tempo, de duração indeterminada, em que uma porção dos fatores empregados em estágios mais distantes do consumo final não pode ser empregada. Com a posterior consolidação desse processo de produtivo menos indireto os fatores ociosos são re-absorvidos na economia. (HAYEK, [1931] 1935, p. 97-98).

Havia ainda, um segundo tipo de desemprego, associado à heterogeneidade do capital e aos diferentes graus de especificidade dos fatores de produção. Conforme os fatores não-

específicos (trabalho e alguns tipos de insumos) são transferidos para os setores de bens de consumo - isto é, mais próximos do fim do processo - os bens de produção em estágios anteriores têm sua utilização impossibilitada pela escassez de insumos produtivos. As plantas produtivas construídas no período de expansão econômica tornam-se inviáveis, dada a elevação dos preços dos bens intermediários e dos salários, em virtude do aquecimento dos setores de bens de consumo e do estancamento do crédito. Esses bens de capital também ficam desempregados ou subempregados.<sup>79</sup>

Esse desfecho da fase de expansão do ciclo que culmina com a reversão da situação para uma recessão econômica era um fenômeno típico de uma economia monetária. Em *Prices and Production*, Hayek tem como meta assinalar as diferenças entre uma economia de trocas puras (ou de escambo) e uma economia de trocas indiretas. As críticas de Sraffa enfatizavam que Hayek não havia conduzido sua tarefa de maneira apropriada. Muitas são as questões levantadas pelo italiano e a compreensão do debate transcende a mera disputa sobre esses pontos específicos. Como aponta Lachmann ([1986] 1990, p. 131-135), a controvérsia se inseria no plano mais abrangente do embate entre escolas de pensamento: a abordagem subjetivista austríaca da utilidade contra a análise neo-ricardiana de custos de produção de longo prazo. Por essa razão, serão apreciados somente os pontos mais críticos da análise de Hayek para o presente trabalho, a saber: a relação entre poupança e investimento e o problema do mau-direcionamento dos investimentos.

Era bastante difundida, dentre os teóricos do *mainstream* da época, a premissa de que a poupança determinava o investimento. Hayek tomava como ponto de partida de sua análise tal premissa e a associava ao estado de equilíbrio estacionário da economia. Nessa situação, os consumidores decidiam qual parcela da sua renda seria poupada e, por meio da taxa de juros, “investiam” na produção.<sup>80</sup> Aqui, a taxa de juros executa sua função perfeitamente. A competição dos empresários pela poupança disponível possibilitaria reconhecer os investimentos mais rentáveis e, assim, identificar quais setores necessitariam de poupanças futuras para conclusão dos projetos de investimento. Um aumento na propensão a poupar geraria uma perturbação transitória, rapidamente consertada pelo mecanismo de ajustamento

---

<sup>79</sup> “A queda da lucratividade significava, então, perdas de capital e desemprego. Quanto mais específicos fossem os bens de capital menos a possibilidade deles serem absorvidos em processos de produção mais curtos; conseqüentemente, maior seria a perda de capital dos empresários. Do mesmo modo, quanto mais especializados fossem os trabalhadores menor seria a velocidade de sua absorção nos novos processos de produção”. (SOROMENHO, 1994, p. 218).

<sup>80</sup> O termo investir é usado por Hayek em seu sentido financeiro. Após a revolução keynesiana, esse conceito deixou de ter essa conotação para a profissão dos economistas. (LACHMANN, [1986] 1990, p. 138).

do sistema econômico. Nos termos de Hayek, o plano dos consumidores/poupadores seria compatível com o plano dos investidores: estabelecer-se-ia, assim, um novo estado de equilíbrio. Sraffa questiona essa posição de duas maneiras. Na primeira, ele alega que Hayek

*[...] is only concerned with the wholly different problem of proving that only one particular banking policy (...) succeeds in giving full effect to the “voluntary decisions of individuals”, especially in regard to saving, whilst under any other policy these decisions are “distorted” by the “artificial” interference of banks. Being entirely unaware that it may be doubted whether under a system of barter the decisions of individuals would have their full effects, once he has satisfied himself that a policy of constant money would achieve this result, he identifies it with “neutral money”.* (SRAFFA, 1932, p. 43).

A crítica de Sraffa toca, todavia, em uma questão muito relevante: a suposição de que, na ausência de moeda, o sistema econômico apresenta uma tendência inerente ao equilíbrio. Essa percepção é, de fato, enfatizada repetidamente ao longo do primeiro livro de Hayek, *Monetary Theory and the Trade Cycle*. Hayek responde diretamente, dizendo que

*I have been assuming that the body of existing pure economic theory demonstrates that, so long as we neglect monetary factors, there is an inherent tendency towards equilibrium of the economic system; and what I tried to do in my *Prices and Production* (...) was to show that monetary factors may bring about a kind of disequilibrium in the economic system – which could not be explained without recourse to these monetary factors.* (HAYEK, 1932, p. 238).

E vai além, explicitando sua surpresa quanto às objeções de seu adversário, alegando, em defesa de seu método, que

*I do not quite understand whether Mr. Sraffa thinks that, in order to show this, it would have been necessary first to re-state the whole of equilibrium economics. I thought that this was not only impossible within the limits of a small book, but also quite unnecessary.* (HAYEK, 1932, p. 238).

O austríaco assume como uma premissa teórica que uma economia de trocas diretas permanece em equilíbrio, na ausência de perturbações monetárias. Trata-se aqui de um postulado derivado de um paradigma científico - isto é, do que era aceito pela teoria (pura) real -, e não de uma constatação deduzida por Hayek. Isso é constatado posteriormente, quando o austríaco questiona os mesmos postulados que ele havia utilizado como ponto de partida em sua teoria dos ciclos. Esse é um dos elementos, à parte de outros, que fundamenta a visão de uma “transformação de Hayek”, tal qual Caldwell (1988) defende. Esse ponto será retomado posteriormente. Por ora, é suficiente apontar a aceitação de Hayek acerca da noção de que, na ausência de perturbações nos “dados” da economia, o sistema tende ao equilíbrio.

---

A segunda questão que Sraffa levanta se refere à perfeita coordenação entre os planos dos poupadores e dos investidores numa economia monetária, quando os investimentos são determinados exclusivamente pela oferta de poupança. Apesar de não se poder considerar Sraffa um keynesiano, ele faz uso da percepção já presente no *Treatise* de Keynes de que os agentes que tomam as decisões de investimento e de poupança são motivados por fatores distintos entre si, de onde resultaria a principal causa da discrepância entre poupança e investimento. Numa nota de rodapé, Sraffa ele afirma que

*The essential contradiction is that Dr. Hayek must both assume that the “consumers” are the same individuals as the “entrepreneurs”, and that they are distinct. For only if they are identical can the consumers’ decisions to save take the form of a decision to alter the “proportions” in which the total gross receipts are divided between the purchase of consumers’ goods and the purchase of producers’ goods; and only if they are distinct has the contrast between “credits to producers”, which are used to buy producers’ goods, and “credit to consumers”, which are used to buy consumers’ goods, any definite meaning. (SRAFFA, 1932, p. 45, NR. 3).*

É verdade que Hayek aceita que, na ausência de variação na quantidade de moeda – leia-se expansão do crédito -, a taxa de juros sinaliza adequadamente aos empresários as preferências intertemporais dos agentes. Poder-se-ia argumentar que é subjacente a essa suposição a hipótese de mercados financeiros eficientes. Entretanto, para que isso ocorra de fato, os bancos devem ser neutros em relação à alocação de recursos, isto é, meros intermediários – e não passivos, como Hayek propõe. Adicionalmente, deve-se considerar a condição de informação perfeita, de forma que sejam conhecidos tanto os montantes de poupança voluntária disponíveis quanto a demanda agregada por investimentos.

Segundo uma interpretação nessa linha, o sistema financeiro disponibilizaria a todos os participantes do mercado informações completas sobre os projetos de investimento e sua compatibilidade para com as decisões intertemporais dos consumidores. Mais que isso, teria o papel de sinalizar com previsão perfeita que, no futuro, tais projetos de investimento não seriam afetados por variações bruscas na propensão a poupar dos consumidores. Trata-se, notadamente, da definição neoclássica de eficiência dos mercados financeiros. A descrição típica dessa abordagem, geralmente encontrada em livros-texto, capta a importância central do papel informacional do sistema financeiro na alocação eficiente de recursos entre empresários e poupadores, sob restrição de maximização de sua utilidade:

[...] para que esses agentes possam realizar esse e

redundar numa alocação ineficiente de poupança, ou mesmo num volume de poupança menor do que o potencial. Obter informação é uma atividade custosa, e nem sempre as informações estão disponíveis. Neste sentido, os intermediários financeiros teriam vantagens comparativas em relação a investidores financeiros individuais, pois podem obter ganhos de escala na obtenção de informações. (...) *Um mercado financeiro eficiente, no sentido neoclássico, é um mercado competitivo onde há plena distribuição de informações entre poupadores, investidores produtivos e intermediários financeiros*". (CARVALHO *et al.*, 2000, p. 388 – grifos do autor).

Mas, é imperativo indagar: seria essa a visão defendida, de fato, por Hayek? É evidente que não. Como já se viu, era exatamente a imperfeição informacional do sistema financeiro que gerava o desequilíbrio da economia. O ciclo era um fenômeno de equilíbrio das forças internas do sistema econômico que, em virtude da existência do crédito, perdurava mais do que na situação em que a poupança voluntária determinava efetivamente os investimentos. Mesmo no caso de uma mudança na “poupança legítima”, a economia passaria por um período de realocação dos fatores produtivos (HAYEK, [1931] 1935, p. 84), que recebeu a denominação de “travessia da poupança”. (HICKS, 1973, capítulos 7-12; Trautwein, 1994, p. 77).<sup>81</sup> Essa alocação não era, contudo, dirigida pelos bancos. Alegar isso seria inverter o papel a eles atribuído por Hayek. O ajuste do sistema ocorreria em instâncias superiores ao desígnio dos bancos, ou seja, os mecanismos do mercado: a relação entre taxa

---

<sup>81</sup> A recente interpretação de Trautwein (1994, p.77) se opõe frontalmente à visão aqui defendida. O autor alega que, por não admitir que haja “ajustamentos cíclicos” no caso da poupança voluntária, Hayek descarta a “travessia” como uma seqüência de desequilíbrios, definindo-a como uma “passagem direta entre equilíbrios”. Essa concepção acerca do caso inicial da exposição de Hayek desconsidera que, mesmo nesse caso estilizado, os estágios produtivos não estão em perfeita integração, de forma que, em virtude da perturbação advinda da mudança nas preferências intertemporais dos agentes, as margens de lucro entre os setores sofrem uma reconfiguração. Trata-se, evidentemente, de um processo de ajustamento. O que Hayek enfatiza, todavia, é que a duração e a abrangência dessa perturbação são significativamente menores do que no caso em que o crédito é considerado. Ou, como aponta Benetti (1995, p. 66), apesar de algumas defasagens entre os ajustes, em virtude dos diferentes graus de especificidade dos fatores de produção, o mecanismo dos preços relativos é potente o suficiente para superar os obstáculos dessa natureza. Hayek concede, contudo, que podem existir disparidades temporárias entre oferta e demanda.

É válido recapitular o raciocínio expresso no capítulo anterior. Os empresários são motivados pelas taxas de lucro ou, como se expôs anteriormente, pelas margens de preços. Assim, um aumento da poupança voluntária altera a composição da estrutura de taxas de lucro da economia. Em outros termos, os efeitos sobre a lucratividade não eram uniformes entre os diferentes estágios produtivos. Simultaneamente, um incremento na poupança voluntária provoca uma alteração na taxa de juros monetária, a qual, por sua vez, altera a estrutura de preços relativos do sistema em favor dos estágios de produção de bens de capital. A maximização da margem de lucro, restringida pelas condições de demanda, guia as decisões dos empresários no que se refere à utilização da planta produtiva. Esse processo não se dava de maneira automática. Ao contrário, o tempo desempenha papel crucial na teoria hayekiana: “Evidentemente, Hayek não supunha que o ajuste do capital às novas condições de demanda ocorria necessariamente num único período. As alterações na escala de produção de cada firma e as entradas e saídas de novas firmas no mercado ocorriam ao longo do tempo. Essas decisões dependiam das expectativas dos empresários. É possível que, inicialmente, as firmas operem em escalas intermediárias e em pontos que não correspondem ao custo médio mínimo. (SOROMENHO, 1994, p. 206).

de juros nominal, preços relativos, escala de produção, preços dos fatores e, por fim, o impacto dessas mudanças sobre a lucratividade de cada setor.

Portanto, é lícito sugerir que, no caso de uma elevação da poupança voluntária, Hayek assume, sem explicitar, uma compatibilização entre o volume de empréstimos concedidos e a demanda agregada por investimentos. Ou ainda, que cada banco se abstém de considerar aspectos de concorrência bancária ou de basear suas decisões de empréstimo sobre sua avaliação acerca do estado geral dos negócios na economia. De forma concisa, os bancos atêm-se à vigilância e manutenção da relação reservas/depósitos. Essas condições implicariam fortes restrições sobre os determinantes do comportamento bancário, tornando o caso da poupança voluntária uma circunstância especial, pouco relevante para a compreensão da dinâmica monetária da sociedade capitalista. Para Hayek, os bancos se comportam de maneira a maximizar os seus rendimentos e a defender intransigentemente sua liquidez. Em períodos de prosperidade, como decorrência de uma percepção menos sensível do risco de cada empréstimo, a concessão de créditos não é forçosamente regulada pela relação reserva/depósitos.

Diante do aumento da demanda de crédito individual, cada banco, isoladamente considerado, só pode atendê-la aumentando a taxa à qual capta depósitos ou à custa de sua própria liquidez. A primeira alternativa – a captação de depósitos extras a taxas de juros superiores – implicava que parte dos lucros provenientes da elevação da demanda deixasse de ser auferidos. A regra geral praticada pelo sistema bancário seria, então, a de reduzir ao mínimo o volume dos seus ativos não rentáveis. Isto implicaria numa redução do coeficiente reservas/depósitos do banco em questão, o que aumentaria o risco dos empréstimos. No entanto, o próprio aumento do volume de seus negócios e o receio de perder sua clientela diminuiriam a percepção desse risco, induzindo cada firma bancária a sancionar a elevação da demanda de crédito. Assim, o próprio processo de concorrência interbancária faria com que o coeficiente de reservas fosse uma variável endógena que dependia, essencialmente, da apreciação dos banqueiros a respeito das condições econômicas vigentes. (SOROMENHO, 1994, p. 214).

Assim, os bancos teriam duas funções diferentes de acordo com a circunstância. Em equilíbrio, os bancos se guiariam pela relação reservas/depósitos, captando e direcionando as poupanças de acordo com a concorrência dos projetos de investimento mais rentáveis; em outros termos, a neutralidade da ação bancária e, por conseguinte, da moeda. O que Hayek efetivamente insere na análise é a não-neutralidade da atuação das firmas bancárias. Trautwein (1994, p. 78) indaga, com razão, como se dá a passagem do estado de equilíbrio para o desequilíbrio. Segundo o autor, essa passagem requer suposições lógicas quanto às expectativas dos preços futuros. Mas essa suposta lacuna havia sido preenchida por Hayek,

quando da consideração das avaliações das firmas bancárias no que se refere ao nível de atividade econômica da sociedade. Mas isso não é tudo.

As expectativas das firmas bancárias em relação ao curso futuro da economia são relevantes por que elas “estão sempre efetuando um processo de experimentação diante de uma realidade incognoscível em sua totalidade” (SOROMENHO, 1994, p. 215). Por se tratar de um mercado fracionado - isto é, descentralizado – suas avaliações não contemplam todos os eventos que ocorrem na economia, tanto no presente (como é o caso da identificação dos depósitos entre poupança nova ou poupança advinda da concessão de crédito de outro concorrente) quanto os que se darão no futuro (viabilidade dos projetos de investimento e estabilidade das preferências intertemporais dos agentes econômicos). Essa fragmentação do mercado bancário potencializa o problema informacional da seguinte maneira: como os bancos estão sempre à procura de ampliar seu poder sobre o respectivo mercado, não há uma propensão, para utilizar o conceito neoclássico, a se ajustar ao equilíbrio do sistema. Como os requerimentos de reservas são igualmente fracionados, os bancos teriam que conhecer a distribuição da poupança voluntária (ou o que Hayek chama de capital real, isto é, poupança disponível para investimento) entre as firmas que compõem o sistema. E mesmo se procedessem dessa forma, o resultado seria a redução de sua carteira de clientes. Com isso, visto que o custo de produção de “novos depósitos” é desprezível, os bancos optam por ampliar suas carteiras de depósitos, criando crédito *ex nihilo*, isto é, do nada. A consequência da descentralização das decisões das firmas bancárias é a falsificação da taxa de juros nominal.

Hayek já havia respondido, três anos antes de Sraffa o questionar, à sua crítica sobre a multiplicidade das taxas de juros na economia. A passagem abaixo reforça a defesa de que muitas das críticas feitas à teoria hayekiana dos ciclos se concentram em elementos conscientemente simplificados para efeitos expositivos. A intuição de um teórico nem sempre encontra um quadro analítico que lhe permita visualizar todas as interconexões lógicas, as quais ainda não lhe são claras. Pode-se dizer, portanto, que Hayek já sabia, em 1929, muito mais do que podia efetivamente dizer.<sup>82</sup> Ele tinha um obstáculo à sua frente: o conceito de previsão perfeita. Era essa característica definidora do equilíbrio que proporcionava as bases para a existência da taxa de juros natural. Entretanto, Hayek reconhecia que a determinação dessa taxa era um recurso essencialmente teórico e que só tinha validade no contexto de um

---

<sup>82</sup> Essa é uma paráfrase de um comentário de Skidelski (1999, p. 95) sobre o desenvolvimento da teoria geral Keynes, o qual em 1932 já intuía as principais idéias acerca do ponto de demanda efetiva e outras formulações que, posteriormente, seriam publicadas na famosa obra.

estado estacionário. Por outro lado, seu objetivo consistia em analisar os desdobramentos do fenômeno do ciclo econômico, isto é, uma seqüência de desequilíbrios que impedia a taxa de juros de refletir a divisão da renda social entre consumo presente e consumo futuro. Assim, pode-se dizer que, já em 1929, Hayek tinha noção das limitações do conceito de equilíbrio que utilizava. A existência da taxa de juros natural se relacionava intimamente com um equilíbrio em estado estacionário. Mas seria esse conceito adequado para analisar o estado de desequilíbrio?

*In the economic system of today, interest does not exist in the form in which it is presented by pure economic theory. Not only do we find, instead of one uniform rate, a great number of differing rates, but, beyond this, none of the various rates of interest existing is entitled to rank as the rate of interest described by static theory, to which all other rates depend, differing only to the extent to which they are affected by special circumstances. The process of interest fixation, which is at the basis of pure theory, never in fact follows the same course in a modern credit economy; for in such an economy the supply of, and the demand for, savings never directly confront each other. (HAYEK, [1929] 1966, p. 200 – grifo do autor).<sup>83</sup>*

O segundo ponto levantado por Sraffa diz respeito ao problema do mau-direcionamento do investimento. Vale assinalar de antemão que a ênfase de Hayek sobre a necessidade de uma teoria monetária que avaliasse o impacto das perturbações sobre os preços relativos concerne exatamente essa questão. As abordagens agregadas, apesar de indicarem o aumento geral da produção, não dão conta de captar a direção das inversões. Com efeito, não se consideram as tendências imputadas à formação do equipamento produtivo da sociedade a partir da mediação do sistema financeiro. No caso do aumento na poupança voluntária, Hayek argumenta que a taxa de juros representa inequivocamente as preferências intertemporais dos agentes. Poder-se-ia argüir, contra essa assertiva, que o mercado bancário não detém informações suficientes a respeito das preferências futuras dos agentes, tornando-se impossível antecipar com sucesso a compatibilização dos gostos futuros dos agentes com a

---

<sup>83</sup> O trecho citado é seguido de uma qualificação adicional que, por esclarecer aspectos metodológicos subjacentes à teoria hayekiana, permite ao leitor fazer uma leitura mais compreensiva da obra do autor, mesmo que os motivos que impuseram ao autor tais restrições não pareçam metodologicamente plausíveis ao leitor: “*All existing theories of interest, with a few not very successful exceptions, restrict themselves to the explanation of that imaginary rate of interest which would result from such an immediate confronting of supply and demand. The fact that the rate of interest which these theories explain is one never found in practice does not mean that they are of no importance, or even that any explanation of the actual rates can afford to ignore them. On the contrary, an adequate explanation of that ‘natural rate’ is the indispensable starting point for any realization of the conditions necessary to the achievement of equilibrium, and for an understanding of the effects which every rate of interest actually in force exerts on the economic system. It is true that it does not suffice to explain all empirically observed rates since it takes into consideration only one of the factors determining those rates (...); but any consideration of ruling interest rates which did not relate its analysis to that of the imaginary interest rate of static theory would hang entirely in the air*”. (HAYEK, [1929] 1966, p. 201 – grifos do autor, negritos nossos).

estrutura produtiva cuja produção foi financiada pela parcimônia passada dos consumidores. Em outros termos, a poupança é motivada por fatores distintos das finalidades em que ela é aplicada.

Um contra-argumento como esse ajuda a esclarecer o ponto central que Hayek tenta comunicar: no caso de essa incompatibilidade ocorrer, os mecanismos equilibradores da economia atuam no sentido de adequar os processos produtivos às exigências dos consumidores. Projetos lucrativos sofrem queda em sua margem de preço e geram uma série de re-alocações de fatores de produção, de forma a compatibilizar a produção às preferências, haja vista que o setor de bens de consumo é o responsável pela remuneração dos fatores. Esse não é, todavia, o caso preocupante: há, de fato, um período de ajustes, mas a economia acaba voltando ao estado estacionário, após um período transitório de desequilíbrio. O que ocorre aqui é um erro de previsão dos empresários.

Hayek admite, portanto, a possibilidade de ocorrência de erros.<sup>84</sup> A apreciação que faz das teorias não-monetárias que se atêm à noção de fundamentos psicológicos dos ciclos econômicos é bastante positiva. Tendo como principais expoentes Arthur Pigou e Oskar Morgenstern, tais teorias tentavam mostrar que certas forças internas à organização do mercado levavam a uma exacerbação das previsões dos agentes. (HAYEK, [1929] 1966, p. 83). Porém, assim como as outras teorias não-monetárias, essas padecem de uma limitação importante: conquanto mostrem a constituição empírica dos ciclos, não há nessas teorias um elemento que justifique a duração e a abrangência do fenômeno. No caso das teorias de Spiethoff e Cassel, enfatizava-se que, dada a ausência de um plano prévio que assegurasse a coordenação das iniciativas individuais, a incompatibilidade entre os planos dos poupadores e os planos dos investidores era o fator determinante para a ocorrência dos ciclos. Para Hayek, essa constituía a explicação última dos ciclos. O ajuste prévio e “consciente” não era possibilitado pela economia de mercado, dado o elevado grau de descentralização das atividades. Essa descentralização consistia, por sua vez, numa característica central do sistema de mercado, pela qual se poderia, todavia, justificar a possibilidade de erros de previsão dos empresários.

As teorias psicológicas defendiam que os exageros cometidos pelos empresários se davam na reação às mudanças nos dados objetivos da economia - tais como a taxa de juros, os preços, a margem de lucro. Tais respostas seriam mais fortes do que indicariam as

---

<sup>84</sup> Os parágrafos seguintes terão como referência a exposição contida em Soromenho (1994, p. 156-177).

considerações referentes à racionalidade dos agentes: na prosperidade, excesso de otimismo, ao passo em que, na crise, excesso de pessimismo.

No início de um período de prosperidade, por exemplo, aqueles empresários cuja demanda ainda não aumentou, esperam, contagiados pelo crescimento dos negócios em outros setores, que isso venha a ocorrer, embora não possuam nenhuma base objetiva nas condições de seu próprio mercado que justifique essa inferência. Pigou mencionava ‘erros de otimismo’, no intuito de acentuar o caráter não racional desse comportamento. A exacerbação das expectativas gerava, então, um efeito cumulativo sobre a demanda de investimentos, propiciando a ocorrência da fase ascendente do ciclo. De certo modo, portanto, a teoria de Pigou supunha que as expectativas em princípio equivocadas acabavam por se auto-confirmar durante algum tempo. (SOROMENHO, 1994, p. 160).

O inverso ocorria quando a inviabilidade econômica ficava patente. Poder-se-ia

portanto, a sua função informacional, restando a expansão generalizada da produção no específico mercado considerado”. (SOROMENHO, 1994, p. 163).

Dito isso, pergunta-se: seria plausível atribuir um fenômeno das dimensões do ciclo econômico a equívocos de previsão dispersos na economia? Era preciso demonstrar que os erros são generalizados e ocorrem, em certa medida, na mesma direção. (HAYEK, [1933] 1950, p. 141). Para isso, devia-se mostrar que o sistema de preços falhava em prover as informações necessárias para a compatibilização intertemporal dos planos dos agentes. Como se viu, o erro das teorias não-monetárias residia exatamente na tentativa de mostrar a imperfeição informacional dos preços com base na teoria equilíbrio, o que, para Hayek, era contraditório. A contradição se encontrava na rejeição da principal implicação lógica do quadro analítico adotado: a validade da lei de Walras ou da Lei de Say.

Para que a contradição desaparecesse, era necessário invalidar a lei dos mercados. Como já se salientou anteriormente, para Hayek, o fator que permitia essa invalidação era o crédito. Esse instrumento, amplamente adotado pela organização do sistema monetário moderno, gerava um excesso de demanda que distorcia a estrutura de preços do sistema. Os mecanismos re-equilibradores entrariam em ação, elevando o preço desse produto e deslocando fatores de produção para esse mercado específico. Mas essa mercadoria única não possibilitava o deslocamento desses fatores produtivos e sequer ajustava seu preço automaticamente. As razões para esse desajuste já foram detalhadas anteriormente.

Dessa forma, a moeda, especificamente o crédito, não é um fator *ad hoc* que Hayek insere em seu modelo, de forma a definir uma *causa causans* do fenômeno em questão. Trata-se de uma necessidade lógica para a consistência da explicação.<sup>86</sup> Por isso, ao argumentar que

---

<sup>86</sup> Blanchard (2006, p. 27) comenta que os economistas da escola austríaca tinham o hábito de tratar “possibilidades lógicas” como “necessidades lógicas”, argumentando que a noção de poupança forçada como o fator equilibrador da relação entre poupança e investimento foi uma saída conveniente para o problema da determinação do financiamento dos investimentos. Sua resposta é simples e diretamente keynesiana: “*If investment demand increases - say in response to increases in prices exciting ‘firms’ - what is then the mechanism that insures that saving also increases? (...) In trying to answer this question, it was logical for the economists of the time to look at bank credit. After all, this is how firms largely financed the additional investment. But this only raised the next question: how were banks able to increase the amount of bank credit? Who was saving more? (...) This is where the concept of forced saving conveniently came in. Banks were able in some way to force more saving out of consumers, went the answer. I see this as basically the wrong answer. The right answer was, I believe, given by Keynes: the increase in output is what generates the additional saving in response to higher investment. There is no such thing as forced saving*”. (BLANCHARD, 2006, p. 27 – negritos nossos). Arida (1981, p. 3-4) faz uma leitura diferente e concede à teoria austríaca do crédito uma importância maior: “como é possível que o investimento, dando início ao processo do multiplicador, aumente exogenamente? Em equilíbrio, investimento = poupança. Mas é o investimento que cria a poupança e não vice-versa. Então o aumento do investimento não é precedido por um aumento de poupança. De onde surgem os fundos para financiar este investimento? Resposta trivial: expansão de crédito”. Arida se refere ao modelo simples de livro-texto, em que a incorporação da moeda se dá sem nenhuma alteração no modelo formal.

a moeda é neutra quando o crédito é nulo, como o faz Laidler (1994, p. 10), corre-se o risco de, na tentativa de extrair do autor uma conclusão específica, eliminar o objetivo central da explicação<sup>87</sup>. Essa interpretação implica a volta à tautologia a que Hayek buscava escapar. O crédito é uma realidade da sociedade capitalista moderna. Qualquer análise que se baseie na suposição de sua inexistência, desconsidera um elemento determinante para a explicação das flutuações econômicas, tendo pouca utilidade para a compreensão dos eventos observados no mundo real.

Mas, como se caracteriza o problema do mau-direcionamento do investimento, a partir da distorção dos preços relativos? A economia é entendida como uma rede de interconexões que, devido ao caráter descentralizado da produção capitalista, expressa uma interdependência geral entre os agentes que a compõem. O processo produtivo na visão austríaca é uma seqüência unidirecional de acréscimos progressivos de insumos (principalmente trabalho) para a composição do produto final. Entretanto, conforme se desloca dos setores produtores de bens de capital para os setores mais próximos do final do processo, há um gradativo aumento da especificidade das atividades produtivas. Para que os bens possam ser produzidos é imprescindível que haja uma perfeita combinação de fatores de produção.<sup>88</sup> Projetos de investimentos localizados que antecipam de maneira equivocada o comportamento do setor de

---

<sup>87</sup> Dostaler (1994) extrai conclusões fortes que aparentam ter a mesma característica da interpretação de Laidler, dizendo que, para Hayek, “*Money allows the introduction of an artificial motor for investment, which creates temporary additional energy, in the same way that a drug can stimulate the energy of the artist, writer or athlete. But for these it can also be lethal. This conception of money is the kernel of Hayek’s thesis*”. Até aqui, a análise é bastante adequada. No entanto, o autor atribui a Hayek uma ruptura com essa forma de entender a moeda: “*But he then turns back to a conception of money considered, not as an integral part of the economy, but as a veil, or as the oil of the engine, according to Hume’s vision. Money, considered as an exogenous element, is thus the villain, responsible in the last resort for crises and cycles*”. (DOSTALER, 1994, p. 163). Um momento de reflexão atenta sobre a concepção austríaca sobre a moeda pode facilmente provar o contrário. Para Hayek, a moeda é uma instituição *à la Menger*, isto é, nasce endogenamente da organização espontânea das relações sociais. Mesmo quando se considera somente o crédito, dificilmente pode-se atribuir a Hayek a idéia de que a moeda é “exógena” ou, pior, que ela é a “vilã” da história. Já em *Monetary Theory and the Trade Cycle* ([1929] 1966, p. 108-109) o austríaco fala que a análise dos desequilíbrios resultantes do funcionamento do sistema de crédito deveria ser conduzida sem a premissa de que haveria algo de errado com o sistema, uma vez que as alterações na quantidade de moeda decorrem da organização do sistema monetário. É mais adequado dizer que a vilania reside em achar que a política econômica fundada em análises de agregados pode solucionar um problema que é inerente ao sistema, cuja complexidade extrapola os limites do que a ciência econômica pode explicar. Hayek já captava, a essa altura, o problema da distribuição do conhecimento. A moeda somente vinha a salientar esse aspecto da sociedade capitalista. Boianovsky (1992, p. 80-84) apresenta uma outra leitura a respeito da “exogeneidade” da moeda, comparando a moeda de Hayek com a moeda de Hicks. É verdade que, para Hayek, a moeda não é incorporada ao comportamento dos indivíduos, escapando-lhe um aspecto essencial da teoria monetária de Menger, seu predecessor.

<sup>88</sup> Por exemplo, imagine-se o que ocorreria no setor de cosméticos se o setor de embalagens para produtos cosméticos (que detém elevado grau de especificidade técnica) entrasse em crise e fosse obrigado a elevar drasticamente o preço desse insumo. Respeitadas as elasticidades-preço da demanda e as características mais peculiares do mercado em questão, é provável que a elevação do custo não pudesse ser repassada ao consumidor, levando compulsoriamente a uma redução na taxa de lucro do setor.

bens de consumo e, por conseguinte, de toda a seqüência inversa de demandas por insumos resultam em plantas produtivas com capacidade instalada incompatível com a estrutura de demandas de determinado processo. No caso da presença de crédito, o “mau-investimento” toma a forma de um “excesso de otimismo” que implica a construção de um aparato produtivo que dificilmente poderá ser plenamente utilizado. Isso pode ocorrer, por exemplo, caso o setor seguinte no processo de produção não realize a demanda esperada pelo produto. Admitindo-se a possibilidade de algum ajuste nos preços, as receitas sofrerão queda, impondo a necessidade de reduzir a produção e desempregar fatores. A subutilização engendra, conseqüentemente, uma participação maior das despesas com pagamento de juros aos bancos. A viabilidade esperada do negócio fica ameaçada de não se concretizar.

O elemento crucial para a compreensão desse raciocínio é o caráter heterogêneo do capital. Fosse ele uma massa homogênea redutível a um número agregado, sua mobilidade entre os setores poderia alcançar a plenitude. A necessidade de complemento insere no sistema uma rigidez, tanto qualitativa quanto quantitativa. Em outros termos, a mobilidade do capital fica condicionada ao grau de especificidade de sua utilidade para o processo produtivo como um todo e também ao grau de singularidade dos insumos que utiliza. Costuma-se imaginar que o trabalho é perfeitamente transferível. No entanto, deve-se considerar que há um custo de aprendizado (financeiro e temporal) para a mudança de uma atividade a outra. Dessa forma, mudanças ocorridas na economia, oriundas do crédito ou de fatores reais, influenciam o funcionamento da economia e exigem uma reorganização da estrutura produtiva que só pode se dar no tempo. Lachmann (1990, p. 234) sintetiza a questão:

*In reality capital is concrete and heterogeneous, not abstract and homogeneous. Only certain forms of capital combinations, certain modes of capital complementarity, produce results, others do not. Hence there is always the danger that a capital resource may lose some of its complements. Moreover, capital values depend on future, not present, earnings. A theory of capital which takes no account of expectations can tell us little about the real world. (LACHMANN, 1990, p. 234).*

É assim que Hayek apresenta a incerteza generalizada do sistema econômico. Essa incerteza não tem o mesmo caráter daquela apontada por Keynes. O empresário não é ignorante, mas tem um conhecimento limitado e deve enfrentar um futuro cognitivamente inapreensível em todas as suas possibilidades de constituição. Nos termos que Hayek viria a utilizar posteriormente, os planos formulados pelos agentes podem vir a ser frustrados pela previsão equivocada dos “dados externos”, tais como: a demanda futura pelo bem de consumo de cujo processo tal empresário participa; a escassez relativa de determinado insumo

produtivo; a taxa de juros etc. Nesse sentido, tomando a assertiva de Lachmann acima quanto à importância das expectativas para a compreensão do mundo real, é imperativo investigar o papel das expectativas na teoria hayekiana dos ciclos. Para tanto, a crítica de Myrdal a esse respeito será o fator motivador das conferências de Copenhague, na qual Hayek buscará esclarecer a posição relativa das expectativas em sua teoria.

#### 4.2 – A crítica de Myrdal e o papel das expectativas

A apreciação do trabalho de Myrdal ([1932] 1965) excede sobremaneira o escopo desse trabalho. É suficiente, para os presentes propósitos, esclarecer a natureza das críticas feitas à teoria de Hayek, para que seja possível compreender a resposta do mesmo.

O livro *Monetary Equilibrium* foi escrito com o intuito de aperfeiçoar, por meio de uma crítica imanente, a teoria monetária de seu conterrâneo Wicksell. Myrdal alega que o papel secundário atribuído às expectativas impõe sérias limitações à análise da economia real, conforme foi destacado por Lachmann na seção anterior. A idéia que o autor sueco ofereceu é que há uma diferença entre o momento da decisão de se tomar uma ação e a avaliação retrospectiva da mesma. Enfim, há uma decisão *ex ante* e uma decisão *ex post*. Nesse sentido, a decisão *ex ante* é fundada na formulação de expectativas acerca do ambiente econômico, isto é, trata-se de um olhar para o futuro. A visão *ex post* considera o resultado efetivo da implementação daquele plano de ação. Myrdal conclui, portanto, que as previsões dos agentes não são, por definição, auto-realizáveis. Essa proposição pode parecer ao leitor moderno uma obviedade incontroversa. Mesmo assim, à época em que Myrdal escreve, o núcleo da teoria do equilíbrio ainda mantinha-se firme na posição de corpo central da teoria econômica.

Por isso, Myrdal se dirige às limitações da teoria do equilíbrio. Podem-se destacar três aspectos principais: (1) a suposição de concorrência perfeita e suas condições subjacentes, (2) a ausência do elemento “tempo” e, por conseguinte, (3) a desconsideração do crédito.<sup>89</sup> Myrdal defende, em seguida, a relevância da inclusão do crédito na teoria dos preços, dada sua influência sobre a relação entre os preços da economia.<sup>90</sup>

<sup>89</sup> Sobre as duas últimas, Myrdal afirma que: “*The prices explained in general equilibrium theory refer only to a single moment. It therefore seems impossible to incorporate time contracts, expressed in monetary units, e.g. credit contracts, into the central theory of price formation in a satisfactory way. This impossibility of working credit into the theory of price formation is naturally the more regretted since credit forms the bulk of all means of payment – or, at least, determines the velocity of circulation, if only coins and notes are counted as means of payment*”. (MYRDAL, [1932] 1965, p. 16).

<sup>90</sup> “[...] for credit is a causal factor not only for the price level but also for price relations, which are partly determined by the profitability of business and, therefore, by the supply and demand price for credit. The

Como se vê, o autor sueco partilha das mesmas opiniões de Hayek no que concerne à separação entre teoria real e teoria monetária, assim como às limitações impostas à compreensão da economia pela desconsideração do crédito e à utilização do conceito de nível de preços. É na análise da concorrência perfeita que Myrdal vê uma contradição: é impossível conceber o ciclo a partir de um quadro analítico de equilíbrio e que leve em conta a existência de previsão perfeita e, ainda, desconsidere o tempo e o papel do crédito.<sup>91</sup> Myrdal cita Wicksell, dizendo que qualquer teoria do ciclo deve invalidar a lei dos mercados, ou Lei de Say, para que possa prover uma explicação logicamente consistente. Hayek concordava com essa assertiva e, em sua crítica às teorias não-monetárias, usou o mesmo argumento. Entretanto, o sueco duvida do cumprimento dessa máxima por parte de Hayek, e inicia sua crítica dizendo que

*A criticism of Keynes and Hayek would have to begin by pointing out the fact that in their theoretical systems there is no place for the uncertainty factor and for anticipations. (MYRDAL, [1932] 1965, p. 32).*

Um pouco mais à frente, após considerar as limitações do *Treatise on Money* de Keynes, ele se volta para a teoria de Hayek, acentuando que nela a abordagem se dá no estado estacionário ou quase-estacionário. Nesse estado, prevalecem ambos o conhecimento perfeito e a concorrência perfeita. Ao definir a abordagem de Hayek como sendo de estado estacionário, o economista sueco atribui ao modelo do austríaco, mesmo que implicitamente, a contradição que ele percebe na utilização do conceito de concorrência perfeita para a explicação do ciclo. (MYRDAL, [1932] 1965, p. 33). Ademais, Myrdal alega que a08(i)-2.4934

entretanto, as suposições específicas a que se refere, dizendo somente que ambos Hayek e Keynes têm intuições mais potentes do que suas teorias lhes permitiam dizer.

Sem o aval de Myrdal, portanto, é infrutífero especular sobre as suposições que, em sua visão, impediriam a visualização mais nítida do papel desempenhado pelas expectativas na teoria hayekiana dos ciclos. No entanto, sua crítica abre espaço para a avaliação das implicações de três premissas do modelo de Hayek. A primeira diz respeito à existência de pleno emprego dos fatores produtivos; no entanto, não é possível atribuir a crítica dessa premissa por Myrdal, haja vista que ele também parte dela. É dentro desse pressuposto, contudo, que emerge uma segunda premissa, a saber, a inelasticidade da oferta.

Garrison (2004, p. 334) aponta que Hayek permite um acréscimo na demanda por bens de consumo, mas seus efeitos se dão sobre os preços monetários, isto é, não há ajustes quantitativos: é como se a oferta de bens de consumo fosse perfeitamente inelástica. O argumento implícito sugere que a quantidade adicional de bens que impediria um repasse automático do aumento da demanda para os preços simplesmente não existe. Mesmo que se permita alguma elasticidade na oferta desses bens, há o elemento temporal: toda a produção leva tempo, os recursos precisam ser re-allocados. Hayek defende, entretanto, que o tempo de ampliação da produção coincide com o final da fase expansiva do ciclo. Nesse estágio, os ganhos de produtividade são insuficientes para coibir a reversão da situação.

Assim, é possível dizer que qualquer aumento na demanda levará logicamente a um aumento proporcional nos preços, podendo-se concluir que há, no modelo de Hayek, uma restrição sobre as possibilidades de resposta dos agentes, reduzindo, assim, o papel das expectativas dos mesmos. Sabe-se que não é possível aumentar imediatamente a quantidade de bens disponíveis para consumo, logo, a única resposta possível do mercado é a elevação dos preços. Mesmo que haja alguma razão nesse argumento, a afirmativa de que, para Hayek, a oferta é plenamente inelástica não é inteiramente correta. O autor considera explicitamente a existência de elasticidades; entretanto, essas não podem ser deduzidas de maneira genérica.<sup>93</sup> Hayek se baseia no efeito Cantillon, isto é, nem todos os preços serão afetados na mesma intensidade e simultaneamente. Há, portanto, uma distribuição desigual da intensidade da elevação dos preços, o que dificulta a antecipação por parte dos agentes.

---

<sup>93</sup> Conforme já se ressaltou anteriormente, Hayek faz alusão a um trecho da teoria de Cantillon, dizendo que: *“whether and to what extent such changes in demand will lead to an actual change in price will of course depend on the elasticity of supply, which in particular case depends in turn in every stage on the degree of specificity of the intermediate products and the factors from which they are made”*. (HAYEK, [1931] 1935, p. 80).

A terceira suposição consiste no papel desempenhado pela moeda. Seguindo a crítica de Sraffa (1932), Lima (1998, p. 24) assinala que, na teoria de Hayek, tudo que é produzido será necessariamente consumido, visto que a moeda atende tão-somente a motivos transacionais. Sraffa desautorizou a teoria de Hayek por entender que nela a moeda teria sido desprovida de suas características principais. Sraffa fala da ausência de rigidez de preços e de contratos monetários. Por isso, alega que a suposição de que a moeda é somente meio de troca equivale a defender a neutralidade da mesma em relação aos preços.

Benetti (1994, p. 70-75) contrapõe a assertiva de Sraffa dizendo que, na presença de efeitos distributivos, a moeda perde a sua neutralidade. Mesmo assim, o autor discorda da noção de que a consideração da propriedade de meio de troca da moeda seja um expediente “insignificante”, ou que implique a “anulação de sua essência”. As funções de padrão e de reserva de valor são importantes, mas, segundo o autor, Hayek está se referindo a uma outra instância da constituição monetária da sociedade capitalista: a criação de moeda por parte dos bancos. Os meios de troca são obtidos pelos agentes junto aos bancos e são restituídos a esses ao final do período sob análise. O ponto central é que essa moeda nova não faz parte da riqueza inicial e, por conseguinte, não constitui a dotação final dos agentes. Essa possibilidade de criação artificial de moeda gera conflitos pela apropriação da riqueza social. Tudo começa quando os empresários aumentam sua demanda por crédito, dando início à “pilhagem” da renda monetária dos consumidores.

Dessa forma, moeda *chez Hayek* é uma condição para a produção e, portanto, para as trocas de mercadorias no âmbito de uma economia capitalista, na qual a “empresa não paga os salários com sua própria produção”. A partir desses fundamentos, o sistema funciona como um constante processo de ajustamento efetivo (em oposição ao ajustamento virtual feito pelo leiloeiro walrasiano) em direção ao equilíbrio. O desequilíbrio que esse processo represente guarda seu significado na discrepância entre oferta e demanda. A expressão monetária dessa diferença é a formação de excedentes ou déficits monetários individuais. Em uma palavra: a dívida. E isso já é o suficiente.<sup>94</sup>

---

<sup>94</sup> Comentando sobre a existência de dívidas, o Benetti alega que a abordagem de Hayek tinha um caráter específico e que sua consideração acerca de um atributo único da moeda não torna sua teoria incompleta, como queria Sraffa. Ao contrário: “*On vient de voir que leur justification ne nécessite pas la prise en considération d’autres «attributs» de la monnaie. Elles sont un effet naturel de la présence du moyen d’échange dans une économie en déséquilibre*” (BENETTI, 1994, p. 73).

O método de Hayek não implica, portanto, que as decisões dos agentes de abster-se do consumo presente garantem automaticamente o consumo em uma data futura. De fato, a preferência pela liquidez que Hayek permite é temporária e está diretamente associada ao receio dos empresários em investir, em virtude de avaliações pessimistas do estado geral dos negócios. Com efeito, tem-se que as simplificações que o autor austríaco faz por razões metodológicas acabam transformando a articulação de sua teoria num expediente mecânico, como aponta Rühl (1994).

*Hayek's model (...) is too mechanical to take us very far. Any reasonable assumption about expectation formation (or learning) would lead to the disappearance of the cycle. (RÜHL, 1994, p. 194).*

É verdade que Hayek dá pouca, se alguma, atenção à demanda. Em sua teoria, os consumidores não têm espaço para entesourar, de forma que toda renda que não é consumida é direcionada ao setor financeiro para ser utilizada na produção. Todavia, essa abordagem não implica, necessariamente, que toda a produção será vendida. No que se refere a esse problema, é importante considerar dois pontos: o papel específico desempenhado pela moeda e a premissa de Hayek acerca da estrutura concorrencial da economia de mercado.

É uma interpretação comum alegar que o privilégio concedido por Hayek ao sistema de preços levaria logicamente à suposição de concorrência perfeita: se for admitido que a orientação das ações dos empresários é tarefa exclusiva do sistema de preços, torna-se fácil chegar à conclusão de que se trata de um ambiente perfeitamente competitivo e com previsão perfeita (HICKS, 1973, p. 134), o que constituiria uma contradição com sua abordagem. Entretanto, Hayek deixa claro que os empresários não se preocupam com o volume de demanda nem com a quantidade produzida por seus concorrentes, visto que não detêm os meios para obter tal informação. É mais econômico se guiar pelos preços, os quais sintetizam as informações relevantes a cada um dos agentes. Isso não significa, contudo, que os agentes detêm conhecimento pleno de todas as técnicas produtivas disponíveis e todas as possíveis combinações de insumos produtivos. A decorrência lógica é, obviamente, o descarte da premissa de previsão perfeita e conhecimento perfeito. Trata-se de um processo de ajuste *ex post*, isto é, há a possibilidade de erro.

A abordagem de Hayek é mais condizente com a visão clássica de “livre concorrência” do que com a visão neoclássica de um mercado perfeitamente competitivo, sob regime de

previsão perfeita e conhecimento perfeito.<sup>95</sup> Mesmo assim, poder-se-ia argumentar que uma leitura como essa corre o risco de se beneficiar de uma apreciação de trabalhos posteriores do autor, de forma que a consistência do argumento que se defende aqui poderia se perder numa busca equivocada por antecedentes. No entanto, já no livro de 1929, ao comentar a apreciação incorreta do sistema de preços pelos teóricos não-monetários do ciclo, Hayek já apontava nessa direção.

Se a análise acima estiver correta, carece de fundamento a “irritação” de Shackle (1967) em relação ao “modelo de previsão perfeita” de Hayek. (BOEHM, 1992, p. 9). Com efeito, havendo espaço para erro, é possível reconhecer o papel das expectativas. Por isso, é necessário conferir a resposta de Hayek às considerações de Myrdal.

#### **4.3 – Expectativas e conhecimento na teoria dos ciclos de Hayek: a palestra de 1933**

A palestra de Copenhague, proferida em dezembro de 1933, guarda elementos importantes para a compreensão do desenvolvimento intelectual de Hayek. Transcrita no quarto capítulo do livro *Profits, Interest and Investment* (HAYEK, [1939] 1950) e intitulada *Price Expectations, Monetary Disturbances and Malinvestments* (HAYEK, [1933] 1950, p. 135-156), seu propósito é discutir o papel das expectativas na teoria econômica, principalmente na formulação de explicações dinâmicas sobre os fenômenos econômicos. Essa palestra não tem recebido, todavia, a atenção devida. Nela se percebe um ponto crítico da trajetória de Hayek. É nesse momento exato que o autor deixa explícita a sua insatisfação com o conceito de equilíbrio da “teoria tradicional” neoclássica e com a premissa de previsão perfeita. (CALDWELL, 2005, p. 210-212). Um tratamento mais detalhado desse ponto será feito mais adiante, de forma a assinalar o elo entre o problema da informação na teoria dos ciclos e sua percepção do problema do conhecimento no artigo de 1937, *Economics and Knowledge*. Por ora, é adequado entender como Hayek expõe a existência da incerteza localizada (em oposição à previsão perfeita) e, por conseguinte, da relevância das expectativas.

---

<sup>95</sup> Myrdal diz, no início de seu trabalho, que Hayek e Mises foram os responsáveis pela divulgação da teoria de Wicksell, ressaltando a estreita ligação entre as escolas sueca e austríaca. Não é demais, portanto, partindo-se da idéia de que Mises e Hayek buscaram desenvolver a teoria de Wicksell, salientar a visão wickselliana a respeito da concorrência: “*Now among the general hypotheses of his typical formulation, Wicksell assumes, though usually not explicitly, ‘free competition’ in a very special sense. The absence of an immediate adaptation of prices is, of course, included in the basic hypothesis, for if the flexibility of the system were assumed to be infinite, a cumulative process which takes time, could not occur – instead there would be an avalanche. Nevertheless, the assumption of ‘free competition’ is made*”. (MYRDAL, [1932] 1965, p. 146).

*It has become clear that, instead of completely disregarding the time element, we must make very definite assumptions about the attitude of persons towards the future. The assumptions of this kind which are implied in the concept of equilibrium are essentially that everybody foresees the future correctly and that this foresight includes not only changes in the objective data but also the behaviour of all the other people with whom he expects to perform economic transactions. (HAYEK, [1933] 1950, p. 139-140).*

A necessidade de a teoria econômica considerar os aspectos temporais constitui uma antiga reivindicação da escola austríaca que remete a seu fundador, Carl Menger. (BORCH, 1973, p. 61-63).<sup>96</sup> Num famoso artigo de sua juventude, Hayek ([1928] 1984) inicia sua apresentação com a frase: “toda a atividade econômica se dá no tempo”. O aspecto temporal impõe aos indivíduos a irreversibilidade de suas decisões e ações. Mas Hayek não se satisfaz com a mera postulação de tal corolário. É preciso demonstrar, a partir de sua teoria, como surge a incerteza. Em outros termos, é preciso anular a validade do conceito de previsão perfeita.

Em *Monetary Theory and the Trade Cycle* (1935, capítulo 2), Hayek analisa a validade das teorias não-monetárias dos ciclos, fazendo uma crítica superficial das teorias que baseavam suas explicações em fundamentos psicológicos do mundo dos negócios, como se viu acima. Na palestra de 1933, Hayek retoma a idéia de tais teorias e declara novamente sua objeção - sem, contudo, endereçá-la nominalmente - às mesmas.

*Every explanation of economic crises must include the assumption that entrepreneurs have committed errors. But the mere fact that entrepreneurs do make errors can hardly be regarded as a sufficient explanation of crises. Erroneous dispositions which lead to losses all round will appear probable only if we can show why entrepreneurs should all simultaneously make mistakes in the same direction (HAYEK, [1933] 1950, p. 141).*

Entretanto, atribuir tais erros a um tipo de “infecção psicológica” não é suficiente. É mais convincente alegar que os empresários

*[...] may all be equally misled by following guides or symptoms which as a rule prove reliable. Or, speaking more concretely, it may be that the prices existing when they made their decisions and on which they had to base their views about the future have created expectations which must necessarily be disappointed. In this case we might have to distinguish between what we may call justified errors, caused by the price system, and sheer errors about the course of external events. (HAYEK, [1933] 1950, p. 141).*

<sup>96</sup> Hayek reivindica a necessidade da consideração do tempo, uma antiga demanda da escola austríaca: “*The main difficulty of the traditional approach is its complete abstraction from time. A concept of equilibrium which essentially was applicable only to an economic system conceived as timeless could not be of great value*”. (HAYEK, [1933] 1950, p. 139). Todavia, Borch (1973, p. 62) aponta que a idéia de uma “simetria entre tempo e incerteza” persiste na escola austríaca, apesar de nunca ter sido claramente demonstrado como essa simetria poderia ser explorada pela análise econômica.

Mais uma vez, Hayek escolhe o problema do investimento, uma vez que as decisões dos empresários dependem exclusivamente de sua avaliação acerca do curso futuros dos eventos. Esse é um caso importante por que as decisões dos mesmos são afetadas pela situação geral do mercado financeiro e não pela posição relativa das indústrias. Em outros termos, é a relação entre decisões e sistema monetário que está em foco, e não aspectos referentes à concorrência *intra* e *inter* mercados. Mudanças no mercado financeiro têm efeitos abrangentes por toda a economia. Mais que isso, tais efeitos perduram no tempo, de forma que o sucesso de um investimento depende não só da situação do mercado de capitais no presente, mas também dos eventos futuros.

A execução de um projeto de investimento se dá ao longo do tempo e, por isso, sua viabilidade está condicionada à disponibilidade de recursos em datas futuras para sua conclusão. Hayek faz sua primeira formulação acerca das expectativas dos empresários, dizendo que

*In general it is probably true to say that most investments are made in the expectation that the supply of capital will for some time continue at the present level. Or, in other words, entrepreneurs regard the present supply of capital and the present rate of interest as a symptom that approximately the same situation will continue to exist for some time. (HAYEK, [1933] 1950, p. 142).*

Além disso, o sucesso de um investimento está condicionado à conclusão de investimentos em setores que produzem bens complementares. O que Hayek tem em mente aqui é um aprofundamento da divisão das atividades produtivas. Uma firma encurta a parte do processo pela qual ela é responsável, sendo a parte abandonada assumida por um outro grupo de empresários. Assim, é imperativo que a oferta de capital se mantenha não só para um empresário individual, mas para todos aqueles que participam desse específico processo produtivo, de forma que o novo aparato de produção possa ser completado e sincronizado.

O que causaria, então, variações inesperadas na oferta de capital, levando à frustração das expectativas dos empresários? Hayek descarta a possibilidade oscilações bruscas na oferta de poupança voluntária, alegando que a “experiência” mostra que tais flutuações ocorrem somente como resultado das crises e não de forças internas do sistema. Hayek busca isolar, portanto, o fator efetivamente causador das crises: as perturbações monetárias causadas pela organização do sistema de crédito. O crédito permite que a oferta de capital financeiro supere o montante de poupança disponível. O resultado disso, como já se viu, é a variação na quantidade e na velocidade de circulação que torna a oferta de capital para investimentos independente da oferta de poupança voluntária.

*This means, however, that entrepreneurs will often base their decisions about their investment plans on a symptom which in no way indicates even the current willingness of the consumers to save, and therefore provides no guide whatever for a forecast of how they will distribute their income in the future between consuming and saving. (HAYEK, [1933] 1950, p. 144).*

Os desdobramentos que se seguirão advirão de uma incompatibilidade entre: (1) a distribuição da renda corrente dos consumidores entre consumo presente e consumo futuro e (2) a divisão dos recursos dos empresários entre a produção para o futuro próximo e a produção para um futuro mais distante.

No desequilíbrio, retratado como uma perturbação monetária, há uma falha de comunicação. Enquanto os empresários destinam recursos para a produção mais distante no futuro, os consumidores são incapacitados de expressar seus desejos claramente, uma vez que, ainda nesse primeiro momento, suas rendas não foram afetadas. Quando os créditos emitidos chegam ao mercado na forma de salários (tanto pelo aumento dos rendimentos dos trabalhadores disputados pelos empresários quanto pela absorção de trabalhadores previamente desempregados), os preços dos bens de consumo sofrem pressão. Os planos de consumo de vários indivíduos são frustrados pelo fenômeno da poupança forçada. Como a quantidade de bens disponíveis não se eleva automaticamente, a renda adicional dos consumidores só pode adquirir os bens existentes. A intensidade da elevação dos preços dos bens de consumo é condicionada, portanto, pela distribuição entre consumo e poupança dos agentes econômicos. A intensificação da produção de bens de consumo resultante do incremento da capacidade instalada da economia virá somente muito mais tarde. Mesmo assim, Hayek reconhece que a melhoria na disponibilidade de bens de consumo representará somente uma fração da renda adicional gerada pelo investimento. Em termos mais concisos, a renda cresce mais depressa do que a escala de produção. Tem-se, portanto, que o problema central reside na relação entre o aumento na renda dos consumidores e o incremento na produção de bens de consumo.

Hayek percebe a existência de uma incompatibilidade intertemporal entre os planos dos agentes, a qual toma a forma de um conflito pelos recursos da economia. Tal conflito não se manifesta senão muito tarde, quando a economia já se aproxima do final da fase próspera do ciclo. No que se refere à dimensão temporal da crise, o conflito nasce porque a maturação dos planos dos empresários é mais tardia quando comparada às perspectivas de consumo dos agentes. Como já discutiu, a manutenção desse desequilíbrio exige que o sistema bancário continue emitindo crédito, de forma a garantir a viabilidade de todos os projetos de

investimento. Entretanto, a preferência pela liquidez dos bancos (TRAUTWEIN, 1994, p. 79) impede a expansão contínua do crédito, engendrando inevitavelmente o fracasso de inúmeros projetos de investimento. (HAYEK, [1933] 1950, p. 148).

Na palestra de 1933, em Copenhagen, Hayek estava preocupado em demonstrar a possibilidade de ocorrência de erros, mas de um tipo específico de erro. A crítica de Myrdal permitiu a Hayek enfatizar um ponto que havia recebido menor atenção em textos anteriores e que é crucial para a compreensão de sua teoria monetária: o modelo da concorrência. É verdade que, antes de 1937, o economista austríaco não se preocupou em esclarecer sua posição quanto ao funcionamento do mercado. Seu programa de pesquisa consistia em formular uma explicação do ciclo a partir do quadro analítico da teoria real. Na época, a escola que detinha a melhor aceitação, no meio acadêmico, era o modelo de equilíbrio geral walrasiano. Como esse não considerava o papel da moeda, era necessário relaxar suas hipóteses, inserindo gradualmente as propriedades da moeda. Uma outra característica do modelo walrasiano, entretanto, não tem recebido a atenção que merece.

Na tentativa de “des-homogeneizar” a revolução marginalista, Jaffé (1983, p. 315-316) aponta que Walras não estava interessado em apresentar uma teoria da valoração subjetiva do consumo. Seu objetivo era completar o modelo de um mercado competitivo. Para ele, o economista voltado para o comportamento do mercado não devia derivar funções de utilidade a partir das sensações dos consumidores, mas sim a partir de suposições sobre os determinantes de ordem fisiológica, psicológica e sociológica. Em suma, não cabia ao economista considerar as motivações dos indivíduos, mas tomá-las como dados. O foco de sua teoria pura era a determinação dos preços sob um regime de concorrência perfeitamente livre. Walras propunha a existência de uma inter-relação generalizada entre os participantes do mercado. As preferências dos consumidores seriam manifestadas nos preços relativos, de forma que se poderia contornar o problema da valoração subjetiva dos inúmeros consumidores, supondo que o sistema de preços refletiria perfeitamente a escala de preferências dos agentes econômicos.

Essa é, de fato, uma suposição do modelo de Hayek, apesar de seus objetivos serem muito diferentes daqueles perseguidos por Walras. Hayek se apóia na tradição da escola de Lausanne ao não se aprofundar na formação da utilidade dos consumidores ou nos determinantes do lado da demanda, ressaltando tão-somente a interdependência geral dos agentes econômicos. Assim, pressupõe-se que o sistema de preços, principalmente a taxa de juros, seja um parâmetro fiel das preferências intertemporais dos agentes. Nesse caso, é lícito

admitir que, em seu *Prices and Production*, Hayek adota uma teoria dos preços plenamente “funcional”. O objetivo dessa abordagem é estabelecer as condições para a configuração de preços consistentes com um estado de equilíbrio, sem se ater ao processo de formação dos mesmos no mercado. (BOEHM, 1992, p. 21). Em outros termos, Hayek assume algo que deveria explicar, a saber, o papel informacional do sistema de preços. Na ausência de perturbações monetárias, os preços comunicariam com fidelidade as informações relevantes para as decisões dos agentes.<sup>97</sup>

É evidente que Hayek está preocupado em encontrar as condições para a neutralidade da moeda, isto é, em que circunstância os preços relativos não são afetados pelos choques monetários. Por ter esse objetivo bem-definido, Hayek acabou deixando de lado a tarefa de formular uma teoria para a formação dos preços numa economia monetária. (BENETTI, 1995, p. 73).<sup>98</sup> Hayek considera tão-somente o lado da oferta de bens e desconsidera os elementos mais subjetivos da análise.<sup>99</sup>

---

<sup>97</sup> É válido acrescentar a exposição de Soromenho acerca do papel “economizador” de informação que Hayek atribui ao sistema de preços, o qual “atuava no sentido de compatibilizar as iniciativas empresariais. As ações dos empresários concorrentes refletem-se nos custos de cada empreendedor isoladamente considerado, induzindo-o a adotar a atitude correta. Não é necessário que o agente conheça as iniciativas dos concorrentes. O aumento dos seus custos leva-o a restringir a expansão de sua produção de tal modo que, quando se considera a totalidade das empresas do setor, a oferta agregada do produto mostra-se compatível com a capacidade de absorção do mercado. O mercado funciona sem que os agentes que dele participam tenham a necessidade de conhecer todos os fatores que o afetam”. (SOROMENHO, 1994, p. 163).

<sup>98</sup> “*La difficulté essentielle du système de Hayek est l’absence de relation entre le moyen d’échange et la formation des prix. Elle est plus profonde car elle se situe au niveau de la théorie de l’échange monétaire qui est, sans nul doute, l’activité économique la plus fondamentale (parce que la plus élémentaire) en économie de marché. Une économie monétaire d’échange n’est pas équivalent à une économie de troc plus la monnaie. Il s’agit de deux objets hétérogènes. La source de l’ambiguïté est que ces deux économies se comportent de la même manière dans le modèle d’équilibre statique qui est plus que jamais la référence centrale de la théorie économique*” (BENETTI, 1995, p. 73-74).

<sup>99</sup> Um motivo plausível se insere na dimensão objetiva dos debates acadêmicos e as discordâncias quanto ao receituário de políticas econômicas. Hayek criticava duramente as propostas de Keynes, chamadas “sub-consumistas”, por entenderem que o aumento no gasto do governo poderia ampliar o produto e reduzir o desemprego. Numa situação abaixo do pleno emprego, tal expediente poderia ser eficaz. Entretanto, tão logo a capacidade instalada atingisse seu esgotamento, a política tornar-se-ia inflacionista. Para Hayek, Keynes confundia a utilização de estoques acumulados no período de queda dos preços, ou de capacidade produtiva ociosa, com investimentos em plantas produtivas: haveria, em Keynes, uma total despreocupação com a escassez real de insumos produtivos e bens de capital. Essa parte da crítica a Keynes é explicitada ao final de um trabalho posterior de Hayek: “*Now such a situation, in which abundant unused reserves of all kinds of resources, including all intermediate products, exist, may occasionally prevail in the depths of a depression. But it is certainly not a normal position on which a theory claiming general applicability could be based. (...) Although the technocrats, and other believers in the unbounded productive capacity of our economic system, do not yet appear to have realized it, what he [Keynes] have given us is really that economics of abundance for which they have been clamouring so long. Or rather, he has given us a system of economics which is based on the assumption that no real scarcity exists, and that the only scarcity with which we need concern ourselves is the artificial scarcity created by the determination of people not to sell their services and products below certain arbitrarily fixed prices*”. (HAYEK, [1941] 1975, p. 373-374). Para mais detalhes sobre a longa jornada de oposição de Hayek ao keynesianismo, ver Shenoy ([1972] 1978).

Verifica-se, portanto, uma tensão no pensamento de Hayek. Apesar de reivindicar o método do individualismo metodológico para as ciências sociais – em oposição aos métodos de agregação –, Hayek não chega sequer a cogitar o problema da subjetividade em *Prices and Production*. Os agentes de seu modelo são quase autômatos. Suas reações às mudanças no sistema econômico são unidirecionais e não há qualquer espaço para a descoberta, visto que o progresso tecnológico permanece inalterado (HAYEK, [1931] 1935, p. 93, n. I). O único impulso que os move é a defesa de seu poder de compra e a busca pela maximização do lucro. Não há cooperação, e a antecipação é feita totalmente com base no sistema de preços. Essa situação se caracteriza pelo postulado implícito de perfeita homogeneidade de expectativas (RIZZO e O'DRISCOLL, 1996, p. 80-81). Mas porque Hayek privaria os indivíduos de sua subjetividade?

Existem dois possíveis motivos. O primeiro se deve à utilização da teoria do capital de Böhm-Bawerk, a qual concentra a análise no lado da produção, enfatizando o caráter temporal do processo produtivo, em que o tempo não é mais do que um parâmetro matemático, tal como o período médio de produção. Endres (1987, p. 292-293) mostra que, apesar de Böhm-Bawerk ter sido um discípulo de Menger, suas abordagens diferem fundamentalmente entre si. O último enfatiza o lado subjetivo das questões econômicas, de forma que o caráter de um bem não é uma propriedade inerente a um objeto, mas meramente uma relação entre as coisas e os homens: os homens buscam consumir “imagens” dessas coisas. Já Böhm-Bawerk assinala exclusivamente o lado material dos bens, defendendo que a utilidade é um requerimento puramente objetivo que é atendido pela coisa em si: é como se as propriedades das coisas existissem independentemente da interpretação de um agente econômico quanto à adequação de um bem aos propósitos em questão.<sup>100</sup>

*He [Böhm-Bawerk] is not satisfied, from the point of view of the analyst, to leave the definition of a good up to an individual's judgment in particular cases and contexts, as Menger assuredly is. (ENDRES, 1987, p. 294).*

Nesse sentido, a ausência da subjetividade na teoria de Walras combina perfeitamente com a abordagem objetiva e técnica de Böhm-Bawerk. O consumo depende das preferências dos agentes, as quais estão intimamente ligadas às propriedades inerentes aos bens

<sup>100</sup> Streissler e Weber (1973, p. 231) relatam uma passagem muito conhecida na história do pensamento econômico, em que Menger comenta sobre a teoria do capital de seu discípulo Böhm-Bawerk: “[...] we have Schumpeter's story that he was told by Menger that in Menger's opinion Böhm-Bawerk's theory of capital and interest was 'one of the greatest errors ever committed'. (...) His judgment of Böhm was relentless. In his obituary of Böhm (for the teacher survived the pupil) he wrote: 'Böhm has incorporated into his theory of value numerous elements of superseded doctrine. (...) So again we face the enigma: Böhm-Bawerk cannot be the whole Menger'”.

econômicos. Logo, não há necessidade de se considerarem elementos subjetivos. O modelo de Hayek considera “uma estrutura de produção que reflita somente decisões reais dos indivíduos”. (ARIDA, 1981, p. 10). Em outros termos, a taxa de juros é o elemento central.

O segundo motivo é complementar ao primeiro e se impõe como uma necessidade lógica, a saber, a crença no poder coordenador do mercado. Se os indivíduos têm seu poder interpretativo anulado pela objetividade das propriedades dos bens, é preciso que algo oriente as suas ações. É onde o mercado preenche seus propósitos: trata-se de um ambiente em que os indivíduos são guiados por sinais abstratos. Hayek está tentando enfatizar o papel do sistema de preços como comunicador impessoal das informações relevantes. (LOASBY, 1989, p. 6). Com isso, isola-se o problema da escolha em sua forma mais simples, de forma a expor que a economia é altamente vulnerável às variações ocorridas no sistema monetário. Ou seja, mesmo desconsiderando-se as divergências de expectativas, as desavenças comerciais, a incompatibilidade entre as diferentes leituras do mundo real, o sistema monetário gera uma perturbação que falsifica o principal parâmetro para a formulação dos planos de ação. O resultado dessa distorção do sistema de preços é a incompatibilidade intertemporal entre os planos dos consumidores e dos empresários.

No entanto, a homogeneidade das expectativas não equivale à suposição de conhecimento perfeito. Se assim fosse, Hayek não precisaria enfatizar tanto a importância do sistema de preços; bastaria supor que cada agente detém toda a informação necessária. Numa situação como essa, nem mesmo os choques monetários poderiam perturbar o equilíbrio. Ao contrário, o que o autor está defendendo é exatamente a limitação da cognição humana. O intelecto do ser humano não consegue dar conta de apreender e processar todas as informações que influenciam os preços. Essa idéia já era defendida pelos autores clássicos quando da diferenciação entre os preços normais e os preços de mercado: as variáveis que afetam os preços correntes são tão numerosas e diversificadas que adquirem a característica de um elemento estocástico. Essa concepção já era partilhada por Menger. (BORCH, 1973, p. 65). Assim sendo, mesmo se afastando de Menger para não ter que lidar com as profundas questões que esse havia apontado já em 1871, Hayek acaba reencontrando os problemas levantados pelo fundador da escola austríaca: a subjetividade como condição para o funcionamento do mercado como sistema de comunicação de informações.

Tendo-se essas considerações em vista, é possível fazer uma leitura mais compreensiva da teoria hayekiana dos ciclos. Os agentes nesse modelo detém “informação fixa mas limitada” (RÜHL, 1994, p. 194). Daí a importância do sistema de preços. O que

difere o sistema de trocas puras do sistema de trocas indiretas não é a escassez de informações: essa é uma característica central do mundo real. O que os difere entre si é que, no sistema mediado pela organização monetária, o sistema de preços pode não funcionar, isto é, ele é altamente vulnerável às variações na quantidade de moeda. Mesmo que o sistema econômico em seu lado real funcione adequadamente, o mercado bancário é um *locus* em que a orientação das ações não se dá pelo sistema de preços desse mercado, isto é, a taxa de juros. Já foi assinalado, no segundo capítulo desse estudo, que os bancos não conseguem identificar quando suas reservas disponíveis para empréstimo deixaram de ser definidas pela poupança voluntária e passaram a ser co-determinadas pelo crédito bancário.

futuro da economia, e a elasticidade da oferta de crédito. A articulação de ambos dá ensejo à profecia auto-realizável da ocorrência das crises: é como se os empresários fossem enganados de ambas as pontas de sua relação com o sistema econômico. De um lado, os bancos sinalizam uma taxa de juros para o financiamento dos projetos, que os empresários entendem será mantida até a conclusão dos mesmos. De outro, os consumidores sinalizam pelo montante de poupança voluntária, via taxa de juros, uma intenção de consumir num futuro remoto. Contudo, ambos se antecipam na correção de suas posições iniciais: os bancos encarecem os financiamentos e os consumidores decidem consumir mais no presente.

*In such a situation there exists evidently a conflict between the intentions of the consumers and the intentions of entrepreneurs which earlier or later must manifest itself and frustrate the expectations of at least one of these groups. The situation is certainly not one of equilibrium (...). (HAYEK, [1933] 1950, p. 145).*

Sob a condição de homogeneidade das expectativas, o impulso dado pela elevação artificial da oferta de capital financeiro ocasiona erros, por parte dos empresários, que se dão na mesma direção: a expansão excessiva dos investimentos. Hayek fundamenta, de maneira adequada à sua abordagem monetária, a teoria dos ciclos baseada nos erros de previsão dos agentes econômicos. Em outras palavras, duas formas de frustrar a certeza dos agentes em relação ao futuro. Existem dois tipos de erros sistemáticos - ou de incertezas - cometidos pelos agentes. No caso dos empresários, há a incerteza em relação ao produto que será obtido por cada fator de produção e o preço pago pelos bens produzidos no mercado. (BORCH, 1973, p. 65).<sup>101</sup> Além disso, há uma incerteza quanto a se esse fator estará disponível para aquisição (no caso dos setores que produzem bens complementares entre si não conseguirem se integrar sincronizada e quantitativamente, no que se refere à disponibilidade dos bens produzidos).

Pode-se acrescentar um outro tipo de incerteza: aquela referente aos preços pagos pelo lado da demanda. Considerando-se que há uma relação de oferta e demanda entre os estágios produtivos, no caso de uma elevação inesperada dos preços de um insumo qualquer, alguns setores sofrerão redução em sua taxa de lucro. Mesmo na eventualidade de uma baixa drástica

---

<sup>101</sup> Esses dois elementos são cruciais para a compreensão da teoria de Hayek. Hayek está preocupado em mostrar que o uso feito da moeda pelo empresário é diferente da utilização feita pelo consumidor. Esse argumento constituiu uma das críticas de Dennis Robertson fez ao conceito de preferência pela liquidez de Keynes, como relata Lachmann ([1937] 1994): “[Robertson] *accuses Mr. Keynes of having neglected the difference between money in the hands of entrepreneurs and money in the hands of the public*”. Em outros termos, entre aqueles que desejam entesourar e aqueles que desejam usar o dinheiro. Mais uma vez, o grau de agregação das variáveis é um ponto-chave na análise de Hayek. Se ele considerasse a preferência pela liquidez, estaria generalizando quantitativamente um fenômeno que detém uma dimensão qualitativa: o destino da moeda. Assim, Hayek tenta mostrar que a poupança forçada transfere a renda daqueles que poupam menos para aqueles que poupam mais.

na remuneração dos fatores, oriunda da elevação exorbitante de um insumo produtivo, esse tipo de incerteza só é relevante na fase recessiva do ciclo, uma vez que na fase expansiva há oferta de crédito disponível a taxas de juros constantes, o que permite contornar facilmente esse obstáculo.<sup>102</sup>

No que diz respeito à demanda dos bens de consumo, o fenômeno se dá de outra maneira. Com base no conceito de poupança forçada, Hayek mostra que os consumidores têm sua renda transferida involuntariamente para os empresários. Nesse sentido, os salários e os rendimentos recebidos pelos consumidores sofre uma perda em seu poder de compra. Utilizando-se uma expressão de D.H. Robertson (1969, p. 4), pode-se dizer que, dentre outras funções, a moeda generaliza a capacidade aquisitiva dos agentes econômicos. Por meio dela, um indivíduo pode obter qualquer bem da economia sem ter que efetuar a seqüência de transações necessárias caso se encontrasse em um regime de trocas puras. Mesmo assim, ter o dinheiro em mãos não garante que a aquisição desejada será efetuada. O capítulo 2 mostrou como a organização do sistema monetário afeta o poder de compra da moeda e a estrutura de preços relativos da economia.

Um exemplo simples pode servir como ilustração do argumento. Imagine-se que um indivíduo recebeu uma quantia em dinheiro e decide gastá-la na compra de um bem qualquer. Entre o momento em que o indivíduo adquire uma quantia de dinheiro e o momento em que ele efetua a troca, as mudanças ocorridas no âmbito do mercado de fundos emprestáveis podem ter alterado significativamente os “dados” que o indivíduo levou em conta ao formular o seu plano de ação (isto é, a resolução de gastar aquele montante na compra de um bem). Assim, as premissas que embasaram sua decisão podem não mais corresponder à situação efetiva; em suma: o agente tem seu plano frustrado. A questão é: teria ele como saber dessas alterações?

Como se viu, a existência da moeda gera uma série de “*in-certezas*” na economia. Nesse caso, a moeda não cumpriria o desempenho esperado pelos agentes da economia: facilitar as transações sem perturbar os preços. Em outras palavras, ela deixaria de ser neutra. Assim, uma das condições para a neutralidade da moeda seria que todos os contratos de longo prazo fossem baseados na correta antecipação dos movimentos futuros dos preços. (HAYEK, [1931] 1935, p. 131).

---

<sup>102</sup> É claro que a superação desse empecilho é relativa. A contratação de mais crédito ampliará o montante da receita advinda da venda dos produtos destinado ao pagamento das dívidas bancárias. Entretanto, quando a firma se encontra num ambiente econômico aquecido, o otimismo das previsões impera e esse deixa de ser um problema, pelo menos no prazo imediato.

Assim, perante as adversidades trazidas pela moeda, pergunta-se: como seria possível garantir que as previsões fossem efetivamente corretas, num ambiente em que o sistema de preços é recorrentemente distorcido pelas perturbações monetárias? De forma progressiva, o problema do conhecimento ia sendo delineado mais claramente. Parafraseando Skidelski (1999, p. 95) novamente, Hayek sabia, já em 1933, muito mais do que podia dizer.

#### **4.4 – Equilíbrio e compatibilidade dos planos de ação: os antecedentes do artigo de 1937**

A noção de neutralidade da moeda está intimamente associada à existência do equilíbrio. Nesse estado, uma taxa de juros, dita natural, sintetiza num único número-índice todas as taxas de juros de equilíbrio da economia, de forma que todos os setores estão em equilíbrio entre si. A economia está em estado estacionário, isto é, em crescimento equilibrado. A quantidade de moeda varia o suficiente para dar conta do aumento da população, de forma que o aumento na quantidade de moeda é repassado automaticamente para os preços. É nesse contexto que surgem algumas questões. No caso da teoria hayekiana dos ciclos, no que se refere ao conflito pela renda entre consumidores e empresários, tem-se que

*A condition of equilibrium would require that the intentions of the two groups are at least compatible. It precludes a situation in which current prices, and particularly current rates of interest, create expectations concerning the future behaviour of some members of the society which are entirely unfounded.* (HAYEK, [1933] 1950, p. 145 – negritos nossos).

Hayek descreve o equilíbrio, em *Prices and Production*, como a perfeita compatibilização entre os planos de consumidores e empresários; em outros termos, num contexto em que a taxa de juros reflete a preferência intertemporal dos agentes, a qual, por definição, exige que a oferta de poupança e a oferta de crédito sejam equivalentes. Ou seja, tal situação impede que os agentes econômicos formem expectativas que se mostrem infundadas no futuro.

*If these entrepreneurs entertain correct views about the price changes which are to be expected as a result of the changes in the method of production, the new rate of interest should correspond to the system of price margins which will ultimately be established.* (HAYEK, [1929] 1966, p. 84).

O que é necessário, portanto, para garantir esse estado de equilíbrio? Hayek dá a resposta: a quantidade de moeda (o termo *MV* da teoria quantitativa) precisa ser constante, os preços devem ser perfeitamente flexíveis e, como já se viu ao final da seção anterior, devem ser corretas as previsões dos agentes sobre todo o curso futuro dos preços da economia.

(HAYEK, [1931] 1935, p. 131). Desnecessário salientar que a última é uma condição necessária. Em suma, a neutralidade da moeda depende inequivocamente, portanto, da previsão perfeita dos agentes em relação ao futuro da economia. Equilíbrio e moeda entram em estável comunhão, com a bênção da previsão perfeita: eis o mundo ideal.

Como se vê, as condições para a neutralidade da moeda são muito pouco plausíveis. Mesmo quando se considera a homogeneidade das expectativas de Hayek, a moeda perturba o ambiente. O que restará dessa proposição quando foram considerados os aspectos subjetivos da racionalidade humana?

As contribuições da escola austríaca devem ser analisadas, sempre, a partir dos grupos de pesquisa, ou seminários existentes na Universidade de Vienna. Esses eram descentralizados e consistiam, basicamente, em três: o *Privatseminar* de von Mises, do qual Hayek era participante assíduo, a partir de meados da década de 1920; o círculo de Hans Mayer, do qual participavam Oskar Morgenstern e Rosenstein-Rodan e, por fim, o colóquio matemático de Karl Menger, filho do fundador da escola austríaca, o qual, ironicamente, repudiava o uso da matemática na ciência econômica. Segundo Boehm (1992, p. 22), o círculo de Mayer atinha-se à proposta de Menger (pai) de avaliar a “economia no tempo”, ao contrário da “economia do tempo” de Böhm-Bawerk. Na economia do tempo, buscava-se uma teoria do valor fundada na supremacia da utilidade marginal, ou na supremacia da demanda.

Em 1928, Morgenstern publica um artigo em que questiona a utilidade do conceito de previsão perfeita, no qual se baseava o modelo de equilíbrio geral. Não se tratava de questionar a relevância empírica dessa condição, mas de expor as dificuldades lógicas que ela gerava. Se a teoria pressupunha informação completa, haveria espaço para a incerteza? É evidente que não. Para demonstrar a contradição lógica, Morgenstern apresenta o problema enfrentado por *Sherlock Holmes* ao tentar escapar de seu inimigo *Moriarty*. O detetive pode escolher entre pegar um trem até a cidade de *Dover*, ou descer do trem na única parada no caminho à destinação final. A solução de Morgenstern, hoje conhecida como um jogo de dois jogadores de soma zero, é a seguinte: *Holmes* deve manter o inimigo tentando se antecipar às suas ações; a única maneira de conseguir isso é ficar tentando se antecipar a si próprio. Como se trata de um problema de auto-referência, a única saída é jogar uma moeda ao alto e deixar o resultado definir se ele fica no trem, ou desce na parada intermediária. (BORCH, 1973, p. 67). O argumento apresentado por Morgenstern sugeria que, numa situação de conflito (ou

concorrência), o comportamento racional consiste em criar incerteza, de forma a tornar a previsão impossível.

No final da década de 1920, Hayek ainda não fazia parte do grupo dos críticos da previsão perfeita. Sua percepção do problema do conhecimento se deu, posteriormente, quando de sua participação no debate do cálculo socialista, liderado por Mises. Mesmo assim, Boehm (1992, p. 9) reivindica a influência do círculo de Hans Mayer, principalmente de Morgenstern, no mesmo sentido.<sup>103</sup> Unindo-se ambas as influências, tem-se a configuração das condições para que floresçam as objeções de Hayek ao conceito de equilíbrio disponível à época e às suas condições de concorrência e previsão perfeitas. Shackle avalia, de forma categórica, as implicações do conceito de equilíbrio sobre a concepção de homem:

*Such a conception has, perhaps, its greatest usefulness in compelling us to as, in view of its evident utter unattainability, what in fact the process of history must be like. **Individuals will not necessarily surrender freedom of imagination, of enterprise, of attempted exploitation of the void of time-to-come, in order to try to reconcile their ambitions with those of all other individuals.** The seething cauldron of history mocks such a notion. Even at a lesser level of generalness, the difficulties multiply. Different individuals will plan their respective courses of action in differently-defined, differently conceived spaces. A dimension which appears in one such space will be absent from others. Two men cannot arrange to walk side-by-side when each is studying a map of a different country. (SHACKLE, 1990, p. 167-168 – negritos nossos).*

O artigo de 1937, intitulado *Economics and Knowledge*, marca o fim da tensão entre subjetividade e objetividade, com a reaproximação de Hayek aos escritos de Menger. Caldwell (1988, p. 533, n. 19) constata essa coincidência.

*[Menger] is nevertheless concerned with many aspects of ‘time in economics’- development and dynamic change, ignorance and error. He has (what one would now call) an incipient theory of uncertainty. (STREISSLER e WEBER, 1973, p. 229).*

Menger fornece a Hayek a percepção de um indivíduo falho e dependente de regras de conduta e costumes sociais. A efetiva visualização da retenção subjetiva do conhecimento e da sua dispersão na sociedade viria somente alguns anos mais tarde. Ao considerar a subjetividade dos agentes, uma miríade de questões seria colocada: como o conhecimento é dividido entre os agentes econômicos? Quais informações os agentes utilizam para tomar as

---

<sup>103</sup> “That Hayek’s concern with the subtle relations between the economics of knowledge and the knowledge of economics forms the centerpiece of his distinctive approach to social theory, and that it was therefore not merely an opportunistic flirtation, has been widely acknowledged. What has, however, not been generally appreciated in the burgeoning commentaries on Hayek’s forays into the realm of knowledge is the extent to which he had benefited from vital inputs from his Austrian contemporaries.” (BOEHM, 1992, p. 9).

suas decisões? Que tipo de conhecimento deve ser considerado como a base para as decisões: o conhecimento das variáveis econômicas ou conhecimento técnico específico de cada atividade produtiva? O que significa um indivíduo deter conhecimento perfeito? Quais são as implicações da suposição de conhecimento perfeito no que diz respeito aos fenômenos que ocorrem numa economia monetária?

Se as margens de preços entre os setores correspondem à taxa de juros de equilíbrio da economia somente quando os empresários acertam as suas previsões - e se for admitido que a moeda é neutra em relação à produção quando a estrutura de preços relativos da economia não se altera como resultado de alterações na quantidade de moeda - então, tem-se que a moeda somente será neutra quando a economia estiver em equilíbrio, isto é, quando os empresários forem bem-sucedidos na execução de seus planos. Isso implica dizer que a economia dispõe de todos os insumos de produção necessários para fazer funcionar todas as técnicas alternativas de produção; em suma, implica eliminar a concorrência pelos escassos fatores de produção existentes.

Portanto, o tratamento de questões referentes ao papel do tempo e das previsões dos agentes permitiu a Hayek instaurar um novo programa de pesquisa voltado para a questão da distribuição do conhecimento na sociedade. (DOSTALER, 1994, p. 159). A partir da análise das tensões internas ao seu pensamento sobre as questões monetárias, espera-se ter apresentado algumas das origens do problema do conhecimento. Se, por um lado, a moeda foi o elemento condutor da crítica de Hayek ao conceito de previsão perfeita, por outro, é lícito sugerir alguns dos impactos da reformulação do conceito de equilíbrio que essa crítica ocasionou sobre a compreensão de Hayek acerca da neutralidade da moeda.

#### 4.5 – Equilíbrio e subjetividade: as implicações sobre a teoria monetária de Hayek

Ao final da quarta conferência de *Prices and Production*, o autor discute a importância de se estabelecerem as condições para a neutralidade da moeda, mesmo que a ocorrência desse conjunto de condições no mundo real não seja possível:

*I do not, however, think that effort spent in clearing up **conditions under which money would remain neutral towards the economic process is useless because these conditions will never be given in the real world.** [...] I hope to have shown that, under the existing conditions, money will always exert a determining influence on the course of economic events and that, therefore, **no analysis of actual economic phenomena is complete if the role played by money is neglected.** (HAYEK, [1931] 1935, p. 126 – negritos nossos).*

Mas, afinal, qual é esse papel ? A moeda não é somente um padrão de valor, como o *numeraire* walrasiano, é também meio de troca. Todavia, não é somente a propriedade genérica de meio de troca que importa, mas, especificamente, o fato de ela viabilizar a aquisição de bens de produção. Daí a peculiaridade do tratamento que o austríaco dá à moeda: sua inserção no processo produtivo.

A moeda não serve somente para a troca no mercado de bens de consumo. Ao contrário, a quantidade de moeda disponível é disputada entre empresários e consumidores. Eis aqui os “microfundamentos” que Hayek considera ao início de *Prices and Production*. (O’DRISCOLL e RIZZO, 1996, capítulo 9). Se por um lado, ele desconsidera a subjetividade criativa dos agentes e a inovação tecnológica que dela decorre, por outro, ele consegue estabelecer a importância de se considerar o uso que é dado à moeda. Em vez da “propensão marginal a consumir” keynesiana - agregada e homogênea -, Hayek quer mostrar os efeitos de uma perturbação endógena do crédito sobre os saldos monetários individuais.<sup>104</sup> Esses efeitos dependem, contudo, da posição relativa dos indivíduos no processo produtivo.

A questão do posicionamento de cada agente no sistema é crucial para a teoria de Hayek, não só a monetária, mas também a do conhecimento. Dois problemas de ajustamento aparecem naturalmente. O primeiro se refere à possibilidade de uma política monetária neutra. Para tanto, tal política (endógena ou dirigida por um banco central) deveria inserir a quantidade adicional de moeda *à la Cantillon*, isto é, na proporção exata e nos setores específicos em que os bens estão sofrendo uma queda de preço em virtude da atuação de fatores não-monetários. Mas isso não é possível em termos práticos, visto que não há como prever tais desdobramentos, mesmo no caso irreal em que as expectativas são homogêneas e não se permite progresso tecnológico.

Além disso, há um segundo elemento-chave que Hayek identifica: a “generalização da capacidade aquisitiva”, representada pela moeda, é condicionada pela dimensão real da economia, isto é, a existência efetiva dos produtos a serem adquiridos. Assim, pode-se dizer que o indivíduo *ex ante* difere potencialmente do indivíduo *ex post*. Está em jogo aqui a distinção entre equilíbrio individual e equilíbrio da economia. No caso do consumidor, o

---

<sup>104</sup> Benetti revela os microfundamentos do problema do crédito, isto é, os impactos do crédito sobre os saldos monetários individuais: “*La principale conséquence des déséquilibres monétaires individuels est qu’ils modifient le résultat des calculs des offres et des demandes, d’où il s’ensuit qu’ils interviennent de manière essentielle dans la dynamique de l’ajustement. Contrairement aux affirmations de Sraffa et de Keynes, même dans ce que ce dernier appelle la « real-exchange economy », le moyen d’échange n’est pas « a neutral link between transactions in real things »*”. (BENETTI, 1995, p. 74).

dinheiro que esse tem em mãos é adaptado, *ex ante*, aos propósitos formulados. Entretanto, os próprios propósitos são influenciados pela posição relativa do consumidor.

Hayek respondeu a Sraffa dizendo que todos os empresários são consumidores, mas o contrário não necessariamente se aplica. Por exemplo, um empresário-consumidor pode destinar sua renda a cestas de bens diferentes daquelas partilhadas pela maioria dos consumidores assalariados. Mais que isso, suas decisões a respeito da porção de sua renda que será poupada pode diferir sobremaneira daquela poupada pelos integrantes do outro grupo. Mas, como isso afeta os planos desses outros agentes consumidores? Ao poupar mais, um empresário reduz uma demanda potencial, o que atrasa o esgotamento de um determinado estoque de bens de consumo, atrasando um possível aumento de preços, permitindo que alguns indivíduos a mais sejam bem-sucedidos em seus planos de consumo. Adicionalmente, esses recursos poupados podem ser aplicados em depósitos bancários ou desviados para a produção de outros bens, dependendo das expectativas desse empresário em relação aos seus negócios e ao nível da taxa de juros de mercado.

Dessa forma, ao formular o seu plano de ação, o indivíduo está em equilíbrio. Suas expectativas refletem perfeitamente o estado dos negócios e consideram adequadamente os preços correntes dos bens relevantes. É importante destacar que esse equilíbrio, para Hayek, é incorruptível nesse primeiro momento. Mas seria possível dizer que todos os indivíduos, *a priori* em equilíbrio, conduzem a economia necessariamente a um equilíbrio? Ou, ainda, o equilíbrio do sistema implica a soma de equilíbrios individuais? No prefácio da primeira edição de *Prices and Production*, Hayek comenta o equívoco resultante do método de agregação da teoria quantitativa:

*It is my belief that some even of those doctrines which are generally accepted in this field have no other basis than an uncritical application to the problems of society in general of the experience of the individual, that what he needs is more money.*(SHENOY, [1972]1978, p. 13).

Não se pode aplicar à sociedade o mesmo método de análise da ação individual. Numa sociedade capitalista regida por decisões descentralizadas e por atividades profundamente especializadas, o equilíbrio do indivíduo não passa de um ponto de partida. O fato de um agente econômico ter seu saldo monetário ajustado às suas intenções não significa que essa situação se manterá no tempo. Primeiro, ele depende de que os eventos ocorram como esperado, isto é, que os elementos reais (os bens de consumo, por exemplo) estejam fisicamente disponíveis. Segundo, seu saldo monetário poderá conter montantes de dinheiro

p. 188). Terceiro, o preço esperado pelo bem deve flutuar dentro de limites restritos. Quarto, a aquisição adiciona mais um compromisso intertemporal: caso ele tenha que se livrar do bem, é possível que o preço de venda seja mais baixo do que o de sua compra.

Essa análise estilizada é aplicável o todo o argumento que Hayek buscou esclarecer em seus escritos monetários. Dizer que a moeda é neutra equivale a desconsiderar toda a complexidade da vida econômica numa sociedade capitalista. A neutralidade da moeda assume como dado todo o problema de organização da produção, exatamente o objetivo da ciência econômica. Não só no presente, mas como para todo o sempre. Hayek percebe que moeda e equilíbrio são incompatíveis entre si. A moeda traz a incerteza. Essa salienta, por sua vez, o papel do tempo na condução das ações dos agentes econômicos: a irreversibilidade temporária das decisões – e, também, a possibilidade de reversão posterior sob pena de um saldo monetário negativo, como resultado da mesma. Acima de tudo, a moeda retira o indivíduo de seu isolamento “soberano”: ela permeia o processo social, ao mesmo tempo em que é resultado do mesmo.

A moeda faz a vez de um idioma<sup>105</sup> que, como tal, comunica, numa forma homogênea, os desejos heterogêneos dos indivíduos. Mas como é típico da linguagem, ao mesmo tempo em que auxilia a comunicação entre os indivíduos, ela é incapaz de solucionar divergências radicadas nas funduras da subjetividade humana. Além disso, ela não é um fenômeno estático; ao contrário, as mudanças nas percepções subjetivas da realidade impelem a linguagem a uma transformação constante, impossível de ser controlada. Portanto, é exatamente quando a linguagem falha em seu papel coordenador das diferentes percepções subjetivas que se descobrem as causas adicionais de um determinado conflito.

Dessa forma, a moeda expôs os problemas da informação e do conhecimento. O acesso a essa informação passou a ser visto como algo custoso, isto é, que não se dava automaticamente pelas propriedades do sistema. O conhecimento, por sua vez, deixou de ser aquilo que os economistas tinham a pretensão de saber e passou a representar a destreza e a responsividade dos agentes econômicos às mudanças no ambiente em que atuam. Com efeito, o problema da aquisição da informação se desvencilhou da anterior determinação unilateral da moeda.

---

<sup>105</sup> Essa idéia foi inspirada na análise de Prado (1998), na qual a relação entre moeda e linguagem é elaborada de maneira mais aprofundada.

Por ter recebido os contornos de um objeto de estudo em si, é plausível cogitar-se que a questão e as suas ramificações se estendam sobre a função da moeda, tida por Hayek como um tradutor dos preços de produtos heterogêneos em linguagem econômica comum. Mais que isso, o problema descoberto colocou em xeque a consistência de todo o aparato analítico do sistema de equilíbrio. O nome permaneceria, mas o “homem econômico” que formava o conceito seria drasticamente reformulado. Ele não mais deteria todo o conhecimento disponível na sociedade para cada decisão sua. Ao contrário, ele passaria a se guiar efetivamente pelos sinais que lhe afetavam, interpretados através das lentes de sua atividade produtiva. O sistema de preços sintetizaria em um símbolo todo o conjunto de informações que somente esse novo agente econômico poderia decifrar. A singular interpretação que cada indivíduo faz dos sinais de preços se deve à especificidade de seu conhecimento, isto é, sua familiaridade com sua atividade produtiva. É ela que decodifica o sinal emitido pelos preços, possibilitando a visualização de oportunidades de ampliação de ganho ou redução de perdas. Essa subjetividade irrestrita coloca graves dúvidas quanto à possibilidade de o sistema atingir o equilíbrio, quiçá manter-se nesse estado.<sup>106</sup>

Em meio ao que ficou conhecido como o debate do cálculo socialista<sup>107</sup>, Hayek formula sua crítica à teoria neoclássica vigente na época. Contido no artigo *Economics and*

---

<sup>106</sup> Os parágrafos seguintes terão como referências os textos contidos em Hayek (1948a; 1948b; 1948c; 1948d).

<sup>107</sup> A Revolução Russa de 1917 e a implantação de regimes fascistas e nazistas acionaram, no início do século XX, um “contramovimento” ao liberalismo econômico. A essência do movimento foi a alteração do enfoque individualista para o coletivista, retratado na esfera do comércio e da produção pela crescente influência da lei dos sindicatos e na formulação de leis antitruste. No meio acadêmico, estabeleceu-se um debate entre os liberais, defensores do mercado auto-regulável – que argumentam que sua política jamais se concretizou graças à atuação dos sindicalistas, intelectuais marxistas e “fabricantes gananciosos e latifundiários reacionários” -, e os críticos dessa filosofia que, em diferentes graus de intensidade, clamavam por um maior grau de controle e organização da vida social. (POLANYI, 1980, p. 153-154). Imaginava-se na época, em diversos círculos acadêmicos, que o planejamento da sociedade industrial seria um processo inexorável. O próprio Hayek, em seus anos iniciais, ainda como estudante, teria simpatizado com a filosofia do movimento Fabiano, de cunho socialista, sendo prontamente convencido por seu tutor Ludwig von Mises a seguir a filosofia liberal. Entretanto, os resultados da busca de um estado de *laissez-faire* geraram grande insatisfação social, o que permitiu que ganhassem espaço as propostas de planejamento racional da ordem social. Adicionalmente, o vigoroso crescimento econômico da União Soviética à época mostrava que o capitalismo não era a única alternativa viável e que o planejamento central poderia efetivar-se como um caminho promissor. É válido acrescentar um resumo da situação econômica da época, para ilustrar a crescente receptividade em relação às concepções socialistas: “O trauma da Grande Depressão foi realçado pelo fato de que um país que rompera clamorosamente com o capitalismo pareceu imune a ela: a União Soviética. Enquanto o resto do mundo, ou pelo menos o capitalismo liberal ocidental, estagnava, a URSS entrava em industrialização ultra-rápida e maciça sob seus novos Planos Quinquenais. De 1929 a 1940, a produção industrial soviética triplicou, no mínimo dos mínimos. Subiu de 5% dos produtos manufaturados do mundo em 1929 para 18% em 1938, enquanto no mesmo período a fatia conjunta dos EUA, Grã-Bretanha e França caía de 59% para 52% do total do mundo. E mais, não havia desemprego”. (HOBSBAWN, 1994, p. 100). É nesse período que Hayek desenvolve seus estudos sobre os ciclos econômicos como palestrante da *London School of Economics*. Em virtude desses acontecimentos, sua atenção se voltará ao problema do cálculo econômico socialista e seus desdobramentos teóricos. Uma análise mais detalhada desse debate pode ser encontrada em Barbieri (2004) e Santos (1996).

*Knowledge* (HAYEK, [1937] 1948b), seu argumento principal defendia que a hipótese de conhecimento perfeito, quando inserida num contexto de concorrência perfeita, geraria uma contradição lógica. Hayek buscou apontar essas falhas da teoria, concentrando-se no fato de que suas hipóteses não permitem uma representação verossímil do funcionamento de uma economia capitalista. Nesse trabalho, o autor redefine o conceito de equilíbrio, tornando-o especificamente circunscrito à esfera individual de decisão. A restrição da abrangência do conceito de equilíbrio fez emergir o problema da agregação e da compatibilização das decisões individuais. A abordagem dessa problemática deu ensejo ao problema do equilíbrio no sistema econômico, principalmente no que concerne à sua estacionariedade. A crítica do autor abriu um novo programa de pesquisa em que a economia seria vista de uma perspectiva evolutiva.

De acordo com essa nova concepção, o sistema econômico sofre constantes alterações em seu bojo e não faz sentido algum discutir a obtenção do equilíbrio; Hayek coloca um outro problema: a coordenação das iniciativas individuais. O equilíbrio impunha restrições sobre todas as possibilidades de inovação dos indivíduos. Mas não é só isso. Há um problema ainda maior: como o indivíduo pode saber como sua ação se adaptará ao equilíbrio? Ele não detém essa informação. E mesmo se tivesse, como Morgenstern já havia pontuado, será que ele ajustaria seus propósitos para não perturbar o equilíbrio? Hayek descarta essa possibilidade.

A retenção subjetiva do conhecimento reforça a idéia de que os preços não transmitem a informação relevante de forma perfeita. Uma vez que o conhecimento é subjetivo, os preços seriam decodificados individualmente. A informação resultante é detida de forma exclusiva, isto é, sem que os outros concorrentes a adquiram da mesma forma. A exclusividade permite a exploração de oportunidades, sendo essas muitas vezes descobertas ao longo do processo de mercado, e não de maneira *a priori* ou planejada. A esse processo de descoberta e inovação Hayek dá o nome de concorrência. Ademais, a concorrência “imperfeita” distingue os participantes do mercado, antes considerados produtores de bens idênticos e tomadores de preço. Hayek permite a diferenciação dos bens, o que dificulta a definição de “indústria” como um ramo produtor de bens correlatos.

Mas como isso pode ser relacionado ao problema da moeda? Na teoria monetária de Hayek, o indivíduo somente se dá conta de que suas expectativas se basearam em dados equivocados quando vai ao mercado, isto é, *ex post*. A diferença é que os indivíduos, naquele modelo, tinham poucas opções de reação às circunstâncias adversas: os consumidores podiam poupar mais ou comprar menos (caso os preços subissem inadvertidamente) e os empresários

não tinham outra opção que não assistir seus empreendimentos fracassarem, com seu equipamento produtivo perdendo valor vertiginosamente.

Além disso, os bens eram agregados e divididos entre bens de consumo e bens de capital, facilitando sobremaneira os ajustes do sistema a alterações nos dados reais da economia. Essa talvez seja uma das principais questões novas que Hayek insere e que impede os ajustes automáticos e plenos do sistema. A heterogeneidade da composição produtiva da economia é levada ao extremo: o trabalho dificilmente pode ser mobilizado entre um setor e outro, sem um custo temporal de aprendizado; visto que não há uma homogeneidade na definição dos preços de uma indústria, uma vez que a definição do conjunto de bens que compõem uma determinada indústria é, para Hayek, uma classificação feita por economistas em seu ímpeto de simplificação da dinâmica econômica - de forma a encaixá-la em seus hábitos de pensamento -, os bens específicos de cada firma não respondem diretamente a um único preço de mercado, mas a condições singulares da demanda, dos custos de produção, de financiamento<sup>108</sup> e de composição do capital da firma.

A avaliação detalhada do papel da moeda nesse novo quadro analítico extrapolaria o escopo desse trabalho. É suficiente apontar algumas questões que emergem espontaneamente a partir da consideração das rigidezes e das defasagens temporais contempladas nesse novo modelo de Hayek. A primeira é a própria especialização do trabalho. A mobilidade de mão-de-obra entre um setor e outro (ou, entre duas firmas da mesma “indústria”) não se dá de maneira imediata e não é sem custo. Na teoria monetária isso já estava presente, mas trata-se exclusivamente de uma defasagem temporal. Aqui, o ajustamento adquire um caráter qualitativo: o conhecimento associado à atividade produtiva. O ajustamento deixa de ser restrito por um mero atraso no tempo: ele próprio é colocado em xeque. Nesse caso, a moeda gera uma demanda por alterações nas disposições dos trabalhadores que pode simplesmente não se viabilizar.

A segunda se refere à diferenciação dos bens. Alterações nos preços dos bens e na relação entre os preços de bens de consumo e de bens de produção não geram ajustamentos automáticos, visto que são governados por questões específicas da oferta e da demanda

---

<sup>108</sup> Num artigo de 1942, *The Ricardo Effect*, Hayek ([1942] 1948e) refuta a noção de uma oferta de crédito perfeitamente elástica e considera o crescente risco enfrentado pelo credor quando a expansão de crédito enfrenta uma limitação no capital patrimonial do banco. O efeito disso não é o corte do crédito, como ele considera em sua teoria monetária às vésperas da fase recessiva do ciclo, mas a definição de uma curva ascendente da oferta de crédito. É interessante notar que Hayek utiliza uma idéia contida no artigo de 1928, em que um mesmo bem em dois pontos distintos do tempo devem ser considerados como dois bens diferentes. Em 1942, Hayek defende que

daquele bem específico. Aqui, o efeito Cantillon se faz perceber mais explicitamente. Há uma tensão sensível no pensamento de Hayek no que se refere a esse ponto. Ele tenta fazer uma análise de preços relativos, mais precisamente preços individuais, mas não considera a diferenciação entre os produtos. Assim, de certa maneira permite algum grau de agregação em seu modelo. É difícil atribuir ao autor uma contradição, dados os modestos objetivos de sua teoria monetária. Mais tarde, entretanto, Hayek se liberta da tensão e permite a diferenciação entre os bens. O resultado é que os ajustamentos tornam-se ainda mais complexos, uma vez que não é possível, nessas condições, definir-se um preço de equilíbrio para uma indústria. Alterações na quantidade de moeda afetarão os preços dentro de uma mesma “indústria” de forma e em intensidade desiguais. Como fica a definição do equilíbrio nessa situação?

Um terceiro aspecto importante diz respeito à ilusão monetária. Como já se viu, é a ausência desta que define a neutralidade da moeda. Os indivíduos seriam capazes, sob a condição de neutralidade, de enxergar além do véu monetário e captar a “essência” da

agente enfrenta é que os significados “reais” dessa linguagem são cambiantes. Ele só percebe que o significado das “palavras” mudou quando erra.

Por isso, quando Hayek ([1941] 1975, p. 407-410) fala que, no “longo-prazo”, os preços e a produção são determinados pelos aspectos reais da economia, sua mensagem tem

Hayek percebeu que o elemento central da dinâmica social se manifestava em aspectos não-econômicos, a saber, as instituições. Essas manifestações espontâneas de hábitos de pensamento e de regras de conduta davam ao processo social uma determinada regularidade. Caso contrário, não seria possível formular expectativas e cada decisão seria um jogo de *Sherlock Holmes* fugindo de *Moriarty*: a vida seria decidida no jogo de cara e coroa.

Portanto, pode-se dizer que a moeda para Hayek não é neutra, nem no curto prazo, nem no longo prazo. Imaginar que, no longo prazo, as coisas se ajustarão é ignorar a falibilidade, temporalmente irreversível, do agente que é o próprio motor desse ajustamento: o ser humano.

## Conclusões

Este estudo analisou o início da trajetória acadêmica de Hayek e os aspectos de seu pensamento que permitem estabelecer uma continuidade em seus trabalhos. É importante enfatizar que a continuidade a que se refere aqui não diz respeito a uma permanência estacionária das conclusões de um autor. Ao contrário, buscou-se demonstrar que a mudança de opinião a respeito de determinado tema não configura descontinuidade, senão um processo de transformação do pensamento científico que incorpora os aprendizados auferidos ao longo do trabalho de pesquisa e de introspecção. Sua trajetória mostrou que é preciso começar uma tarefa de pesquisa a partir daquilo que se sabe, ou que é aceito como conhecimento científico, para, então, oferecer uma leitura crítica acerca das limitações das teorias existentes, sempre no sentido de promover o avanço das explicações dos fenômenos.

O primeiro alvo de suas críticas foi a Teoria Quantitativa da Moeda, a qual ignorava elementos cruciais para a compreensão dos ciclos econômicos. Ao focar a atenção no nível de preços, essa teoria desconsiderava as transformações geradas na produção dos bens, em resposta a variações na quantidade de moeda. Isso se devia à suposição de que a moeda adicional afetava todos os preços da economia na mesma proporção e ao mesmo tempo, impossibilitando a ocorrência de efeitos distributivos. Apoiando-se em Richard Cantillon, Hayek mostrou que é fundamental apreciar os efeitos advindos da injeção da moeda num ponto específico do sistema. O resultado dessa correção é que a moeda adicional exercerá pressão sobre somente alguns preços (e em intensidades distintas umas das outras). Restava determinar qual seria esse ponto de injeção no sistema capitalista. Assim como Wicksell, Hayek selecionou o mercado de crédito.

Com efeito, Hayek apontou as sensíveis limitações da teoria monetária predominante na época. Tal predominância gerava entraves ao avanço da compreensão das questões monetárias, uma vez que havia se sedimentado uma separação entre os dois campos de estudos da teoria econômica como programas de pesquisa independentes entre si. Seguindo Wicksell, Hayek concentrou seus esforços em prover uma teoria que integrasse os lados real e monetário da economia. O primeiro passo consistia em incorporar a moeda à teoria real disponível na época, a saber, a teoria do equilíbrio, de tradição walrasiana. Esse fora o objetivo de Wicksell e que seria levado à frente por Hayek. Tratava-se de criar um novo programa de pesquisa que não só apresentasse os efeitos da moeda sobre a organização produtiva da sociedade, mas que o fizesse na forma de processo, isto é, numa análise seqüencial. Essa possibilidade era aberta pela inserção da moeda no sistema de equilíbrio. Na

ausência de trocas indiretas, o equilíbrio permaneceria em equilíbrio e todas as condições para a sua manutenção estariam presentes. Ao considerar a moeda, especificamente o crédito, o equilíbrio seria rompido e abrir-se-ia um novo campo para análise. O equilíbrio constituía um ponto de partida para a análise do papel da moeda na economia, nada mais.

Já no seu texto de 1929, *Monetary Theory and the Trade Cycle*, Hayek percebe que a organização do crédito, característica inseparável da economia capitalista, engendrava perturbações no funcionamento do sistema, as quais se manifestavam na forma de flutuações cíclicas no produto e nos preços. O austríaco relaciona esse desequilíbrio à capacidade dos bancos em criar moeda do nada, na forma de crédito. Analisando o processo de multiplicador bancário, Hayek tenta mostrar que, nessa situação, a taxa de juros que, em sua teoria, equilibrava a oferta e a demanda de fundos emprestáveis (isto é, poupança e investimento) falhava em sua tarefa, sinalizando uma situação “otimista” que mais tarde se mostraria insustentável. Os empresários entenderiam que a oferta de crédito crescente, sem o aumento da taxa de juros, sugeria que os consumidores estavam indicando a sua abstinência em relação ao consumo presente, para que os empresários ampliassem a capacidade produtiva da economia, de forma a ofertar mais produtos no futuro, com um preço reduzido. Os consumidores, por sua vez, continuariam consumindo a mesma quantidade de bens, visto que não tiveram que reduzir seu consumo para atender ao aumento na demanda por poupança: os bancos se encarregaram de fazê-lo. Mas os bancos o fazem sem avisar os consumidores, nem os empresários. Na verdade, Hayek tenta mostrar que os bancos nem mesmo conseguiriam tal proeza, visto que o funcionamento do sistema bancário é inerentemente pouco transparente. O efeito multiplicador do crédito resultaria da criação e da administração, ambas descentralizadas, das reservas monetárias da economia. Generalizava-se, assim, o déficit informacional no sistema econômico: como saber se a economia estava se aproximando do pico do ciclo, preste a irromper em crise? Não era possível.

A formulação dessas questões no primeiro livro implicou a visualização mais clara do problema da informação no segundo trabalho, *Prices and Production*, no qual Hayek associa a ausência de perturbações monetárias à capacidade dos agentes de anteciparem corretamente todos os movimentos futuros de todos os preços da economia. Nessa situação, quaisquer alterações monetárias teriam sua intensidade e sua localização incorporadas no cronograma de decisões de cada agente. Mais concisamente, nenhum agente deveria ser “iludido” por fenômenos estritamente monetários. Hayek compreendeu, então, que isso colocava em xeque a própria concepção de ser humano que se estava adotando na análise dos problemas

econômicos. Seria possível a qualquer agente econômico deter tamanho poder lógico-dedutivo? Ele deveria ser capaz de discernir os efeitos monetários dos outros e antecipar-se àqueles. Não se tratava mais de retirar a moeda do modelo, mas de ampliar o poder cognitivo dos agentes econômicos. Como se viu, Hayek recusou enfaticamente tal possibilidade.

Mesmo assim, esse problema não havia adquirido uma forma suficientemente clara para orientá-lo em sua oposição a um conceito muito conveniente aos economistas: a noção de conhecimento perfeito. A aproximação de Hayek a essa questão se deu de forma indireta. Ao responder às críticas de Sraffa e Myrdal, o economista austríaco buscou esclarecer diversos pontos de sua teoria que haviam sofrido acirrado questionamento. A Sraffa, Hayek reconheceu que não havia considerado de forma crítica a suposição de que, na ausência de alterações na quantidade de moeda, o sistema tenderia ao equilíbrio. Sua resposta a Myrdal tomou a forma de uma re-leitura de sua teoria dos ciclos através das lentes das expectativas dos agentes. Nesse caso, Hayek acabou por explicitar a “pobreza” a que havia submetido a subjetividade de seus agentes econômicos. As expectativas eram analisadas em grupos homogêneos: os empresários formariam expectativas em uma direção e os consumidores em outra. Ainda assim, em condições tão precárias de subjetivação individual, a moeda falhava em ser neutra em relação aos preços da economia. Hayek acedia à necessidade de se levar em conta as expectativas dos agentes.

Foi o comentário de Morgenstern, todavia, que fez a vez da maçã de Newton no pensamento de Hayek. A idéia de seu colega da Universidade de Viena sugeria que o comportamento dos indivíduos em situação de conflito tendia a divergir em relação ao equilíbrio, e não no sentido de conservá-lo. Além disso, a noção de conhecimento perfeito dava ensejo a uma tautologia lógica que somente se resolveria no jogo de cara e coroa. Em outros termos, a certeza garantida pelo conhecimento pleno deveria ser obtida “com sorte”. Se a maçã foi essa idéia, o belo campo e a frondosa árvore que o físico e astrônomo concebeu a noção da força gravitacional foi representado pelo enredo do debate acerca da possibilidade de cálculo econômico sob o regime socialista, a partir do qual Hayek pôde sistematizar todas as suas percepções e críticas embrionárias e construir um posicionamento opositor aos conceitos de equilíbrio, de concorrência perfeita e de conhecimento perfeito. Ao fazê-lo, o austríaco abriu um novo programa de pesquisa, no qual não só a subjetividade humana ganhou novo espaço, como veio a tornar-se a lente mesma através da qual o economista deveria compreender os fenômenos econômicos. Não se tratava mais de supor a direção das expectativas; essa tarefa era responsabilidade do agente econômico e não mais do economista.

Com isso, Hayek desenvolve um conceito de equilíbrio com base na compatibilidade entre os planos dos agentes. Distingue claramente o equilíbrio individual do equilíbrio social, ressaltando que esse último não necessariamente seria obtido e, caso o fosse, nada garantiria sua conservação. Ao contrário, a economia se desenvolveria como um infundável processo de realimentação de expectativas e de formulação e correção de planos de ação. Como elemento-motor dessa dinâmica figuraria o conhecimento subjetivamente retido e disperso na sociedade. O indivíduo hayekiano agora formula seus planos não somente com base numa taxa de juros que supostamente representa a preferência intertemporal dos agentes econômicos, mas com base em sua visão de mundo, a qual é intimamente determinada pela atividade produtiva na qual ele está engajado.

Ao “des-homogeneizar” as expectativas e libertar seu agente econômico de respostas pré-determinadas, Hayek acaba por inserir uma série de rigidezes em seu modelo, impedindo o ajustamento automático do sistema, mesmo na ausência de perturbações monetárias. Essas rigidezes tornam ainda mais demoradas, mais indiretas e mais improváveis a transmissão do aumento na quantidade de moeda para os preços. Além disso, por meio de decrescentes graus de abstração em sua análise, o austríaco revela que o agente econômico não é capaz de antecipar quaisquer mudanças que não se reflitam nas ferramentas de informação que ele tem a seu dispor, uma das quais é o sistema de preços. E mesmo que disponha do sistema de preços, sua reação nunca se dá em resposta à verdadeira causa da alteração, uma vez que os preços sintetizam as informações relevantes num número-índice. Sua reação depende fundamentalmente de sua subjetividade, isto é, de como sua experiência e seu conhecimento prévio determinam a interpretação daquele sinal. Daí o crescente grau de relativismo em que se envereda a análise de Hayek, explicitando a máxima do autor de que o papel do cientista social não é determinar a singularidade dos eventos futuros, mas explicar o princípio do fenômeno e o mecanismo pelo qual ele atua.

Assim, a moeda que, sob condições restritas de existência, permitiu a Hayek visualizar o problema do conhecimento é finalmente incorporada ao quadro analítico como instituição social não intencionalmente determinada. Em decorrência, pode-se sugerir que, para Hayek, a distinção entre (não-)neutralidade da moeda no curto prazo e no longo prazo conforma uma falsa questão científica. Uma avaliação mais aprofundada acerca das implicações sobre a visão monetária de Hayek decorrentes da consideração explícita do problema do conhecimento exige a imersão no debate do cálculo socialista, o que foge sobremaneira ao escopo desse trabalho.

Dessa forma, a moeda deve ser entendida como uma ferramenta criada pela sociedade, a qual emite sinais a serem decodificados subjetivamente pelos indivíduos. Sugerir que o aprendizado levará, no limite, à compreensão plena de todas as possibilidades de ocorrência, possibilitando a antecipação de mudanças na esfera monetária, implica desconsiderar uma característica inata da sociedade: a falibilidade e a limitação cognitiva dos seres humanos que a compõem. Remover essas características a fim de tornar o modelo “mais bem comportado” resulta exatamente na visão de uma economia formada por autômatos programados que mais se assemelham aos átomos do que aos indivíduos dotados de personalidade.

Por fim, pretendeu-se revelar, a partir de parte da obra de Hayek, a existência de indícios que sugerem a íntima associação entre moeda e conhecimento, e como esses aspectos da vida econômica interagem de maneira a dar movimento ao processo de mudança social. Se esse movimento segue o caminho desejado pela sociedade, ou não, é uma outra questão; porém, não menos importante. Todavia, se este trabalho tiver tão-somente chamado a atenção para a complexidade envolvida na dimensão estritamente econômica da vida social, pode-se considerá-lo um empreendimento bem-sucedido.

## Referências Bibliográficas

- ARIDA, Pérsio. **Sobre alguns desdobramentos recentes na teoria econômica**, mimeo, FIPE-USP, 1981.
- BARBIERI, Fabio. **A história do debate do cálculo econômico socialista**. 293 fls. (Tese de Doutorado – FEA/USP) São Paulo, 2004.
- BEAUGRAND, Philippe. *Henry Thornton: a mise au point* In: **History of Political Economy**, 14(1), 1982, p. 101-111.
- BENETTI, Carlo. *Hayek, la monnaie et la tendance à l'équilibre* In : **Economie Appliquée**, XLVIII (4), p. 61-75.
- BLANCHARD, Olivier. *Discussion of "Price level, relative prices and economic stability: aspects of the interwar debate" by David Laidler* In: LAIDLER, David. **The price level, relative prices and economic stability: aspects of the interwar debate**. BIS Working Papers, n. 136, setembro de 2006. **Online**. Disponível em: ([www.bis.org](http://www.bis.org)). Capturado em 12/12/2006, p. 24-28.
- BLAUG, Mark. *Why is the quantity theory of money the oldest surviving theory in economics?* In: \_\_\_\_\_ (org.). **Quantity theory of money from Locke to Keynes and Friedman**. Hants, Inglaterra: Edward Elgar Publishing Limited, 1995, p. 27-49.
- \_\_\_\_\_. **Great economists since Keynes: an introduction to the lives and works of one hundred modern economists**. 2a. ed. Cheltenham: Edward Elgar, 1998.
- BLINDER, Alan. **Bancos Centrais: teoria e prática**. Tradução de Maria Abramo Caldeira Brant. São Paulo: Ed. 34. 1999.
- BOEHM, Stephan. *Austrian economics between the wars: some historiographical problems* In: \_\_\_\_\_, CALDWELL, B. **Austrian economics: tensions and new directions**. Londres: Kluwer Academic Publishers, 1992, p. 1-30.
- BÖHM-BAWERK, Eugen Von. **Teoria positiva do capital**; tradução de Luiz João Baraúna (Série *Os Economistas*). 2ª ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988.
- BOIANOVSKY, Mauro. *Hicks, Hayek e a dinâmica monetária wickselliana* In: **Revista Brasileira de Economia**, v. 46, n. 1, janeiro/março de 1992, p. 77-96.
- BORCH, Karl. *The place of uncertainty in the theories of the Austrian School* In: HICKS, J., WEBER, W. **Carl Menger and the Austrian School of economics**. Londres: Oxford university Press, 1973, p. 61-74.
- BORDO, M.D. *The monetary economics of Richard Cantillon* In: **Journal of monetary economics**, n. 12, 1983, p. 235-258.
- CALDWELL, Bruce. *Hayek's transformation*, in: **History of Political Economy**, 1988, vol. 20, n. 4, p. 513-541.
- \_\_\_\_\_. **Hayek's challenge: an intellectual biography of F.A. Hayek**. Chicago: University of Chicago Press, 2005.

CANTILLON, Richard. *Essai sur la nature du commerce en général*. Editado por Henry Higgs – (Coleção *Reprints of Economic Classics*). Nova Iorque: Augustus M. Kelley, [1734] 1931.

CARVALHO, Fernando Cardim de. Políticas econômicas para economias monetárias In: **Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea**. Luiz Fernando de Paula

\_\_\_\_\_. *Sustainable and unsustainable growth: the macroeconomics of boom and bust* - apresentação em Microsoft PowerPoint adaptada de \_\_\_\_\_. *The Macroeconomics of Capital Structure*. London: Routledge, 2001. **Online**. Capturado em 18 de novembro de 2006 no sítio: <http://www.auburn.edu/~garriro/tam.htm>.

GRUBEL, Herbert. *Ricardo and Thornton on the transfer mechanism* In: *Quarterly Journal of Economics*, LXXV, Fevereiro, 1961, p. 292-301.

HAYEK, Friedrich A. [1925] 1984 *The monetary policy of the United States after the recovery from the 1920 crisis* In: *Money, capital and fluctuations: early essays*. Editado por Roy McCloughry. Chicago: University of Chicago Press, 1984, p. 5-32.

\_\_\_\_\_. [1928] 1984 *Intertemporal price equilibrium and movements in the value of money* In: *Money, capital and fluctuations: early essays*. Editado por Roy McCloughry. Chicago: University of Chicago Press, 1984, p. 71-117.

\_\_\_\_\_. [1929] 1966. *Monetary theory and the trade cycle*. Nova Iorque: M. Kelley Publishers.

\_\_\_\_\_. [1929] 1950. “Paradox” of saving In: *Profits, interest and investment: and other essays on the theory of industrial fluctuations*. 2a. edição – Londres: Routledge & Kegan Paul Ltd., p. 199-264.

\_\_\_\_\_. [1931] 1935 *Prices and production*. Londres: Routledge.

\_\_\_\_\_. [1932] 1950. *A note on the development of the doctrine of “forced saving”* In: *Profits, interest and investment: and other essays on the theory of industrial fluctuations*. 2a. edição – Londres: Routledge & Kegan Paul Ltd., p. 183-197.

\_\_\_\_\_. [1933] 1950. *Price expectations, monetary disturbances and malinvestments* In: *Profits, interest and investment: and other essays on the theory of industrial fluctuations*. 2a. edição – Londres: Routledge & Kegan Paul Ltd., p. 135-156.

\_\_\_\_\_. [1937] 1948a. *Economics and knowledge* In: *Individualism and economic order*. Londres: Routledge, p. 33-56.

\_\_\_\_\_. [1939] 1950. *Profits, interest and investment: and other essays on the theory of industrial fluctuations*. 2a. edição – Londres: Routledge & Kegan Paul Ltd.

\_\_\_\_\_. [1940] 1948d. *Socialist calculation III: the competitive “solution”* In: *Individualism and economic order*. Londres: Routledge, p. 181-208.

\_\_\_\_\_. [1941] 1975. *The pure theory of capital*. Chicago: University of Chicago Press.

\_\_\_\_\_. [1942] 1948e. *The Ricardo Effect* In *Individualism and economic order*. Londres: Routledge, p. 220-254.

\_\_\_\_\_. [1945] 1948b. *The use of knowledge in society* In: *Individualism and economic order*. Londres: Routledge, p. 77-91.

\_\_\_\_\_. [1946] 1948c. *The meaning of competition* In: *Individualism and economic order*. Londres: Routledge, p. 92-106.

\_\_\_\_\_. [1952] 1976. *The sensory order: an inquiry into the foundations of theoretical psychology*. Chicago: University of Chicago Press.

\_\_\_\_\_. [1969]. *Three elucidations of the Ricardo effect* In: *History of Political Economy*, vol. 77, n. 2, 1969, p. 274-285.

\_\_\_\_\_. [1984]. *Money, capital and fluctuations: early essays*. Editado por Roy McCloughry. Chicago: University of Chicago Press.

\_\_\_\_\_. [1991] *The collected works of F.A. Hayek – vol. III: The trend of economic thinking: essays on political economists and economic history*. Organizado por W.W. Bartley III e Stephen Kresge. Chicago: University of Chicago Press.

HICKS, John Richard. *Critical essays in monetary theory*. Oxford: Clarendon Press, 1967.

HOBBSAWN, Eric. *Era dos extremos: o breve século XX: 1914-1991*. São Paulo: Companhia das Letras, 1995.

JAFFÉ, William. *Menger, Jevons and Walras de-homogeneized* In: *William Jaffé's essays on Walras*. Editado por Donald. A. Walker. Londres: Cambridge University Press, 1983, p. 311-342.

KIYOTAKI, Nobuhiro. *Discussion of "Price level, relative prices and economic stability: aspects of the interwar debate" by David Laidler* In: LAIDLER, David. *The price level, relative prices and economic stability: aspects of the interwar debate*. *BIS Working Papers*, n. 136, setembro de 2006. **Online**. Disponível em: ([www.bis.org](http://www.bis.org)). Capturado em 12/12/2006, p. 29-31.

LACHMANN, L. [1937] 1994. *Uncertainty and liquidity preference* In: *Expectations and the meaning of institutions*. Editado por Don Lavoie. Nova Iorque: Routledge, p. 29-41.

\_\_\_\_\_. 1977. *Austrian economics in the present crisis of economic thought* In: *Capital, expectations and the market process*. Menlo Park: Institute for Humane Studies, 1977.

\_\_\_\_\_. 1990. *Austrian economics under fire: the Hayek-Sraffa duel in retrospect* In: *Austrian Economics: Volume II* – Editado por Stephen Littlechild. Hants, Inglaterra: Edward Elgar, 1990, p. 131-148.

LAIDLER, David. *The golden age of the quantity theory: the development of neoclassical monetary economics 1870-1914*. Londres: Philip Allan, 1991.

\_\_\_\_\_. *Hayek on neutral money and the cycle* In: COLONNA, M, HAGEMANN, H. *Money and business cycle: the economics of F.A. Hayek - Vol. I*. Hants, Inglaterra: 1994, p. 3-26.

\_\_\_\_\_. *The price level, relative prices and economic stability: aspects of the interwar debate*. *BIS Working Papers*, n. 136, setembro de 2006. **Online**. Disponível em ([www.bis.org](http://www.bis.org)). Capturado em 12/12/2006.

LEIJONHUFVUD, Axel. *On keynesian economics and the economics of Keynes: a study in monetary theory*. 2a. ed. Nova Iorque: Oxford University Press, 1968.

LIMA, Gilberto Tadeu. *Capital controversy in the origin of macroeconomics: the Keynes-Hayek exchange*. (Texto para Discussão. IE/UNICAMP, n. 64). Campinas, SP: Unicamp.IE, 1998, 38 p.

LOASBY, Brian. *The mind and method of the economist: a critical appraisal of major economists in the 20<sup>th</sup> century*. Hants, Inglaterra: Edward Elgar, 1989.

McCORMICK, B.J. *Hayek and the Keynesian avalanche*. Nova Iorque: St. Martin's Press, 1992.

MISES, Ludwig von. *On manipulation of money and credit*. Nova Iorque: Free Market Books, 1978.

MOSS, L.S., VAUGHN, K.I. *Hayek's Ricardo effect: a second look* In: *History of Political Economy*, 18:4, 1986, p. 545-565.

MYRDAL, Gunnar. *Monetary equilibrium*. 3a. edição. Nova Iorque: Sentry Press, [1932] 1965.

NEGISHI, *History of economic theory*. Nova Iorque: North-Holland, 1989.

O'DRISCOLL, Gerald. *Economics as a coordination problem*. Kansas City: Shhed Andrews and McMeel Inc., 1977.

\_\_\_\_\_ e RIZZO, M. *The economics of time and ignorance*. Londres: Routledge, 1996.

PATINKIN, Don. *Money, interest and prices: an integration of monetary and value theory*. 2a. edição. Nova Iorque: Harper & Row, 1965.

\_\_\_\_\_. *Concluding comments on the quantity theory*. In: BLAUG, Mark. *Quantity theory of money from Locke to Keynes and Friedman*. Hants, Inglaterra: Edward Elgar Publishing Limited, 1995, p. 120-133.

\_\_\_\_\_. *Neutral money*. In: EATWELL, J., MILGATE, M., NEWMAN, P. *The New Palgrave: money*. Londres: Macmillan, 1989, p. 273-287.

PAULANI, Leda. *Modernidade e discurso econômico*. São Paulo: Boitempo, 2005.

POLANYI, Karl. *A grande transformação: as origens de nossa época* – Rio de Janeiro: Campus, 1980.

PRADO, Eleutério. F.S. *Sociabilidade, teoria econômica e a existência da moeda* In: **Anais ANPEC** – vol. I - **XXVI Encontro Nacional de Economia** (Vitória-ES), 1998, p. 243-264.

REISMAN, David. *Henry Thornton and classical monetary economics* In: *Oxford Papers*, New Series, 23(1), Março de 1971, p. 70-89.

ROBERTSON, Sir Dennis. *A moeda*. Tradução de Waltensir Dutra. 3a. edição. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1969.

ROTHBARD, Murray. *An Austrian perspective on history of economic thought: economic thought before Adam Smith* – vol. I. Brookfield: Edward Elgar, 1995.

RÜHL, Christof. *The transformation of business cycle theory: Hayek, Lucas and a change in the notion of equilibrium* In: COLONNA, M, HAGEMANN, H. **Money and business cycle: the economics of F.A. Hayek - Vol. I.** Hants, Inglaterra: 1994, p. 168-202.

SANTOS, F.J.O.P. **A escola austríaca de economia: trajetória intelectual e contribuições para o pensamento econômico.** 177 fls. (Dissertação de Mestrado – FEA/USP). São Paulo, 1996.

SCHUMPETER, Joseph A. [1951] *Ten great economists: from Marx to Keynes.* Nova Iorque: Oxford University Press.

\_\_\_\_\_. [1954] *History of economic analysis.* Nova Iorque: Oxford University Press.

SCREPANTI, E., ZAMAGNI, S. *An outline of the history of economic thought.* Nova Iorque: Oxford: University Press, 2003.

SECCARECCIA, M. *Credit money and cyclical crises: the views of Hayek and Fisher compared* In: COLONNA, M, HAGEMANN, H. **Money and business cycle: the economics of F.A. Hayek - Vol. I.** Hants, Inglaterra: 1994, p. 53-73.

SHACKLE, G.L.S. *F.A. Hayek, 1899-* In: *Austrian Economics: Volume II* – Editado por Stephen Littlechild. Hants, Inglaterra: Edward Elgar, 1990, p. 149-176.

\_\_\_\_\_. **Origens da economia contemporânea: invenção e tradição no pensamento econômico (1926-1939).** São Paulo: Editora HUCITEC, 1991.

SHENOY, Sudha R. *A tiger by the tail: a 40-years' running commentary on Keynesianism by Hayek.* Londres: The Institute of Economic Affairs, [1972] 1978.

SKIDELSKI, Robert.

WALRAS, Léon. *Elements of pure economics: or the theory of social wealth*. Tradução para o inglês de William Jaffé. Nova Iorque: A.M. Kelley, 1969.

WHITE, William. *Is price stability enough?* BIS Working Papers, n. 205, abril de 2006. Disponível online: ([www.bis.org](http://www.bis.org)). Capturado em 12/12/2006.

WICKSELL, Knut. [1965] *Interest and prices: a study of the causes regulating the value of money*. Tradução para o inglês de R. F. Kahn. Nova Iorque: A.M. Kelley.

\_\_\_\_\_. [1988] **Lições de economia política**. Tradução de Maria Beatriz de Albuquerque David (Coleção *Os economistas*). 2 ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

# Livros Grátis

( <http://www.livrosgratis.com.br> )

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)  
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)  
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)  
[Baixar livros de Matemática](#)  
[Baixar livros de Medicina](#)  
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)  
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)  
[Baixar livros de Meteorologia](#)  
[Baixar Monografias e TCC](#)  
[Baixar livros Multidisciplinar](#)  
[Baixar livros de Música](#)  
[Baixar livros de Psicologia](#)  
[Baixar livros de Química](#)  
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)  
[Baixar livros de Serviço Social](#)  
[Baixar livros de Sociologia](#)  
[Baixar livros de Teologia](#)  
[Baixar livros de Trabalho](#)  
[Baixar livros de Turismo](#)