



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS**  
Instituto de Economia  
Departamento de Teoria Econômica



Natália Vial Cardoso e Silva

**Reflexões sobre a Instabilidade Econômica: O Debate Pós  
Keynesiano e Austríaco**

**CAMPINAS**  
**2018**  
**Natália Vial Cardoso e Silva**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à  
Graduação do Instituto de Economia da  
Universidade Estadual de Campinas para  
obtenção do título de Bacharel em Ciências  
Econômicas, sob orientação do Profa. Dra.  
Carolina Troncoso Baltar.

**CAMPINAS**  
**2018**

## **Agradecimentos**

Gostaria de agradecer à minha orientadora, professora Carolina Baltar, por todas as dicas, ensinamentos e horas dedicadas a sanar minhas dúvidas e a corrigir este trabalho. Ao corpo docente e administração do Instituto de Economia da Unicamp, agradeço por todos os ensinamentos e orientações.

As discussões entre os colegas sempre foram importantes. O intercâmbio de perspectivas que estas discussões proporcionaram, baseadas em grupos de estudo ou informalmente, certamente tornou minha percepção muito mais rica.

Finalmente, agradeço à minha família, a base de tudo, aos meus pais e minha irmã, pelo apoio constante e irrestrito que me foi dado.

SILVA, Natália V.C e. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2018.

## **RESUMO**

Na sequência da Crise Financeira Global, a partir de 2007/2008 e da subsequente recessão, prevaleceu uma percepção generalizada que a economia tradicional se mostrou insuficiente em atacar, reverter ou até mesmo prever um dos maiores desastres financeiros nas economias mais avançadas do mundo. A crise financeira global reviveu tanto a economia Austríaca quanto a Pós-Keynesiana e revigorou o debate entre essas escolas sobre a natureza do ciclo de negócios, o impacto de choques externos e as fontes de incerteza que desestabilizam mercados. A complexidade dos problemas atuais sugere que diferentes perspectivas são necessárias para compreender plenamente as ameaças ao crescimento econômico e liberdade representadas pela desordem financeira. Portanto, o objetivo desse estudo será não só analisar analogias aparentes como também divergências entre as abordagens.

**Palavras-chave:** Crises, Dinâmica Econômica, Incerteza, Instabilidade, Teoria Austríaca, Teoria Pós Keynesiana.

## **ABSTRACT**

Following the Global Financial Crisis from 2007/2008 and the subsequent recession, a widespread perception prevailed that the traditional economy proved insufficient to attack, reverse or even predict one of the biggest financial disasters in the world's most advanced economies. The global financial crisis revived both the Austrian and Post-Keynesian theories and reinvigorated the debate among these schools about the nature of the business cycle, the impact of external shocks, and the sources of uncertainty that destabilize markets. The complexity of current problems suggests that different perspectives are needed to fully understand the threats to economic growth and human freedom represented by financial turmoil. Therefore, the aim of this study will be to analyze not only apparent analogies but also divergences between approaches.

**Keywords:** Crises, Economic Dynamics, Uncertainty, Instability, Austrian Theory, Post Keynesian Theory.

## Sumário

INTRODUÇÃO.....	6
PARTE I – A INSTABILIDADE ECONÔMICA NA TEORIA PÓS- KEYNESIANA .....	9
CAPÍTULO I - A TEORIA KEYNESIANA.....	10
I.1 INTRODUÇÃO .....	10
I.1.1 PRINCÍPIO DA DEMANDA EFETIVA .....	13
I.1.2 POUPANÇA E INVESTIMENTO .....	17
I.1.3 MOEDA .....	21
I.1.4 PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ .....	23
I.1.5 A INSTABILIDADE EM KEYNES .....	26
CAPÍTULO 2 – A INTERPRETAÇÃO PÓS-KEYNESIANA: A ABORDAGEM DE MINSKY .....	29
II.1 PRESSUPOSTOS TEÓRICOS DOS MODELOS ANALÍTICOS PÓS-KEYNESIANOS .....	31
II.1.1 CONCEPÇÃO DE ECONOMIA.....	31
II.2 A INSTABILIDADE FINANCEIRA NA TEORIA DE MINSKY .....	34
II.2.1 AS PERSPECTIVAS FUNDAMENTAIS – ELEMENTOS INVARIANTES.....	36
II.2.1.1 TEMPO E INCERTEZA .....	36
II.2.1.2 DESEQUILÍBRIO .....	38
II.2.1.3 INVESTIMENTO E A PERSPECTIVA CÍCLICA .....	40
II.3 HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA.....	42
PARTE II – A INSTABILIDADE NA TEORIA AUSTRIÁCA .....	47
CAPÍTULO 3 –A ESCOLA AUSTRIÁCA .....	48
III.1 CONSIDERAÇÕES SOBRE O MÉTODO DA CIÊNCIA ECONÔMICA .....	52
III.1.1 A PRAXEOLOGIA .....	52
III.1.2 AÇÃO, TEMPO E CONHECIMENTO .....	53
III.1.2.1 AÇÃO.....	54
III.1.2.2 TEMPO .....	56
III.1.2.3 CONHECIMENTO .....	58
III.1.2.3.1 A IDÉIA DE IGNORÂNCIA.....	59
III.1.3 UTILIDADE MARGINAL, SUBJETIVISMO E ORDENS ESPONTÂNEAS.....	61
III.1.3.1 UTILIDADE MARGINAL .....	61
III.1.3.2 SUBJETIVISMO .....	62
III.1.3.3 ORDENS ESPONTÂNEAS .....	64
CAPÍTULO 4 - FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA .....	65
IV.1. MOEDA, PODER DE COMPRA E CÁLCULO ECONÔMICO.....	65
IV.1.1 MOEDA .....	65
IV.1.1.1 OFERTA MONETÁRIA .....	66
IV.1.1.2 DEMANDA POR MOEDA.....	67
IV.1.2 PODER DE COMPRA DA MOEDA .....	68
IV.1.3 CÁLCULO ECONÔMICO .....	70
IV.2 TEORIA AUSTRIÁCA DO CAPITAL .....	72
IV.2.1 A TEORIA MONETÁRIA DE KNUT WICKSELL.....	72
IV.2.1.1 TAXA DE JUROS E O PROCESSO CUMULATIVO .....	74
IV.2.2 A TEORIA DO CAPITAL .....	76
IV.2.2.1 EFEITOS DA EXPANSÃO CREDITÍCIA SOBRE A ESTRUTURA PRODUTIVA DA ECONOMIA.....	81
IV.3 A DINÂMICA DO CICLO ECONÔMICO .....	85
CAPÍTULO 5 – CONCLUSÃO .....	89
V.1 RECUPERAÇÃO DOS CONCEITOS .....	89
V.2 DISCORDÂNCIAS CENTRAIS .....	95
V.3 EM BUSCA DE UMA SÍNTESE .....	97
V.4 A INSTABILIDADE FINANCEIRA .....	101
BIBLIOGRAFIA .....	108

## **Introdução**

Desde as últimas décadas do século XX, as forças internas do sistema capitalista se alteraram de tal modo que, este rearranjo da dinâmica econômica, marcada pela uma instabilidade, isto é, períodos marcados por uma acentuada oscilação dos principais parâmetros ou indicadores da economia, com consequências sobre os níveis de emprego e renda, abriu um debate sobre a natureza dessa condição e as inúmeras consequências dessa dinâmica em escala global. Na sequência da Crise Financeira Global, a partir de 2007/2008 e da subsequente recessão, prevaleceu uma percepção generalizada que a economia tradicional se mostrou insuficiente em atacar, reverter ou até mesmo prever um dos maiores desastres financeiros nas economias mais avançadas do mundo. Este estudo possui como objetivo a análise do crescimento econômico marcado pela instabilidade financeira do ponto de vista teórico, a partir de uma revisão da literatura produzida por diferentes escolas de pensamento econômico.

A crise financeira global reviveu tanto a economia Austríaca quanto a Pós-Keynesiana e revigorou o debate entre essas escolas sobre a natureza do ciclo de negócios, o impacto de choques externos e as fontes de incerteza que desestabilizam mercados. Entre os pós-keynesianos, Hyman Minsky, em particular, desfrutou de um surto póstumo de popularidade com a ressurreição de sua Hipótese de Instabilidade Financeira (HIF). Segundo Minsky, a economia deve incluir a possibilidade de crises severas, não como resultado de choques externos, mas como eventos que emergem de dentro do sistema. Crises, segundo Minsky, provaram ser uma característica persistente das economias capitalistas. A HIF de Minsky é um modelo de economia capitalista que não depende de choques exógenos para gerar ciclos de negócios de gravidade variável: a hipótese sustenta que os ciclos históricos de negócios são compostos da dinâmica interna das economias capitalistas, bem como fora do sistema de intervenções e regulamentos destinados a manter a economia funcionando dentro de limites razoáveis (Minsky, 1975). A instabilidade é inerente, como Minsky aponta, porque os investidores são pressionados a adaptar seu comportamento e expectativas aos instrumentos financeiros cada vez mais complexos aumentam o risco sistêmico, e as famílias são encorajados a assumir níveis de endividamento cada vez mais altos para manter o ritmo.

Em contraposição, os defensores da economia austríaca freqüentemente respondem que, a ausência de intervenção governamental em economias baseadas em

um sistema de direito e direitos de propriedade, os mecanismos corretivos necessários para eliminar a incompetência, a ineficiência e comportamento antiético, seriam suficientes para estabilizar os mercados em um padrão de crescimento. A economia austríaca difere da tradição neoclássica principalmente em sua rejeição da neutralidade da moeda e na ênfase no ciclo de negócios, que propõem que as perturbações causadas pela interferência do governo, particularmente nos mercados de crédito, que alocam mal recursos, gerando preços de ativos que não refletem as avaliações individuais. O maior problema financeiro para os intérpretes da economia austríaca, é a institucionalização dos choques no sistema, por meio das políticas manipulativas dos bancos centrais. A autoridade monetária, sobrecarregada por grupos de interesse e informação imperfeita, age de modo a evitar a obtenção de níveis naturais para as taxas de juros e moeda, afetando o emprego, os preços dos ativos e outros fatores críticos. A ideia de um *boom* contendo "as sementes de sua própria ruína" é, de fato, também muito característica de formulações típicas da teoria austríaca do *boom* e do colapso. Originalmente concebido por Ludwig von Mises (1953) no início do século passado e desenvolvido com maior destaque por F. A. Hayek (1967) antes e durante a Grande Depressão, a Teoria Austríaca do ciclo de negócios é uma teoria do boom insustentável. Como dito por Arroyo (2010), a Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos (daqui em diante, TACE), pode ser considerada a condensação de todo o pensamento da Escola Austríaca.

A complexidade dos problemas atuais sugere que diferentes perspectivas são necessárias para compreender plenamente as ameaças ao crescimento econômico e a liberdade representadas pela desordem financeira. A análise Pós-keynesiana sustenta que a complexidade dos instrumentos financeiros e dos processos contribuem para a incerteza e volatilidade; dado que o aprimoramento e sofisticação do arcabouço financeiro tem uma influência inerentemente desestabilizadora. Os defensores da teoria austríaca afirmam que os bancos centrais injetam uma variável falha no processo de tomada de decisão em uma ordem espontânea de imensa complexidade no mercado. Estas perspectivas diversas sobre as forças desestabilizadoras e potencialmente despóticas das economias modernas são de importância crítica para o debate a respeito da liberdade econômica, em termos da possibilidade de escolha, por parte dos agentes econômicos, na alocação os recursos de que dispõem - seja natural, físico ou intangível - sem à qualquer necessidade de coordenação ou coerção de outro agente; e os limites da regulação de um setor financeiro extremamente complexo.

Por fim, pode-se perceber que nem sempre foi possível entender claramente se as visões Pós-keynesianas e Austríacas possuem alguma complementariedade. Resolver esta questão em maior detalhe requer uma análise mais detalhada das especificidades das respectivas teorias. Portanto, o objetivo dessa análise será apresentar não só as analogias aparentes como também divergências entre as abordagens.

Com o objetivo de realizar uma análise mais detalhada sobre cada Escola do pensamento econômico o presente trabalho está dividido em duas partes. A Primeira Parte desse texto foi destinada a apresentação da interpretação Pós-keynesiana sobre a instabilidade econômica. O Primeiro Capítulo da monografia retoma os principais conceitos da doutrina econômica keynesiana, a partir da “Teoria geral do emprego, do juro e da moeda” (*General theory of employment, interest and money*), publicada em 1936 por Keynes, para abordar as causas da instabilidade econômica, a partir das flutuações do nível de investimento da economia que causariam os movimentos cíclicos do capitalismo. O Segundo Capítulo apresenta a corrente de pensamento Pós-keynesiana, a partir da visão de do princípio da demanda efetiva, desenvolvido por J. M. Keynes na Teoria Geral (1936) e M. Kalecki (1933). Dentre seus representantes que ganharam destaque está Hyman Minsky, que com o evento histórico da Crise Financeira Global, teve interesse por sua Hipótese da Instabilidade Financeira renovado. Para a escola pós-keynesiana, com ênfase nas abordagens de Keynes e Minsky um ponto inequívoco que se pode levantar em relação ao financiamento do investimento é que este afeta fortemente as próprias decisões de investimento.

A Segunda Parte desse trabalho explora a visão da Escola Austríaca sobre o tema da instabilidade econômica. No Terceiro Capítulo desse texto apresenta-se a referida Escola, a partir de seus fundadores e adeptos iniciais predominantemente austríacos, incluindo Carl Menger, Eugen von Böhm-Bawerk e Ludwig von Mises. Outros proeminentes economistas da Escola Austríaca do século XX incluem Henry Hazlitt, Israel Kirzner, Murray Rothbard, e o ganhador do Prémio de Ciências Económicas Friedrich Hayek. Essa vertente do pensamento econômicos é uma escola que enfatiza o poder de organização espontânea do mecanismo de preços. A Escola Austríaca afirma que a complexidade das escolhas humanas subjetivas faz com que seja extremamente difícil (ou indecidível) a modelação matemática do mercado em evolução e defende uma abordagem laissez-faire para a economia. Economistas da Escola Austríaca defendem estrita observância do Individualismo metodológico, que

eles descrevem como a análise da ação humana a partir da perspectiva dos agentes individuais. No Quarto Capítulo apresenta-se as influências teóricas de Hayek, como o processo cumulativo de Wicksell, onde a relação entre as taxas de juro monetária e taxa de juro natural, poderá provocar mudanças na produção. Por fim, o entendimento da Escola Austríaca de economia sobre os ciclos econômicos. Originalmente concebido por Ludwig von Mises (1953) no início do século passado e desenvolvido com maior destaque por F. A. Hayek (1967) antes e durante a Grande Depressão, a Teoria Austríaca do ciclo de negócios é uma teoria do boom insustentável. Como dito por Arroyo (2010), a Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos (daqui em diante, TACE), pode ser considerada a condensação de todo o pensamento da Escola Austríaca.

Em suma, este trabalho apresentará as interpretações sobre a instabilidade econômica, como um debate entre duas filosofias econômicas opostas. O último capítulo desse texto recupera os principais conceitos discutidos sobre o crescimento econômico marcado pela instabilidade para as duas correntes de pensamento, apontando também os principais pontos de divergência e congruência em suas interpretações. Por fim, apresenta-se o resumo do debate entre os expoentes de cada escola, a saber, Minsky e Hayek.

## **Parte I – A Instabilidade Econômica na Teoria Pós- Keynesiana**

O Keynesianismo teve início no século XX e recebe esse nome em homenagem ao economista britânico John Maynard Keynes (1883-1946). Ele expôs sua teoria econômica na obra “Teoria geral do emprego, do juro e da moeda” (*General theory of employment, interest and money*), publicada em 1936. Este primeiro capítulo da monografia retoma os principais conceitos da referida doutrina econômica para abordar as causas da instabilidade econômica, a partir s flutuações do nível de investimento da economia que causariam os movimentos cíclicos do capitalismo, possuindo um caráter instável explicado pelas incertezas e os riscos enfrentados pelos investidores capitalistas na tentativa de prever o comportamento futuro da economia.

O segundo capítulo apresenta a corrente de pensamento Pós-Keynesiana, decorrente dos trabalhos de economistas como John Maynard Keynes (1883-1946), Michal Kalecki (1899-1970), Roy Harrod (1900-1978), Joan Robinson (1903- 1983),

Nicholas Kaldor (1908-1986), Paul Davidson (1930-Presente) e Hyman Minsky (1919-1996), entre outros. A corrente pode ser entendida a partir do princípio da demanda efetiva, desenvolvido por J. M. Keynes na Teoria Geral (1936) e M. Kalecki (1933). A teoria pós-keynesiana procura resgatar e reinterpretar a teoria econômica desenvolvida por Keynes, em um contexto pautado pela teoria clássica de um sistema econômico de mercados auto-reguladores e auto-equilibrantes e busca apresentar a necessidade de mecanismos econômicos institucionais que minimizem ou evitem as flutuações cíclicas de produto e emprego, que causam instabilidade econômica.

Com o evento histórico da Crise Financeira Global, o interesse pela HIF de Hyman Minsky foi renovado, na tentativa de melhor entender a complexa conexão entre a economia real e o setor financeiro e a tendência à crise. Para a escola Pós-keynesiana, com ênfase nas abordagens de Keynes e Minsky, um ponto inequívoco que se pode levantar em relação ao financiamento do investimento é que este afeta fortemente as próprias decisões de investimento; ponto abordado no Segundo Capítulo deste estudo.

## **Capítulo I - A Teoria Keynesiana**

### **I.1 Introdução**

A década de 1930 é marcada por uma recessão profunda, desemprego involuntário persistente e pela incapacidade de auto-ajuste das economias capitalistas. O período é marcado pela possibilidade de que o colapso econômico e social trouxesse o “risco” de um colapso político, sendo que os setores mais conservadores temiam a difusão de idéias de planificação da produção, em detrimento da economia de mercado. Em meio a esse contexto foi publicada por Keynes “*A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*”, proveniente de Cambridge, um meio no qual Marshall e seus discípulos postulavam teorias cujas conclusões eram mais otimistas com relação a forças imanes do mercado, mesmo que admitissem imperfeições e falhas nos mecanismos de mercado que justificavam intervenções do Estado. Alternativamente e em oposição às idéias tradicionais, a obra conclui, basicamente, que a economia pode sofrer com insuficiência de demanda, o que implica em desemprego involuntário; diante de tais situações de baixa demanda e desemprego persistente, Keynes argumentava que não há motivos teóricos, nem indícios na

realidade, para crer que a economia seja, por si só, auto-ajustável (Chiliatto-Leite, 2010).

A fim de compreender a diferença entre a teoria de Keynes e a teoria que combinou a sua teoria com a teoria clássica, e que nos anos que se seguiram à publicação da Teoria Geral (1936) ficou conhecida como Síntese Neoclássica Keynesiana, vamos analisar, resumidamente, a teoria de Keynes, diferenciando-a da teoria neoclássica, hoje dominante, assentada essencialmente na corrente clássica que vê o sistema capitalista como inerentemente autoregulador de modo que, dados alguns choques exógenos, podem retirar a economia do equilíbrio estável, desenvolvem-se mecanismos que operam, de forma automática, e que conduzem a economia, de novo, ao equilíbrio de pleno emprego (Donário e Santos, 2016).

A partir de Donário e Santos (2016), pode-se salientar que tanto para os clássicos como para os neoclássicos, a economia é inerentemente estável, apenas choques externos poderão perturbá-la e afastá-la do equilíbrio de pleno emprego, sendo a teoria neoclássica baseada, fundamentalmente, a partir dos seguintes pressupostos: i) os indivíduos têm preferências racionais entre os resultados; ii) os indivíduos maximizam a utilidade e as empresas maximizam o lucro; iii) os indivíduos atuam independentemente na base de completa ou relevante informação.

A respeito da teoria clássica, Keynes diz:

“O celebrado optimismo da teoria económica tradicional — que levou os economistas a serem considerados Cãndidos, os quais, tendo-se retirado do mundo para cultivarem seus jardins, clamam que tudo caminha do melhor modo no melhor dos mundos possível, contanto que deixemos as coisas andarem sozinhas — tem como origem, no meu entender, o fato de não haver sido levado em conta o estorvo que uma insuficiência da procura efetiva pode significar para a prosperidade, pois numa sociedade que funciona de acordo com os postulados clássicos deveria existir uma tendência natural para o emprego ótimo dos recursos.” (Keynes, 1936, p. 36)

Keynes refere-se à teoria clássica onde tudo, segundo os pressupostos da mesma teoria, funciona “no melhor dos mundos”, com estabilidade e pleno emprego dos fatores, de modo quase mecânico, semelhante ao que se verifica no âmbito da física de Newton, que levou ao conceito de homo economicus. Ainda hoje reinante, a teoria descreve o funcionamento da economia de uma forma Panglossiana, isto é, marcada pela visão de que a economia funcionará de forma excelente, maximizando a utilidade total, desde que a intervenção do Estado seja mínima, pois tal intervenção provoca desvios do equilíbrio que decorre do funcionamento livre da economia.

(Donário e Santos, 2016).

Para Donário e Santos (2016), Keynes evidenciou que mesmo que se parta dos pressupostos neoclássicos, como a concorrência perfeita e os objetivos maximizadores de lucro das empresas e da utilidade dos indivíduos, a economia não tem mecanismos endógenos capazes de a manter no pleno emprego dos fatores produtivos. A partir da concepção de Keynes que o mercado de trabalho é determinado pelo mercado de bens, o qual depende da demanda efetiva, o autor define que o desemprego involuntário acontece quando, dado um certo aumento dos preços, tanto a oferta de mão-de-obra como a demanda por trabalho sob determinado salário nominal aumentam mais que o volume de emprego disponível. Neste sentido, para Keynes, o que faz com que o desemprego seja involuntário é justamente o fato de que os postos de trabalho não são um fim em si mesmo, mas sim motivados por um outro mercado, o de bens e serviços. Assim, numa situação de desequilíbrio, mesmo que a massa de trabalho aceitasse ter seus salários nominais reduzidos, é possível que não houvesse postos de trabalho o suficiente para todos. Deixada atuar livremente, a economia marcada por sua instabilidade endógena, leva a situações de elevados níveis de desemprego, de forma cíclica.

Para Bresser-Pereira (1974), a escola keynesiana se opunha veementemente contra o idealismo clássico, da “mão invisível” do capitalismo, em especial no final do século XIX. As críticas em relação a econômica clássica recaíam sobretudo sobre o discurso de autorregulação da economia. A crítica keynesiana se estende por toda a concepção sobre a eficiência máxima da produção, assim como sobre a noção de que os lucros dos produtores e a satisfação dos consumidores também seriam maximizados, além da distribuição ótima da renda.. Na visão keynesiana o capitalismo estava longe de ser capaz de assegurar de forma automática o pleno emprego e o desenvolvimento econômico sem que houvessem graves crises.

A teoria de Keynes é baseada no princípio de que os consumidores aplicam proporções de seus gastos em bens e poupança, em função da renda. Quanto maior a renda, maior a porcentagem desta é poupada. Assim, se a renda agregada aumenta em função do aumento do emprego, a taxa de poupança aumenta simultaneamente; e como a taxa de acumulação de capital aumenta, a produtividade marginal do capital reduz-se, e o investimento é reduzido, já que o lucro é proporcional à produtividade marginal do capital. A eficiência marginal do capital, portanto, é uma expectativa da renda e do preço de oferta corrente do bem de capital. Keynes (1982) salienta, ainda,

a relação inversa entre o nível de investimento de certo bem de capital e a eficiência deste capital. A eficiência marginal do capital diminui à medida que o investimento nesse capital aumenta, considerando certo período de tempo. Em suas palavras, “porque a renda prospectiva baixará conforme suba a oferta desse tipo de capital e, em parte, porque a pressão sobre as fábricas daquele dado tipo de capital causará, normalmente, uma elevação de seu preço de oferta” (Keynes, 1982, p.116). Então, dada a redução do investimento ocorre um excesso de poupança, em relação ao investimento, o que faz com que a demanda (procura) efetiva fique abaixo da oferta e assim o emprego se reduza para um ponto de equilíbrio em que a poupança e o investimento fiquem iguais. Como esse equilíbrio pode significar a ocorrência de desemprego involuntário em economias avançadas (onde a quantidade de capital acumulado seja grande e sua produtividade seja pequena), Keynes defendeu a tese de que o Estado deveria intervir na fase recessiva dos ciclos econômicos com sua capacidade de imprimir moeda para aumentar a procura efetiva através de déficits do orçamento do Estado e assim manter o pleno emprego. É importante lembrar que Keynes nunca defendeu o carregamento de déficits de um ciclo econômico para outro, nem a manutenção de orçamentos deficitários na fase expansiva dos ciclos (Bresser – Perreira, 2006).

### **1.1.1 Princípio da demanda efetiva**

Anteriormente à ascensão da Teoria Geral de Keynes, o pensamento econômico era dominado pelos postulados da economia clássica e depois a neoclássica. Em 1936, “A Teoria Geral do Emprego, Juro e da Moeda” foi publicada e, com a chegada deste trabalho, abre-se uma ampla gama de novas possibilidades para o pensamento econômico.

Para Lorenzo (2014), a Teoria Geral de Keynes apresenta uma breve, mas ambiciosa introdução, a qual afirma que todos os princípios da teoria econômica exposta até então somente se aplicariam a circunstâncias muito específicas, pautados no pressuposto de concorrência perfeita, faltando assim generalidade e validade no entendimento do funcionamento real da economia. Em Sawyer e Shapiro (2002) tem-se que Keynes aprofunda a reflexão acerca da relação entre estrutura de mercado e a Teoria Geral: o fato de que os agentes decidam em condições de incerteza é o ponto fulcral da teoria de Keynes, e a suposição de que as firmas operam em concorrência

imperfeita não é, de modo algum, necessária para “fundamentar” a macroteoria – notadamente, para explicar a ocorrência de desemprego involuntário. A adoção das hipóteses de concorrência perfeita ou imperfeita refletir-se-ia, para os autores, no grau de volatilidade das variáveis macroeconômicas. Em particular, quanto mais “perfeita” a concorrência, maior a instabilidade das condições sobre as quais se assentam as decisões de investimento.

Assim, a obra mais famosa de Keynes continua com uma análise crítica dos principais princípios da economia clássica, após introduzir a base de sua teoria macroeconômica: o princípio da demanda efetiva. Como mostra Lorenzo (2014), na interpretação clássica da economia, sob a “Lei de Say”, não pode haver uma escassez permanente de demanda agregada em uma economia dada a existência de mecanismos que garantam o equilíbrio entre os agregados macro, ou seja, como geralmente é resumido, "a oferta gera sua própria demanda".

O princípio da demanda efetiva, daqui em diante PDE, é essencialmente diferente a interpretação clássica: a demanda agregada é o motor da economia, que decidirá o nível de emprego e produção. De acordo com Oliveira (2012), a demanda efetiva é, para Keynes (1936), o ponto de intersecção entre a função da demanda agregada com a da oferta agregada, sendo neste ponto feita a determinação do volume de renda e de emprego, que é feita a maximização das expectativas de lucro dos empresários. Para Oliveira (2012), no princípio da demanda efetiva, dois pontos conclusivos pode ser salientados: a demanda efetiva envolve um equilíbrio entre oferta e demanda agregadas e esse equilíbrio pode ocorrer abaixo do pleno emprego.

Em resumo, Oliveira (2012) destaca que a formulação Keynesiana do Princípio da Demanda Efetiva, semelhante a de Kalecki (1983), preocupa-se com a determinação da renda agregada, baseando-se numa teoria particular das decisões de gasto, segundo a qual a demanda por bens de consumo, ao contrário da demanda por bens de investimento, é induzida pela renda. Oliveira (2012) destaca que para Possas (1986), a demanda e a oferta não são definidas convencionalmente em termos de valores unitários, mas sim de valor agregado no sentido de Keynes, que tanto a receita esperada- para a curva de demanda- quanto o preço da oferta são calculados deduzindo-se o uso de custo trazendo como consequência, entre outras, que a curva de oferta, tanto individualmente como agregada, pode (deve) ser crescente com o nível de produção e emprego, sem que isso implique qualquer hipótese de rendimentos decrescentes. Ainda em Oliveira (2012), tem-se que para Macedo e Silva

(1994) , a oferta e demanda são definidas ex-ante, com o que sua intersecção, que definiria o nível da demanda efetiva, também é obviamente ex-ante, isto é, independe da realização da produção e, portanto, do valor das vendas a ser verificado ex-post.

No Terceiro Capítulo de sua Teoria Geral, Keynes constrói o “Princípio da Demanda Efetiva”. A partir das contribuições de Bielschowsky e Custódio (2011) tem-se que função de oferta agregada ,  $Z = \Phi(N)$ , indica que a decisão de produzir um volume de produto  $Z$  induz os empresários a contratarem uma determinada quantidade de emprego  $N$ . Ainda como indicado por Bielschowsky e Custódio (2011), admitindo que a demanda esperada  $D$  esta dada, o princípio da demanda efetiva significa que a demanda esperada  $D$  determina o produto esperado  $Z$ . Nesse sentido, Bielschowsky e Custódio (2011) demonstram que a demanda efetiva é um equilíbrio em expectativas, que se estabelece no momento em que o empresário tem de decidir a quantidade de produto que irá produzir, antes de iniciar a produção (ex-ante). Se a demanda esperada é superior a oferta esperada [ $D > Z(N)$ ], os empresários expandem o emprego  $N$ . De outro lado, se a demanda efetiva é inferior ao produto esperado [ $D < Z(N)$ ], os empresários contraem o emprego. No plano empírico, a demanda esperada  $D$  é determinada pela demanda esperada por Consumo e por Investimento. Ademais, a demanda esperada por consumo depende do nível de emprego [ $C(N)$ ]. Em resumo, Bielschowsky e Custódio (2011) mostram que a função demanda agregada é:  $D(N) = I + C(N)$ , onde  $I$  é o investimento. Em equilíbrio, a demanda esperada é igual ao produto esperado:  $D(N) = Z(N)$ . Portanto,  $Z(N) - C(N) = I$ . Deste modo, o investimento e a propensão a consumir  $C$  e a função de oferta agregada  $Z$  determinam o emprego de equilíbrio em expectativas. Este nível de emprego determina o salário real através da regra marginalista, em que a produtividade marginal do trabalho é igual ao salário real, isto é,  $PMgL(N) = W/P$ .

Dessa forma, para Oliveira (2012) conforme Keynes (1936), a demanda efetiva associada ao pleno emprego é um caso especial que só se verifica quando a propensão a consumir e o incentivo para investir se encontram associados entre si numa determinada forma. Ela só se verifica quando, por acidente ou desígnio, o investimento corrente proporciona uma quantidade de demanda equiparado ao excedente do preço da oferta agregada da produção resultante do pleno emprego sobre o que a comunidade decida gastar em consumo quando se encontre em estado de pleno emprego. De acordo com Keynes, para justificar qualquer volume de emprego, deve existir um volume de investimento suficiente para absorver o excesso da

produção total sobre o que a comunidade deseja consumir quando o emprego esta em determinado nível (Oliveira, 2012).

Nesse sentido, Lorenzo (2014) apresenta um conceito importante que Keynes chamou de "multiplicador de investimento", no qual um aumento no investimento, para uma dada propensão marginal ao consumo, produz um aumento maior na renda real da comunidade e, por tanto, no emprego. A Propensão Marginal a Consumir, pode ser descrita como:

$C = C_0 + bY$ ,  $0 < b = \Delta C/\Delta Y < 1$ , onde  $C_0$  é a proporção autônoma do consumo enquanto  $b$  é um parâmetro atrelado ao nível de renda.

“A nossa lei psicológica normal de que, no caso de aumentos e diminuições da renda real da comunidade, o consumo aumenta e diminui, mas não tão depressa, pode, portanto, traduzir-se — sem precisão absoluta decerto, mas apenas sujeita a reservas evidentes que se podem demonstrar facilmente e de maneira formal — pelas proposições de que  $\Delta C_0$  e  $\Delta Y_0$  têm o mesmo sinal, mas  $\Delta Y_0 > \Delta C_0$ , onde  $C_0$  representa o consumo medido em unidades de salário. (...) Definamos, portanto,  $dC_0/dY_0$  como a propensão marginal a consumir.” (Keynes, 1936, p.134).

Considerando que a renda real da comunidade - a oferta agregada - deve ser igual à demanda agregada, tem-se:

$$Y = C + I$$

$$Y = c_0 + bY + I \quad (0 < b < 1)$$

$$\Delta Y = b\Delta Y + \Delta I$$

$$\Delta Y - b\Delta Y = \Delta I$$

$$\Delta Y(1 - b) = \Delta I$$

$$\Delta Y = \frac{1}{1 - b} \Delta I$$

$$\Delta Y = \alpha \Delta I \quad \text{con } \alpha > 1$$

Sendo que a partir de Lorenzo (2014),  $\alpha$  é o multiplicador do investimento e assume valores iguais ou superiores a um, dado que a propensão marginal a consumir está entre zero e um. Assim, o multiplicador de investimento será maior quanto maior for a propensão marginal a consumir. Sabemos também que o emprego varia na mesma direção que a renda, já que a renda real é uma função crescente no emprego. No entanto, isso não implica necessariamente que o emprego deva aumentar na mesma proporção  $\alpha$ .

Como demonstrado por Lorenzo (2014), o multiplicador de investimento está intimamente relacionado a variações no consumo, pois um acréscimo no investimento produz um aumento na renda real e, portanto, no emprego, de modo que esse incremento na renda real produz um novo aumento no consumo, em função da propensão marginal a consumir, gerando um aumento adicional no emprego e na produção. Assim, conforme como explicitado Lorenzo (2014), quanto maior a propensão marginal a consumir, maior será o efeito multiplicador do consumo sobre o investimento.

Em suma, para Lorenzo (2014) a existência de um multiplicador do investimento tem uma repercussão imediata na teoria dos ciclos de Keynes, pois quanto maior o multiplicador do investimento maior será a amplitude do ciclo gerado pelas variações no investimento.

### **I.1.2 Poupança e Investimento**

Na interpretação de Keynes (1936), o investimento depende da interação entre a eficiência marginal do capital e da taxa de juros. Em oposição à muitos autores neoclássicos, Keynes não considera a taxa de juros como um custo de empréstimo ou de financiamento, nem mesmo como um custo de oportunidade correspondente ao retorno proporcionado pelos ativos aplicados no mercado financeiro, em relação ao investimento em bens de capital produtivo. Oliveira (2012), a partir de Possas (1986), diz que a taxa de juros para Keynes é definida como “a proporção inversa entre uma soma em dinheiro e a que pode ser obtida por desfazer-se do controle sobre o dinheiro em troca de uma dívida para um dado período de tempo” (Keynes, p.167, 1936); teoricamente, trata-se de uma medida da resistência daqueles que possuem dinheiro em desfazer-se dessa liquidez. Em suma, segundo o autor, a taxa de juros seria uma medida da relutância dos possuidores de dinheiro em desfazer-se do seu controle líquido por um período de tempo. Ou seja, é o prêmio que um agente econômico recebe ao privar-se de sua liquidez.

Nesse sentido, a preferência pela liquidez de seus ativos por parte dos agentes econômicos se justifica por causa de incerteza quanto ao futuro dos eventos econômicos e do resultado futuro dos investimentos passados e presentes. Por isso, segundo Keynes, a taxa de juros representa um limite ao investimento produtivo, apenas por ser um *trade-off* do investidor, quando aplica seu capital em uma ampla

carteira de ativos, entre o investimento (capital produtivo) e a liquidez (capital monetário).

Segundo Keynes, o incentivo para investir dependerá da Eficiência Marginal do Capital. Definida por Keynes (1985) como “a taxa de desconto que tornaria o valor presente do fluxo de anuidades das rendas esperadas de [um] capital, durante toda a sua existência, exatamente igual ao seu preço de oferta”, a eficiência marginal do capital é a relação entre a expectativa de ganhos futuros dado o investimento em determinado bem de capital (“renda esperada do investimento”), com o custo de se produzir novas unidades do referido bem (“custo de reposição” ou “preço de oferta”). Para Costa (2015), o declínio da eficiência marginal do capital decorre de sua escassez decrescente com o volume demandado, como ocorre com qualquer ativo de capital. Para ativos de capital produtivo, o limite para o investimento é dado pelo mercado dos bens produzidos com esse capital. O declínio do seu rendimento marginal se dá devido aos crescentes custos financeiros decorrentes de amortizações e dívidas contraídas pela empresa investidora, ou ainda o fluxo de desembolsos para o pagamento desses mesmos bens de capital, o que reduz a condição de liquidez da empresa. Esses fatores aumentam os riscos financeiros assumidos pelos investidores, o que faz com que as suas expectativas de retorno sejam cada vez menores. Ou seja, para Costa (2015) o nível de investimentos na economia é diretamente proporcional às expectativas otimistas dos agentes econômicos e inversamente proporcional à sua preferência pela liquidez, representada pela taxa de juros, que reflete o grau de risco e incerteza frente ao ambiente da economia.

Em Cardoso (2008), tem-se que outra contribuição de Keynes para a economia foi a desvinculação da identidade clássica entre poupança e investimento. Os antigos postulados da teoria econômica indicam que os agentes que não consomem toda a sua renda depositariam seus montantes excedentes nos bancos, os quais repassariam os mesmos na íntegra aos agentes deficitários. A taxa de juros de mercado seria o preço que equilibraria o fluxo de recursos dos agentes superavitários para os deficitários, de forma que que o dinheiro poupado por um equivalesse a um investimento para outro. Porém, Keynes percebeu que a função poupança depende não apenas da taxa de juros, mas também do nível de renda dos agentes, pois os empreendedores precisam ter incentivos, ter expectativas favoráveis, para a realização concreta de investimentos.

Assim, a partir dessa interpretação o equilíbrio dos mercados financeiros, portanto, seria muito mais imprevisível e complexo do que o tradicional modelo em

que a poupança é igual ao investimento,  $S(i) = I(i)$ . Contudo, deve-se destacar que o autor pensou no equilíbrio de curto prazo, pois no longo prazo há uma estreita correlação entre o nível de poupança e o crescimento das atividades econômicas. Dado que as expectativas de longo prazo associadas ao investimento produtivo estão principalmente associadas a maior duração do período de comprometimento do investidor com ativos produtivos duráveis, isto é, de baixa liquidez, o que acarreta a dificuldade ou impossibilidade de correção dos erros de previsão, com baixos custos, quanto ao futuro da economia e dos mercados. Torna-se, portanto, essencial para que os agentes econômicos tomem decisões seguras, buscando minimizar a incerteza.

Para Cardoso (2008), a relação entre poupança e investimento a partir do PDE pode e deve ser vista como uma identidade contábil. Tal constatação é válida tanto para a perspectiva teórica de Keynes quanto para a de Kalecki. A determinação da renda pelos gastos implica que, logicamente, a poupança é determinada pelo investimento e, por uma questão contábil, a poupança sempre será igual – ex post - ao investimento.

Cardoso (2008) aponta que assim como uma identidade contábil, a relação entre poupança e investimento também pode ser vista como uma igualdade – embora ex post – com determinação causal – do investimento para a poupança. Numa economia mercantil, os agentes só podem decidir o que gastar, mas não o quanto receber. Ou seja, os agentes podem decidir autonomamente seus gastos, mas não sua renda. Para Cardoso (2008), daí se configura o PDE: são os gastos que determinam a renda, e não o contrário. Sendo a poupança uma parcela da renda e o investimento um componente de gasto, infere-se que, assim como é a demanda quem determina a oferta, é o investimento quem determina a poupança. A poupança ex ante e o investimento ex ante não são iguais. As decisões ex ante que levam ao investimento e ao desencadeamento do processo produtivo baseiam-se nas expectativas sobre a demanda – ou na demanda efetiva ex ante. Tais expectativas se confirmarão ou não e será determinada a renda total quando da realização da produção. Partindo do PDE, em termos agregados, o investimento necessariamente implica uma poupança equivalente, a qual, por sua vez, corresponderia simplesmente a uma diferença – ex post – entre renda e consumo agregados. Cardoso (2008), a partir de Possas (1999), aponta que a poupança não financia o investimento: quem financia o investimento é o crédito que o precede tanto do ponto de vista temporal quanto lógico. A poupança é

estritamente residual e involuntária. Portanto, a poupança, ao contrário do investimento, não constitui um ato de decisão.

Para Cardoso (2008) a relação entre poupança e investimento não pode ser vista como uma relação de equilíbrio entre oferta e demanda de recursos líquidos para investir no mercado de crédito. Partindo da perspectiva do princípio da demanda efetiva, a natureza de determinação do investimento é completamente diferente daquela da poupança. A determinação da taxa de juros, por exemplo, conforme buscam inferir modelos de viés neoclássico, não se dá a partir da igualdade entre poupança e investimento. Investimento e poupança são variáveis de natureza distinta e, por conseguinte, a determinação da taxa de juros – ou de qualquer outra grandeza – a partir de sua igualdade não faz sentido. Investimento e poupança, portanto, não se tratam de demanda e oferta por crédito. Em suma, Cardoso (2008) mostra que a identidade entre investimento e poupança possui natureza estritamente contábil. A poupança não é uma função da taxa de juros e sim função indireta da renda e, ademais, não representa em si uma decisão: é apenas residual da função consumo. Assim, no sistema keynesiano, a taxa de juros é determinada pela combinação, ou interseção da demanda com a oferta de moeda, negando que a taxa de juros tenha sido determinada pela produtividade marginal do capital, como queriam os clássicos. Entre os determinantes da taxa de juros estão: a procura especulativa e o estoque monetário disponível. Isto leva a crer que os níveis de confiança, quanto às mudanças na taxa de juros, em relação aos ganhos prováveis de seu capital financeiro, dependem da expectativa quanto a futura taxa de juros de mercado. Foi sobre a expectativa dessa taxa de juros que Keynes (1936) criou a demanda para especulação, isto significa dizer, esperar a oportunidade para aumentarem seus ganhos pelo uso do dinheiro.

Ao exacerbar a presença de incerteza, Keynes dá luz a crucialidade do processo de formação de expectativas. Baseados nisso, os agentes tomam decisões fundamentais para o funcionamento da economia, tal como o investimento. Na presença de incerteza, os agentes baseiam-se em suas expectativas para tomar decisões, seja no curto – decisões de produção - ou no longo prazo – decisões de investimento. Cardoso (2008) diz que Keynes desenvolve uma “teoria geral de aplicação de ativos” que busca explicar como agentes decidem o seu portfólio. Os empresários baseiam-se em suas expectativas para decidir a composição de sua carteira de ativos – financeiros, produtivos ou moeda – e, uma vez adquirido um ativo produtivo, para decidir o quanto produzir e o quanto continuar investindo. Para

decidir o quanto produzir e investir, levam fundamentalmente em conta as suas expectativas com relação ao quanto realizarão de sua produção.

### **I.1.3 Moeda**

Como um dos pontos centrais da revolução keynesiana, a moeda tem efeitos reais na economia, em oposição a linha de pensamento neoclássica, na qual a moeda tende a ser neutra, especialmente no longo prazo. Para Alves e Veríssimo (2010), a não neutralidade da moeda se expressa na sua atuação sobre os preços relativos, via taxa de juros, e denota seu caráter ativo também junto às decisões de produção e de investimento, portanto, envolvendo decisões de curto e longo prazo. Essas decisões não apenas têm impacto sobre o futuro econômico, mas dependem do que se espera desse desconhecido e incerto período.

Pelo seu atributo de liquidez por excelência, quanto mais incerto é o futuro, maior é a preferência pela liquidez dos agentes econômicos e pela moeda. Assim, a não-neutralidade da moeda no longo período significa que a moeda afeta as posições de equilíbrio da economia no longo prazo, uma vez que, em momentos de maior incerteza o agente pode e normalmente prefere aplicar seus recursos em ativos não-reprodutíveis, como moeda e outros ativos líquidos, ao invés de ativos reprodutíveis, como ativos de capital (Braga, 1985).

Para Gabardo da Camara (1991), a integração da moeda à teoria de produção de Keynes permitiu a formulação da mais razoável das explicações para as flutuações inerentes ao capitalismo e do contrapeso entender as flutuações do emprego em economias capitalistas maduras. Gabardo da Camara (1991) mostra que, para Keynes (1985), a produção capitalista é realizada por firmas motivadas pelo lucro que se concretiza monetariamente. A firma busca a acumulação (de bens) que permitirá expandir sua receita em dinheiro, que possibilitará a troca, de um bem por outro, que só se realizam em moeda.

Gabardo da Camara (1991) destaca que nesta economia caracterizada pelo estado de confiança flutuante, a moeda adquire outros papéis que não apenas o de meio de troca. As condições incertas (falta de informações ou informação incompleta) sob as quais operam os agentes econômicos os impulsionam para a formação de expectativas, a não neutralidade da moeda e a existência de um lapso de tempo entre a

decisão e os resultados condicionam a dicotomia entre as variáveis reais e as monetárias.

Gabardo da Camara (1991), a partir de Carvalho (1986, p.94), explica que, à medida que cresce a incerteza na economia, a moeda se torna mais flexível, permite maior liquidez e um retorno, como qualquer outro ativo. Uma das características que tornam a moeda peculiar é a sua elevada elasticidade de procura como reserva de valor, substituindo outros ativos e retendo poder de compra no tempo, em economias não expostas a experiência prolongada de explosões nos níveis de preços. Mas, como mostra Gabardo da Camara (1991), a moeda possui uma baixa elasticidade de substituição, por ser o ativo mais líquido, cujo o retorno é relativamente rígido para baixo em comparação aos demais, o que lhe proporciona maior aceitabilidade em relação aos ativos financeiros e reais. A principal evidência dessa inelasticidade são os patamares das taxas de juros. A moeda, segundo Keynes (1936), possui baixa elasticidade de produção pois somente o Banco Central pode produzi-la.

Para Gabardo da Camara (1991), como a moeda não pode ser substituída, não pode ser produzida pelo setor privado, à medida que a incerteza aumenta, torna-se o substituto por excelência dos bens reais. Isto porque os ativos de maior liquidez oferecem baixa ou quase nenhuma renda, enquanto os bens reais (de capital) oferecem elevadas expectativas de lucro para compensar sua iliquidez.

Em Gabardo da Camara (1991), tem-se que possibilidade de flutuação da atividade econômica e do emprego surge: “porque em determinadas situações detentores de ativos deixam de comprar bens de capital e desviam sua demanda para objetos que não empregam trabalho, como no caso, a moeda, - e que não podem ser substituídos por objetos que empregam trabalho - ( ... ) gerando desemprego” (Carvalho, 1986, p.97).

Gabardo da Camara (1991) ainda indica que, se a moeda introduz a instabilidade na economia ao permitir o vazamento/interrupção do fluxo de renda, ela também é responsável por parcela da estabilidade, dando-lhe um caráter dicotômico. A estabilidade que a moeda transmite às atividades econômicas tem suas raízes nos contratos que são efetuados em unidades monetárias.

A moeda, enquanto ativo mais líquido da economia, funciona como um porto seguro aos agentes econômicos diante de incertezas que tornam nebulosas previsões sobre o futuro. Nesse sentido, quanto maior for a incerteza maior será a retenção de moeda por parte dos agentes. Em suma, Gabardo da Camara (1991) destacam que a

escolha do portfólio dos agentes econômicos é a origem da instabilidade porque sob condições de incerteza os agentes apresentam uma tendência para retenção de moeda em suas posses, de modo que os retornos dos demais ativos não compensará uma mudança de postura, e poderá deslocar a demanda em detrimento dos ativos de capital real de comprometimento definitivo, com aplicação de recursos irreversíveis no tempo. Para o agente econômico reter moeda, ele está incorrendo em custos de oportunidade por esta retenção, mas, o que determina isto é a taxa de juros que se espera ser oportuna a excelentes ganhos. A uma alta taxa de juros, o agente não procurará entesourar moeda, mas, sim, aplicá-la o mais rápido possível em títulos e ações. Entretanto, se a taxa de juros estiver baixa, esse agente preferirá a sua liquidez monetária, seu desejo em reter moeda é grande, talvez para investimentos diretos.

#### **I.1.4 Preferência pela Liquidez**

Para Bacic (2012), na teoria monetária elaborada por Keynes, diferente do que era difundido pela Teoria Quantitativa da Moeda, não existe a possibilidade de prever posições de equilíbrio, tanto no curto, quanto no longo prazo, sem se considerar o papel da moeda e da política monetária. Para Keynes a moeda não é apenas um meio de troca, mas também uma reserva de valor, por ter a qualidade de conduzir riqueza ao longo do tempo. Dessa forma, a moeda é mais do que um mero meio de troca. Para Keynes a moeda apresenta um papel duplo de meio de pagamento e forma de riqueza: “Seu retorno vem na forma de um prêmio de liquidez em vez de uma compensação pecuniária, já que possui o maior prêmio de liquidez entre os ativos” (Carvalho, 2007, p.46). Um dos grandes pontos da teoria Keynesiana é mostrar que, em uma economia monetária, a moeda torna-se um ativo.

Em Bacic (2012) tem-se que Keynes demonstra, em sua teoria, o fato de a moeda não ser um mero facilitador de trocas, pois ela afeta as decisões dos agentes. Caso o agente utilize parte da renda para reter “riqueza não reprodutível”, como moeda e outros ativos líquidos, pode acarretar em problemas na demanda efetiva da economia. Sendo assim, Keynes demonstra a não neutralidade da moeda e que a busca por moeda e ativos não reprodutíveis são formas de acumulação de riqueza perante à acumulação de bens de capital. Dessa maneira, é totalmente racional que em momentos de incerteza os agentes busquem reter moeda.

Para Keynes a preferência pela liquidez é um fator responsável pelos níveis da taxa de juros dentro de uma economia. De acordo com sua teoria a taxa de juros é um “prêmio” por abrir mão da riqueza em forma monetária, é a recompensa, por não entesourar “ (...) a taxa de juros é o que se ganha não por que se poupa, mas porque se aplica esta poupança em outros ativos que não a moeda” (CARVALHO, 2007, p.47).

De acordo com Bacic (2012), um ponto importante na teoria de Keynes é o fato de que, quanto maior for a demanda por moeda, isto é, quanto maior for a preferência pela liquidez, menor será a demanda pelos bens e serviços, menor será a demanda efetiva. Isso por sua vez acaba por acarretar uma queda no nível de emprego da economia. Como base nisso, surge um ideal de política econômica no modelo keynesiano. Em situações de crises caberia ao Estado diminuir as incertezas que rodam a economia, parte desse movimento poderia ser feito com políticas fiscais expansionistas, com a finalidade de aumentar a demanda efetiva resultando no crescimento do investimento produtivo.

Outro ponto de fundamental importância, para Bacic (2012), é que além de fomentar a economia, por meio de políticas fiscais expansionistas, cabe realizar uma política monetária de baixos juros. De acordo com Keynes antes de tomar uma decisão de investimento, o empresário realiza uma comparação entre a taxa de juros e a Eficiência Marginal do Capital (o que seria como a taxa de retorno sobre o capital investido). Quando a taxa de juros de títulos públicos é superior ao rendimento esperado com a aquisição de bens de capital, os detentores dos recursos monetários irão optar pela compra de títulos, sendo assim, não serão realizados investimentos produtivos. Um bem de capital apenas será adquirido quando o rendimento esperado deste bem for superior à taxa de juros, de forma que sua iliquidez seja compensada pela Eficácia Marginal do Capital.

Keynes demonstra que, em situações de grande incerteza, a política monetária por si só não é capaz de colocar a economia novamente nos “trilhos”. Baixar os juros em uma situação de incerteza poderá apenas acarretar em uma situação de armadilha da liquidez, isto é, de acordo com Sandroni (1987) tem-se que os agentes preferem manter seu dinheiro na forma mais líquida do que realizar a compra de títulos, pois acreditam que essa acarretará uma perda. Em consequência, a expansão monetária apenas provocaria o incremento dos saldos monetários ociosos”, não produzindo nenhum fomento econômico, devido à preferência dos agentes pela liquidez. Com um incremento na política fiscal, somadas a uma política monetária expansionista o

crescimento econômico seria retomado, pois tornaria a Eficiência Marginal do Capital mais atrativa perante os títulos públicos e a política fiscal expansionista aumentaria a demanda efetiva reduzindo o grau de incerteza dos agentes econômicos (BACIC, 2012).

De acordo com a teoria da preferência pela liquidez, de Keynes, a moeda é uma forma que passa segurança para os agentes para que consigam enfrentar o futuro, quanto este é incerto.

A taxa de juros é um fator responsável pelo nível de confiança em uma economia. De acordo com Keynes (1936, p. 137) a taxa de juros é um “prêmio” por abrir mão da riqueza em forma monetária, é a recompensa por não entesourar “a taxa de juros é o que se ganha não porque se poupa, mas porque se aplica esta poupança em outros ativos que não a moeda”.

Dentre os principais caminhos que a moeda pode percorrer dentro da economia tem-se: i) a aquisição de bens de consumo duráveis; ii) compra de bens de capital, ou investimentos e iii) reter moeda em posse, ou aplicação em títulos de renda fixa. No primeiro caso, a moeda não tem nenhum retorno monetário direto. Para o segundo caso, a moeda vai servir para implementar as atividades de bens e serviços, gerando mais produção, e mais emprego dentro da economia, neste caso, os ganhos vão depender dos preços dos bens no mercado. E, no terceiro caso, o aplicador vai conseguir ganhos, dependendo da taxa de juros do mercado; pois, imagina-se que a taxa de juros compensa a aplicação em títulos. Como já mostrado anteriormente, no sistema keynesiano, a taxa de juros é determinada pela combinação, ou interseção da demanda com a oferta de moeda, negando que a taxa de juros tenha sido determinada pela produtividade marginal do capital, como queriam os clássicos. Entre os determinantes dessa taxa de juros tem-se a procura especulativa e o estoque monetário disponível. Isto leva a crer que o estoque de confiança, quanto às mudanças na taxa de juros, que os ganhos prováveis de seu capital financeiro, dependem da expectativa quanto a futura taxa de juros de mercado.

Como apresentado, a quantidade de moeda na economia frente à busca pela moeda, determina a taxa de juros do mercado. Qualquer variação na quantidade de moeda, quer dizer que haverá uma mudança inversamente proporcional na taxa de juros, como exemplo, pode-se colocar que aumento na quantidade de moeda implica em uma redução na taxa de juros do mercado, tendo como hipótese que a moeda seja um bem normal, como considerou o próprio Keynes (1936). Dessa forma, o contrário

também acontece, pois, diminuição na quantidade de moeda, significa aumento na taxa de juros. Todavia, a demanda por motivos especulativos, é a que está mais intimamente ligada com a taxa de juros, devido ao fato de que a taxa de juros é um pagamento pela renúncia da liquidez presente em prol de ganhos, que justificam sua não retenção.

### **I.1.5 A Instabilidade em Keynes**

John Maynard Keynes revolucionou a teoria macroeconômica, propondo que o capitalismo é um sistema econômico instável, cujos desequilíbrios não poderiam ser resolvidos automaticamente pelos mecanismos do mercado. O comportamento individual dos agentes econômicos – produtores, consumidores e assalariados, não observava a harmonia preconizada pela operação da “mão invisível” de Adam Smith, pelo contrário, podia originar situações de crises provenientes de insuficiência de demanda efetiva. Em sua obra, Keynes (1936) aponta que, se a economia estiver sob elevado nível de desemprego involuntário e de insuficiência crônica de demanda efetiva, a ação governamental é necessária como mecanismo de retomada de uma nova etapa de crescimento, reaquecendo uma economia estagnada ou em recessão, negando, portanto, a eficácia de mecanismos auto reguladores do mercado, preconizados pela teoria neoclássica.

As flutuações do nível de investimento da economia causariam os movimentos cíclicos do capitalismo, possuindo um caráter instável explicado pelas incertezas e os riscos enfrentados pelos investidores capitalistas na tentativa de prever o comportamento futuro da economia, fatores que, por consequência, acarretavam instabilidade também no nível de emprego dos fatores produtivos dessa economia (Santos Silva, 2004).

De acordo com Lorenzo (2014), para Keynes, o consumo de indivíduos é mais ou menos estável ao longo do tempo, enquanto o investimento é o componente mais volátil da demanda agregada. Como o investimento depende da eficiência marginal do capital, a presença de ciclos e sua intensidade se devem a flutuações na eficiência marginal do capital. Segundo Keynes, a eficiência marginal do capital é altamente volátil, volatilidade que é transmitida ao investimento.

Para Lorenzo (2014), o fenômeno da crise - a mudança das forças ascendentes para as descendentes - tende a ocorrer repentina e violentamente. O início da crise se

deve a um colapso na eficiência marginal do capital que responde à psicologia imprevisível e desobediente do mundo dos negócios, o "espírito animal" (Lorenzo, 2014). Não é incomum que, após um longo período de investimentos excessivamente otimistas, o pessimismo paire sobre os investidores. Uma onda de pessimismo, associada a um excesso de demanda, produz reversão das expectativas e uma queda na eficiência marginal do capital. Para Lorenzo (2014), com um decréscimo de tal calibre na eficiência marginal do capital, o investimento entra em colapso e produz os efeitos já conhecidos sobre o emprego e a produção da economia, em virtude do multiplicador de investimento.

Concomitantemente, o início da crise estabelece na economia e em seus agentes um ambiente de pessimismo e incerteza que desencadeia dois eventos, que produzem um agravamento do mesmo. Por um lado, um aumento na preferência pela liquidez, que reduz a demanda por títulos e produz pressão de alta sobre as taxas de juros, reduzindo ainda mais os volumes de investimento. E, paralelamente, uma redução na propensão marginal a consumir causada pela diminuição do valor dos títulos de capital das famílias, acaba por deprimir o consumo e a demanda (Lorenzo, 2014).

Para Lorenzo (2014), tem-se que, dessa forma, uma vez que iniciada a crise, a eficiência marginal do capital pode ter sido reduzida pelas expectativas pessimistas em relação ao futuro, que nem mesmo uma política monetária forte de redução da taxa de juros poderia recuperar os níveis de investimento a patamares anteriores - e, com isso, emprego e a produção da economia, processo definido por Keynes (1936) como "armadilha da liquidez". Momento caracterizado pelos limitados resultados de mudanças na política monetária, dado o elevado grau de incerteza na economia e assim preferência dos agentes em reter moeda, independentemente do aumento dos retornos sobre outros ativos.

Nesse cenário, parece que a reversão da crise está baseada na recuperação da confiança, ainda em um ambiente onde isso é improvável. No entanto, Lorenzo (2014), mostra que Keynes estabelece uma série de relações que garantam a recuperação da eficiência marginal do capital. O primeiro fator seria a existência de um estoque abundante de capital, que juntamente às expectativas pessimistas na economia, acarretariam em uma eficiência marginal extraordinariamente baixa. Sabe-se que este estoque será progressivamente afetado pelo desgaste, depreciação e obsolescência; de modo que quando o estoque de capital for reduzido o suficiente, a

eficiência marginal do capital aumentará o suficiente para reativar o investimento. O segundo fator é a existência de estoques armazenados. A chegada da crise e a queda do investimento podem interromper os processos de produção planejados, com o conseqüente acúmulo de produtos inacabados. O custo de armazenamento desses produtos é alto, portanto, antes do início de novos processos de fabricação, com a conseqüente necessidade de aumento do emprego, serão utilizados os estoques. Para Lorenzo (2014), esses fatores garantem que a recuperação ocorra em algum momento do tempo. Do mesmo modo, Keynes afirma que a possibilidade, de que em algum momento no futuro haja outra onda de pessimismo capaz de gerar uma crise, é inescapável. Assim, para este autor, os ciclos são movimentos oscilatórios na situação da economia, produzidos por fatores psicológicos - " animal spiritis " - que não são controláveis.

Nesse contexto, Lorenzo (2014) indica que Keynes defende a necessidade de um governo ativo por meio da política fiscal e monetária que, embora não possa eliminar o movimento cíclico, pode ajudar a aliviá-lo. Para o autor, em períodos de recessão, uma política fiscal expansionista pode ajudar a compensar a queda na demanda agregada e manter os níveis de emprego. Da mesma forma, uma política monetária expansionista, como a diminuição das taxas de juros, poderia ajudar na mesma direção através de um estímulo ao investimento.

Entretanto, Lorenzo (2014) mostra que numa perspectiva crítica, a política monetária nem sempre é fácil de implementar. No início da crise, há um aumento nas taxas de juros devido ao aumento da preferência pela liquidez. Dada, as expectativas dos agentes, a eficiência marginal do capital é reduzida pelo pessimismo, de modo que diminuições na taxa de juros podem não surtir efeito. Porém, Lorenzo (2014) mostra que à medida que os níveis da eficiência marginal do capital se recuperam no rescaldo da crise, as reduções nas taxas de juros podem fazer sentido para revitalizar o investimento. No entanto, ressalta-se que as taxas de juros não podem ser reduzidas tanto quanto desejado, pois quando as taxas de juros são muito baixas, os aumentos na quantidade de moeda ficam retidos em posse dos agentes, pelo motivo especulação. Isto é, o agente espera que as taxas de juros subam, e se o dinheiro não for usado para investir em títulos, o preço do mesmo não aumentará, o que pode parar e até impedir a queda das taxas de juros. Isto é o que Hicks chamou, mais tarde, de "armadilha da liquidez".

No capítulo dedicado aos ciclos econômicos em sua Teoria Geral, Keynes sugere: ...“que o caráter essencial do ciclo econômico e, sobretudo, a regularidade de ocorrência e duração, que justificam a denominação ciclo, deve-se principalmente ao modo como flutua a eficiência marginal do capital”... e ....“o ciclo econômico deve, de preferência, ser considerado como o resultado de uma variação cíclica na eficiência marginal do capital, embora complicado e freqüentemente agravado por modificações que acompanham outras variáveis importantes do sistema econômico no curto prazo” (Keynes,1982, p.293). Dessa forma, pode-se apontar que em Keynes, a eficiência marginal do capital dependia da relação entre o preço de oferta de um ativo de capital e a sua renda esperada.

Em resumo, é importante destacar, como fez Lima (2005), que Keynes tratava o fenômeno da crise como uma característica do ciclo econômico, onde a substituição de uma fase ascendente por outra descendente, geralmente ocorria de modo repentino e violento (crise), ao passo que, a transição de uma fase descendente para uma ascendente não se dava de forma abrupta, mas sim gradualmente. O investimento real era considerado autônomo e as flutuações nas decisões de formação de capital eram a origem dos ciclos econômicos. Isso implica que existem mudanças autônomas nas proporções da vontade do público em alocar sua riqueza entre os diferentes ativos disponíveis. Assim, durante as expansões de investimento, o capital se tornava mais atrativo em relação a títulos e moeda; ao passo que, durante as contrações do investimento ocorria o inverso. Em suma, Lima (2005) destaca que, para Keynes, a chave para a compreensão dos movimentos cíclicos estava nas flutuações do nível de investimento. De acordo com ele, investimento significava aquisição de equipamentos do setor produtor de bens de capital, ampliação da capacidade produtiva e, finalmente, expansão da produção corrente de bens de capital. Não significava, por outro lado, aquisição de bens físicos ou financeiros pré-existentes e não-reproduzíveis pelo sistema econômico, como a terra.

## **Capítulo 2 – A Interpretação Pós-keynesiana: A abordagem de Minsky**

A economia Pós-keynesiana é uma corrente do pensamento econômico decorrente dos trabalhos de economistas como John Maynard Keynes (1883-1946), Michal Kalecki (1899-1970), Roy Harrod (1900-1978), Joan Robinson (1903- 1983), Nicholas Kaldor (1908-1986), Paul Davidson (1930-Presente) e Hyman Minsky (1919-1996), entre outros. A corrente pode ser entendida a partir da visão de que o

princípio da demanda efetiva, desenvolvido por J. M. Keynes na Teoria Geral (1936) e M. Kalecki (1933), é válido tanto no curto como no longo prazo. Isto é, que a atividade econômica em uma economia monetária capitalista é impulsionada pela demanda e que não existem mecanismos embutidos que garantam o pleno emprego e a plena utilização das capacidades produtivas..

Para Aboobaker et al. (2016) os Pós-keynesianos estão unidos em sua rejeição às interpretações da economia neoclássica para a análise de uma economia monetária capitalista. Eles também são unânimes em seu esforço para construir uma teoria econômica alternativa que seja mais adequada para analisar as características inerentes das economias capitalistas modernas, tais como desemprego, crises (financeiras), ciclos econômicos, depressões, mudanças tecnológicas e desenvolvimento desigual.

No nível microeconômico, os pós-keynesianos enfatizam que o futuro é fundamentalmente incerto. A partir de Aboobaker et al. (2016), segue-se que os indivíduos não podem agir de maneira perfeitamente racional, como entendido pelos economistas do mainstream. Assim, preferem tomar decisões com base em regras práticas, pois podem lidar melhor com informações incompletas e complexas. Aboobaker et al. (2016) indicam que para a corrente, as regras práticas também são muito influenciadas pelas convenções e normas sociais, o que pode levar à estabilidade (por exemplo, contratos salariais nominais estabilizando o nível de preços), bem como à instabilidade (por exemplo, devido ao comportamento de manada nos mercados financeiros).

A Economia Pós-Keynesiana estuda uma ampla gama de campos econômicos que vão desde a macroeconomia de curto prazo (desemprego, produção econômica e inflação), macroeconomia de longo prazo (crescimento e distribuição), economia monetária, finanças e sistema monetário internacional até abordagens microeconômicas à teoria da firma, teoria do consumo, teoria da taxa de câmbio e financeirização. Para Aboobaker et al. (2016) a corrente pós-keynesiana fornece um rico conjunto de propostas de políticas que diferem consideravelmente das receitas padrão oferecidas pela economia tradicional.

Segundo Setterfield (2002), Dutt (2010) e Hein (2014), entre outros, o desenvolvimento da teoria de crescimento econômico Pós-keynesiana começou no século XX, após a publicação da Teoria Geral, com as contribuições de Domar (1970) e Harrod (1970). No entanto, crescimento e distribuição não são assuntos centrais em

Keynes (1936).

Para Hein (2014), o desenvolvimento da teoria Pós-keynesiana começa na medida em que se leva em conta os efeitos do investimento sobre a capacidade produtiva. Desde suas primeiras contribuições, as teorias Pós-keynesianas de crescimento e distribuição têm por objetivo analisar o curto prazo, no qual o efeito do investimento sobre a capacidade produtiva é insignificante, e o longo prazo, onde este efeito passa a ser significativo, do ponto de vista da demanda efetiva. Isto significa levar em conta o caráter dual do investimento, que é tanto um componente da demanda agregada quanto um fator que determina o crescimento da capacidade produtiva e, portanto, a variação do grau de utilização da mesma.

Pasinetti (1962), Lavoie (1995) e Hein (2014) destacam que, a partir destas ideias, diversos modelos de crescimento passam a ser desenvolvidos em Cambridge formando o que se pode denotar de uma primeira geração de teorias pós-Keynesianas de crescimento e distribuição. Segundo Pasinetti (1962), um aspecto importante dessas teorias macroeconômicas era tentar estabelecer uma relação que conectasse a taxa de lucro e, portanto, a distribuição de renda, à taxa de crescimento econômico, através das propensões a poupar da economia. Relação essa que ficou conhecida como a equação de Cambridge.

## **II.1 Pressupostos Teóricos dos Modelos Analíticos Pós-Keynesianos**

### **II.1.1 Concepção de Economia**

Para Ferrari Filho (1998), do final da II Guerra Mundial ao início dos anos 70 os macroeconomistas aceitaram a idéia central de Keynes de que o *laissez-faire* conduzia a economia para uma condição de equilíbrio com desemprego involuntário. Em outras palavras, havia um consenso na teoria macroeconômica em torno da teoria keynesiana. Nesse particular, uma ação institucional reguladora era necessária para dinamizar os níveis de demanda agregada e emprego. Nas palavras de Keynes (1964, p.378), essa ação institucional reguladora está relacionada a uma “comprehensive socialisation of investment ...[that is] the only means of securing an approximation to full employment”.

Como se sabe, a teoria pós-keynesiana procura resgatar e reinterpretar a teoria econômica desenvolvida por Keynes, que, em última instância, consiste, por um lado, em negar o sistema econômico de mercados auto-reguladores e auto-equilibrantes

preconizado pela teoria economia clássica e, por outro, em apresentar mecanismos econômicos institucionais que evitem as flutuações cíclicas de produto e emprego (FERRARI FILHO, 1998).

Dessa forma, a teoria pós-keynesiana procura recuperar uma idéia central de Keynes, qual seja: crises de desemprego estão relacionadas às decisões dos agentes econômicos em manter riqueza em sua forma líquida (moeda) (Ferrari Filho, 1998).

Tendo como referência a concepção de teoria monetária da produção de Keynes, as críticas pós-keynesianas aos modelos novos-clássicos e novos-keynesianos estão centradas, basicamente, em quatro pontos: (i) neutralidade monetária; (ii) natureza das expectativas; (iii) noção de equilíbrio; e (iii) rigidez de preços e salários (Ferrari Filho, 1998).

Para Ferrari Filho (1998, essa questão, por sua vez, conforme Davidson (1994, p.17-18), é desenvolvida em um contexto no qual o *real world* tem as seguintes características: (i) moeda importa tanto no curto quanto no longo prazo; (ii) o futuro é incerto; (iii) os contratos são denominados em termos monetários; (iv) moeda tem duas propriedades essenciais que a diferenciam dos demais ativos; e (v) desemprego é uma consequência natural em economias monetárias.

Para Aboobaker et al. (2016), os pós-keynesianos concebem as economias capitalistas como sistemas altamente produtivos, mas instáveis e conflitantes. A atividade econômica é determinada pela demanda efetiva, que normalmente, é insuficiente para gerar pleno emprego e plena utilização da capacidade. Flutuações na demanda efetiva são, principalmente, atribuídas a variações no patamar de investimentos, que por sua vez, são fortemente afetados pelas expectativas, sendo as expectativas dos agentes econômicos influenciadas pelas convenções sociais e regras práticas, devido à incerteza sobre o futuro. Em tempos de expectativas otimistas, a demanda de investimento pode ser flutuante e iniciar uma fase de forte crescimento do crédito, acumulação de capital e geração de renda. A renda gerada pela produção de novos bens de investimento estimula a demanda de consumo. Se tudo correr bem, as expectativas dos agentes são validadas à medida que as obrigações de pagamento são cumpridas e a economia prospera. Os Pós-keynesianos supõe, assim, que existe um potencial equilíbrio econômico que é determinado por fatores monetários e reais. No entanto, mudanças repentinas nas expectativas podem tirar a economia do equilíbrio. Fortes fases de expansão devido a expectativas otimistas podem ser seguidas por drásticas desacelerações, que são frequentemente induzidas por

expectativas pessimistas, conflito distributivo ou fragilidade financeira. Isso deprime as despesas de investimento e consumo e invalida as expectativas de renda, induzindo um período de inadimplência e crise econômica. Essas fases de expansão e contração são consideradas características sistêmicas das economias monetária de produção que só podem ser mitigadas por certas instituições e políticas econômicas que ajudem a sustentar as expectativas e atividades econômicas e, assim, reduzir a incerteza sobre o futuro.

Como mostrado por Aboobaker et al. (2016) o mercado de trabalho determina os salários nominais e, portanto, os custos unitários de trabalho nominais. Estes, por sua vez, têm uma forte influência no nível geral de preços e, portanto, na inflação, bem como na distribuição de renda. Em contraposição à economia ortodoxa, para os Pós-keynesianos, o nível de preços não é determinado pelo nível da oferta de moeda e nem a taxa de inflação é determinada pela taxa de crescimento da oferta monetária. Portanto, os Pós-keynesianos não consideram a inflação como um fenômeno monetário. Em vez disso, a inflação é considerada o resultado de um conflito distributivo, dado que este é causado por reivindicações conflitantes sobre a distribuição de renda entre as principais classes sociais, como assalariados em diferentes indústrias ou setores, empresários e rentistas e o setor externo em economia aberta. Para Aboobaker et al. (2016) embora a inflação seja, portanto, um resultado usual do processo de negociação salarial mesmo em tempos “normais”, ela pode ser acelerada por aumentos repentinos nos custos de insumos.

Aboobaker et al. (2016) cita que a busca pelo lucro faz do capitalismo um sistema dinâmico que geralmente cresce com o tempo devido a investimentos e mudanças técnicas. No entanto, a dinâmica do crescimento é considerada fortemente influenciada pelo desempenho econômico de curto prazo, impulsionado principalmente pela demanda agregada. A economia está se desenvolvendo no tempo histórico, o que significa que o passado tem um efeito persistente sobre o futuro. Os efeitos de curto prazo, portanto, influenciam fortemente o desenvolvimento econômico de longo prazo.

Para Oreiro (2011) as economias de mercado são, inerentemente, instáveis, ou seja, não existem mecanismos de mercado capazes de fazer com que essas economias apresentem uma trajetória de crescimento caracterizada pela estabilidade do grau de utilização da capacidade produtiva e do nível de emprego; além disso, essa instabilidade é endógena, no sentido de ser o resultado da própria estrutura das

economias de mercado, sendo, assim, independente da ocorrência e “choques exógenos” sobre as mesmas. Dessa forma, a instabilidade resulta de uma interação complexa entre fatores reais — como, por exemplo, a relação não linear entre distribuição de renda e grau de utilização da capacidade produtiva — e financeiros — como, por exemplo, a relação entre o grau de endividamento das empresas e a taxa de juros dos empréstimos bancários.

## **II.2 A Instabilidade Financeira na Teoria de Minsky**

Existem diferentes áreas de discussões e análises nas quais a pesquisa Pós-keynesiana se concentrou. O foco que é colocado em diferentes problemas e áreas de pesquisa é fortemente influenciado pelo desenvolvimento de economias e sociedades, pelo avanço da educação, da ciência e tecnologia, desenvolvimento das instituições e, claro, por eventos históricos.

Para Aboobaker et al. (2016), com o evento histórico da Crise Financeira Global, o interesse pela Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) de Hyman Minsky foi renovado, na tentativa de melhor entender a complexa conexão entre a economia real e o setor financeiro, e a tendência às crises; ponto abordado neste capítulo. A HIF de Minsky diz que durante os bons tempos da economia, as empresas que atuam em áreas lucrativas da economia são consideravelmente recompensadas por elevarem seu nível de endividamento. Os lucros crescentes atraem outros empreendedores para os negócios e os estimulam a também aumentar seu nível de endividamento. Com a economia indo bem, a saúde financeira dos tomadores de empréstimo mostra melhorias nítidas, isso torna os emprestadores cada vez mais ávidos para emprestar. Como o passar do tempo, o ritmo de acumulação da dívida começa a aumentar muito mais rapidamente do que a capacidade de os tomadores de empréstimo amortizarem os juros da dívida. É nesse estágio que os mecanismos da recessão econômica entram em funcionamento. Minsky faz uma distinção entre três tipos de taxonomia de tomadores de empréstimos. O primeiro tipo ele rotula como *hedge*, que são aqueles capazes de amortizar todas as parcelas de suas dívidas por meio de seu fluxo de caixa. O segundo tipo são as posturas especulativas, que são aqueles que conseguem pagar os juros, mas que precisam rolar constantemente sua dívida para conseguir quitar o empréstimo original. Finalmente, o terceiro grupo de é rotulado por Minsky como *Ponzi*; esses não são capazes de pagar nem os juros e nem o principal. Tais devedores dependem da apreciação do valor de seus ativos para

poderem refinar suas dívidas. Assim, de acordo com Minsky, a estrutura financeira de uma economia capitalista vai se tornando cada vez mais frágil durante o período de prosperidade. Ou seja, quanto maior o período de prosperidade, mais frágil torna-se o sistema.

De acordo com Aboobaker et al. (2016), houve um forte aumento na diversidade de métodos de modelagem usados por economistas da Escola Pós-Keynesiana. Por exemplo, a Crise Financeira reafirmou a insistência pós-keynesiana no importante papel do dinheiro e financiamento para a atividade econômica. Estão sendo desenvolvidos “*stock-flow consistent (SFC) models*” de larga escala que descrevem toda uma economia nacional, enquanto os modelos de economia aberta de múltiplos países analisam o comércio internacional e as finanças. Outro campo de avanço é a modelagem baseada em agentes, para entender como as interações complexas no nível microeconômico podem afetar os resultados macroeconômicos. Isso ainda está em estágios iniciais, pois os pós-keynesianos só recentemente começaram a trabalhar com esses modelos. Outros autores enfocam questões como desequilíbrios, instabilidade e como a economia passa de um equilíbrio para outro através do tempo. Esta área de pesquisa emprega modelos cada vez mais complexos, com dinâmicas não lineares, que frequentemente requerem técnicas computacionais para simular numericamente diferentes soluções possíveis para o modelo. Esses modelos dão uma visão dos processos de ajuste às vezes caóticos que acontecem no mundo real e, portanto, têm um sabor muito diferente dos modelos de equilíbrio geral tradicionais, tranquilos e harmoniosos.

Marcato (2014) destaca que as variáveis financeiras desempenham um papel fundamental na análise da dinâmica macroeconômica sob a perspectiva keynesiana recente. Segundo Fazzari et. al. (2000) um dos aspectos que define a macroeconomia keynesiana clássica, a partir de Keynes, é que mudanças na demanda agregada causam flutuações no produto e no emprego. Tais flutuações normalmente tomam a forma de ciclos econômicos, ou seja, a trajetória do produto apresenta estágios bem definidos de recessão e crescimento. Segundo os autores, pouco é o esforço de pesquisa visto, dentro da perspectiva keynesiana, que se volta para entender o que gera um processo cíclico. Nesse sentido, o trabalho de Hyman P. Minsky é uma exceção.

Minsky emergiu como uma autoridade Pós-keynesiana na crise financeira e é distinguido atualmente pela advertência contra a desregulamentação do setor

financeiro e a expansão da dívida em toda a economia americana. Bahry e Gabriel (2010) apontam que a obra de Hyman P. Minsky é considerada para diversos autores, como Daziel (1999) e Dymski (2004), uma das maiores contribuições em teoria monetária e financeira do século passado. A importância e robustez da teoria desse autor derivam, em grande medida, da adaptabilidade da hipótese da instabilidade financeira das economias de mercado às mudanças do marco regulatório e institucional pelo qual passa o modo de produção capitalista. Nesse sentido, a contribuição de Minsky e demais pesquisadores dessa abordagem histórico-institucional, alicerçada em suas perspectivas fundamentais, fornece singular método de análise da dinâmica do sistema capitalista, na medida em que incorpora em seu tratamento: (a) a fragilidade financeira/instabilidade financeira no contexto das economias fechadas e abertas; (b) a mudança do marco histórico e institucional do sistema financeiro das economias; (c) a questão — apesar de inconclusa — do tipo de trajetória dinâmica concernente à modelagem da instabilidade financeira das economias contemporâneas.

## **II.2.1 As perspectivas fundamentais – Elementos invariantes**

A partir da Teoria Geral de John Maynard Keynes (1975a), Lourenço (2006) indica que Minsky elenca os elementos que considera basilares em Keynes, e que também podem ser considerados como conceitos essenciais à sua própria obra: 1) tempo e incerteza; 2) desequilíbrio; e 3) a perspectiva cíclica e o investimento.

### **II.2.1.1 Tempo e Incerteza**

Para Minsky, o tempo econômico não é reversível, e isto gera impactos extremamente importantes na sua forma de teorização:

Uma teoria econômica que seja relevante para uma economia capitalista não pode se evadir dos temas envolvidos no tempo histórico unidirecional assumindo recontração ou a existência de sistemas universais de contratos futuros ou contingentes (Minsky, 1980b, p. 81).

A modelagem de uma economia na qual o tempo é unidirecional – na qual o passado e as visões acerca do futuro afetam o presente e os resultados do presente estabelecem os parâmetros dentro dos quais o futuro ocorre – não pode ser feita sem tomar em conta explicitamente estas relações intertemporais (Minsky, 1982b, p. 378).

De acordo com Lourenço (2006), neste contexto, torna-se impossível descrever adequadamente o futuro como uma extrapolação estatística do passado, e, portanto, utilizar o cálculo probabilístico como critério objetivo para prever o cenário futuro na tomada de decisão no presente. A partir disso, para Lourenço (2006), deriva-se a célebre posição de Keynes: nessas circunstâncias, as decisões são guiadas por uma “teoria prática do futuro” a qual, reconhecendo a inexistência ou insuficiência de base confiável para o cálculo probabilístico, propõe a adoção de uma variedade de técnicas para respaldá-las.

Lourenço (2006) chama a atenção para a existência de um elemento adicional na descrição minskyana: um grau (subjetivo) de crença nas probabilidades estabelecidas, variável e, via de regra, diferente de um, caracterizando a presença de risco não probabilístico. A compatibilização de ambos os aspectos torna-se possível mediante a adoção de um “esquema de decisão dual”:

Ainda que Keynes fosse céptico a respeito da validade do cálculo benthamita quando aplicado a rendas, a hipótese da utilidade esperada é um artifício útil de exposição para as idéias keynesianas, se aceitarmos que (1) as probabilidades adotadas para as várias alternativas são subjetivas e, portanto, sujeitas a mudanças bruscas se eventos disparadores apropriados ocorrerem; e (2) a curvatura das transformações entre renda ou fluxo de caixa e utilidade – a aversão ou propensão ao risco dos vários atores – for ela mesma uma relação endogenamente determinada e que irá passar por mudanças bruscas ou moderadas dependendo do que acontecer (Minsky, 1972b, p. 209).

Conceitualmente, o processo de estabelecer um valor para um ativo particular de longo prazo ou uma coleção de ativos pode ser separado em dois estágios. No primeiro, assume-se que as crenças subjetivas sobre a probabilidade de estados alternativos da economia em períodos de tempo sucessivos são mantidas com confiança. Um segundo estágio avalia o grau de ‘crença’ nas probabilidades estabelecidas associadas às várias alternativas (Minsky, 1972a, p. 129).

Nesse sentido, a interpretação de Minsky é aceita, portanto, apenas como uma descrição adequada das condições econômicas prevalecentes em um mundo idealizado, no qual a estabilidade justificaria a manutenção de plena confiança nas crenças a respeito da ocorrência dos vários estados alternativos da natureza. Nas condições prevalecentes no mundo real, contudo, em que a estabilidade exigida não se verifica, a variabilidade endógena do grau de confiança – o segundo estágio do processo de formação de expectativas – diferencia a interpretação minskyana da teoria da utilidade esperada. Minsky (1975a, p. 65) propõe que a possibilidade de que algum

esquema alternativo “mais manuseável” – distribuições variáveis de probabilidades subjetivas associadas com funções de preferências mutáveis com relação à incerteza, por exemplo – possa ser de maior proveito didático (Lourenço, 2006).

### **II.2.1.2 Desequilíbrio**

O objetivo desse estudo é recuperar diretamente a forma pela qual o conceito de desequilíbrio aparece nos trabalhos de Minsky, e as importantes conseqüências que o emprego desse conceito acarreta para sua compreensão do funcionamento do sistema econômico.

Para Lourenço (2006), a perspectiva de desequilíbrio presente na Hipótese de Instabilidade Financeira se expressa em dois níveis. Numa primeira aproximação, não se nega a possibilidade de que a economia venha eventualmente a convergir para um equilíbrio. Todavia, o equilíbrio em questão é bastante específico. Em primeiro lugar, porque adota-se explicitamente a idéia keynesiana de que ele pode, em princípio, se estabelecer em qualquer nível de produção e emprego, e não apenas no de pleno emprego. Portanto, Lourenço (2006) mostra que, assim como em Keynes, o conceito de equilíbrio relevante é o do chamado “equilíbrio dinâmico”. De acordo com esse conceito, um sistema está em equilíbrio “sempre que não for caracterizado por um processo dinâmico endógeno”.

Adicionalmente, para Lourenço (2006), o reforço a tendência ao desequilíbrio sistêmico advém da interpretação de Joan Robinson, na qual o equilíbrio não é independente da própria trajetória que a ele conduz, de modo que “o próprio ato de mover-se ao longo de certa trajetória tende a mover o próprio equilíbrio”. Nas palavras do próprio autor:

... à medida que a economia se move em direção a um conjunto de variáveis do sistema, ocorrem mudanças determinadas endogenamente que afetam o conjunto de variáveis do sistema na direção das quais a economia tende. A analogia [mais apropriada] é com um alvo móvel, o qual nunca é atingido a não ser por um fugidio instante, se é que é atingido (Minsky, 1975a, p. 61).

Como dito anteriormente a formação de expectativas em Minsky obedece a um processo de dois estágios, sendo o segundo regido pelo comportamento do grau de confiança. Para Lourenço (2006), este mediria a crença subjetiva nas probabilidades atribuídas pelo agente econômico no primeiro estágio aos diversos estados da natureza que ele julga de realização possível, dentro de um certo horizonte de

planejamento. O grau de confiança, porém, muda não de forma aleatória ou imprevisível, mas consistentemente em resposta aos eventos; além disso, ele também muda em função do acúmulo de evidências em favor do acerto ou erro verificado na atribuição de probabilidades aos estados da natureza. Nessas condições, se ainda que por mero acaso um equilíbrio vier a ser estabelecido e sustentado por um certo período, entrarão em ação forças endógenas que promoverão o desequilíbrio. A mera sustentação do equilíbrio afetará o grau de confiança dos agentes em suas previsões, o que acabará retroalimentando a formação de expectativas e, por essa via, deslocando o equilíbrio para alhures.

Para Lourenço (2006), essa onipresença do desequilíbrio gera conseqüências fundamentais para a visão minskyana acerca do funcionamento do sistema econômico. De fato, para o próprio Minsky (1986, p. 114), talvez a noção de desequilíbrio e a forma como ele é gerado constituam a diferença fundamental da HIF com relação a outras interpretações acerca do funcionamento do sistema econômico, no geral, e do financeiro, em particular.

Para Lourenço (2006), tal noção justifica o aforismo segundo o qual o sistema capitalista é inerentemente instável. A estabilidade não apenas é uma meta inatingível, como ainda, sempre que algo similar a ela for atingido, entrarão em cena processos desestabilizadores. Assim, “a estabilidade é desestabilizadora, e carrega as sementes da própria destruição” (Minsky, p.61, 1975a).

Para Lourenço (2006), instabilidade inerente atribuída ao capitalismo significa, na leitura minskyana, que esse sistema econômico é endogenamente incoerente, isto é, não possui mecanismos endógenos capazes de estabilizar a economia nos níveis de plena ocupação dos fatores de produção disponíveis. Por conseqüência, ele é inerentemente falho. Obtêm-se resultados “anti-smithianos”: são comuns situações em que a busca descentralizada de interesses próprios transforma resultados inicialmente desfavoráveis em resultados ainda piores. Por conseqüência, a metáfora da mão invisível que conduz a um resultado benigno não é adequada para uma economia capitalista moderna: a mão invisível dos mercados pode muito bem levar a resultados malignos (Minsky, 1994, p. 23).

Tais resultados não constituem novidade sob o prisma keynesiano. Vale ressaltar, contudo, que, tal como na Teoria Geral, para Minsky tais resultados não derivam das imperfeições dos mercados na forma de rigidez, assimetria de informação ou outros impeditivos friccionais ao ótimo paretiano; encontram-se,

porém, entranhados na própria natureza necessariamente especulativa da tomada de decisões sob incerteza forte. A própria flexibilidade dos níveis de preços e salários nominais pode, neste caso, ser contraproducente, ao reforçar o caráter cumulativo do desequilíbrio (LOURENÇO, 2006)

Na direção contrária às prescrições comuns de *laisser-faire*, portanto, os resultados obtidos implicam a necessidade de aplicação de políticas e construção de instituições econômicas capazes de obstaculizar o comportamento incoerente e refrear as tendências cíclicas que resultariam da livre operação das forças de mercado. Todavia, é importante sublinhar que, embora a busca de níveis satisfatórios de emprego continue a ser um objetivo essencial da política econômica nesse autor, o equilíbrio permanente a pleno emprego com preços estáveis não é considerado um objetivo alcançável pela manipulação trivial das políticas monetária e fiscal. A posição de pleno emprego é um *locus* de equilíbrio ordinário, padecendo das mesmas dificuldades de estabilização dos outros *loci*. A mera sustentação do pleno emprego por um certo período de tempo, ainda que possível, agiria sobre as expectativas de forma a produzir um excesso de demanda cumulativo e pressões inflacionárias (LOURENÇO, 2006).

Ademais, a visão de desequilíbrio lança por terra as possibilidades de sintonia fina do sistema econômico (Minsky, 1986, p. 140). Lourenço (2006) mostra que a mera utilização de instrumentos fiscais e monetários, por mais bem urdida que seja, é incapaz de, por si só, gerenciar a economia de forma a obter resultados satisfatórios. As próprias instituições encarregadas da execução dessas políticas precisam evoluir para lidar melhor com a adaptação dos agentes às mudanças, a qual tende a reduzir a eficácia dessas políticas.

Por fim, para Lourenço (2006), a visão de desequilíbrio acarreta ainda a inexistência de soluções definitivas para as falhas da economia capitalista. Uma vez que a instabilidade não pode ser completamente erradicada, todo sucesso alcançado por um programa de reformas será temporário. O surgimento de inovações, especialmente financeiras, assegurará que, cedo ou tarde, a instabilidade acabe por reaparecer em novas roupagens. “A economia do desequilíbrio é a economia do desequilíbrio permanente” (Minsky, 1975a, p. 68).

### **II.2.1.3 Investimento e a perspectiva cíclica**

Embora recusasse a visão do consumo como um “amplificador passivo” do

investimento, admitisse a importância dos desenvolvimentos financeiros e seus impactos no consumo familiar, e até mesmo seu papel ativo na amplificação da volatilidade dos níveis de renda (devido, por exemplo, ao efeito das variações dos preços das ações sobre o consumo dos acionistas), em nenhum momento se coloca a questão da queda do consumo como disparador da volatilidade: preços e dividendos das ações, nível de emprego e disponibilidade de crédito ao consumidor não constituem variáveis explicativas da eclosão das crises. Parece, portanto, que Minsky manteve a visão keynesiana da variabilidade do investimento como *causa causans* da variabilidade da renda e emprego agregados; o investimento é o elemento-chave para a explicação da dinâmica capitalista (LOURENÇO, 2006).

Para Lourenço (2006), um aspecto importante da teorização minskyana a respeito do ritmo de investimento se refere ao fato de, como visto, negar-se valor a estados ou trajetórias de equilíbrio/crescimento equilibrado: a presença da incerteza forte torna o conceito de equilíbrio *per se* pouco relevante. Resulta daí a percepção da economia como permanentemente sujeita à flutuação endógena, a qual deve-se à volatilidade do investimento e esta, por sua vez, à efemeridade do estado de expectativas de longo prazo.

Lourenço (2006) aponta que em meados da década de 1970, essas flutuações eram tratadas por Minsky (1975a) como ciclos. A economia capitalista era então considerada “intratavelmente cíclica” – isto é, como uma economia

... que não pode, pelos seus próprios processos [endógenos] sustentar o pleno emprego, e cada um de uma sucessão de estados cíclicos é transitório no sentido de que as relações são construídas de modo a transformar a forma pela qual a economia se comportará (Minsky, 1975a, p. 57).

Uma leitura mais proveitosa do conceito de ciclo em Minsky deve explorá-lo como uma sucessão de estados transitórios – *boom*, crise, deflação, estagnação, expansão, recuperação –, cada um dos quais caracterizado pelo formato e a posição das várias funções do modelo. A ênfase se coloca então na transição, sucessão e recorrência desses estados, e não na sua regularidade temporal e/ou simetria, até porque propõe-se explicitamente a assimetria: a fase de recuperação tende a ser caracteristicamente mais lenta do que a de irrupção da crise (LOURENÇO, 2006).

Para Lourenço (2006), o essencial, porém, qualquer que seja a forma específica de interpretação atribuída à dinâmica cíclica do capitalismo, é que esta depende essencialmente do comportamento do investimento. Este constitui, nos

dizeres de Minsky, um “processo consumidor de tempo”. Como o tempo real é unidirecional e irreversível, a decisão de investir é crucial no sentido de Shackle (1952, p. 25). É na determinação dessa variável estratégica, portanto, que se assenta o alicerce da HIF.

### **II.3 Hipótese da Instabilidade Financeira**

Hyman Minsky propôs sua HIF em Minsky (1975, 1986), com base na teoria da deflação da dívida de Fisher (1933), nas teorias do crédito e do sistema bancário de Schumpeter (1939) e na teoria macroeconômica de Keynes (1936). A Hipótese faz um resumo dos principais argumentos de Minsky que justificam sua descrição de como funcionam e porque são normalmente instáveis os mercados financeiros de economias capitalistas modernas.

Para Conceição (2009), de todas as teorias que compõe o ideário ortodoxo, talvez a mais contestada pela crise financeira recente seja a hipótese dos mercados financeiros eficientes. Apresentada de forma bem simplista, a teoria prevê que, em razão da possibilidade de participantes de mercados financeiros incorporarem em suas decisões todas as informações relevantes para a avaliação correta dos valores de ativos financeiros, os preços de ativos transacionados em mercados financeiros tendem a refletir objetivamente e de forma eficiente as variáveis que de fato determinam os rendimentos gerados por estes ativos. Isto é, ativos financeiros transacionados em mercados suficientemente sofisticados são precificados “corretamente”. Na ausência de transformações estruturais que alterem os fatores objetivos determinantes da rentabilidade de um ativo, flutuações nos preços de ativos financeiros deveriam ser raras e pouco significativas.

A Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky pode ser considerada a antítese da hipótese dos mercados eficientes. Profundo estudioso de Keynes, Minsky compreendeu que em uma economia monetária em que a atividade econômica é organizada em função da busca por ganhos nominais é impossível identificar elementos puramente objetivos que determinem a remuneração futura gerada por um ativo financeiro. Uma contribuição fundamental de Keynes em sua Teoria Geral, apontada por Minsky, teria sido a teoria de preferência de liquidez como uma teoria de precificação de ativos apresentada no Capítulo 17. Conceição (2009) diz que mesmo que a versão de Minsky para a equação keynesiana do valor de um ativo as taxas de retorno tenham sido convertidas em valores nominais, os elementos

componentes do valor de ativos foram mantidos os mesmos: o retorno esperado, custo de carregamento, o prêmio de liquidez e o ganho de arbitragem. Assim, para Conceição (2009) as opiniões de participantes de mercados financeiros são o principal determinante do valor presente de instrumentos financeiros e porque estas opiniões são ao mesmo tempo guiadas pelos comportamentos destes mesmos preços, mercados financeiros tendem a ser dominados por feedbacks positivos que invalidam de forma decisiva a hipótese de mercados financeiros bem comportados. Os preços de ativos financeiros e o mercado financeiro como um todo são tão voláteis quanto as opiniões dos participantes destes mercados.

Diante de suas diversas contribuições, um elemento central de seu legado é a Hipótese de Instabilidade Financeira (HIF), que ao longo do tempo sofreu significativa variação e tem como principais proposições, a partir de Marcato (2014), segundo o próprio Minsky (1994): 1) Uma economia capitalista que opere sem restrições e que possua um sistema financeiro sofisticado, complexo e em contínua evolução – a economia de “Wall Street”- alterna períodos de estabilidade e períodos de turbulência (mesmo que a situação inicial seja de estabilidade); 2) Tais comportamentos econômicos são endógenos às economias capitalistas; 3) A turbulência pode assumir a forma de bolhas especulativas, inflações interativas ou profundas deflações de débitos inter-relacionadas; 4) Tais formas apresentam-se com movimento próprio e serão findadas por uma série de restrições – sejam realizadas por instituições ou práticas, por intervenções políticas que afetem a estrutura institucional ou por propriedades de auto-organização dos mercados, de tal forma que se conduz à estabilidade; 5) Provavelmente, o período que se segue é marcado por baixos níveis de atividade econômica; 6) A expansão toma forma novamente, dada a busca por interesses próprios dos agentes econômicos, levando à especulação e à baixa inflação.

Na concepção de Minsky (1994), a instabilidade seria inerente ao sistema capitalista, não estando relacionada apenas a choques externos ou a possíveis políticas conduzidas erroneamente. Sendo assim há uma tendência à ampliação da incerteza, cabendo à política econômica o papel de redirecionar a instabilidade à estabilidade. Marcato (2014) indica que os principais aspectos da HIF se fundamentam tanto sobre aspectos empíricos, quanto teóricos. Dessa forma, empiricamente, na economia capitalista observa-se a ocorrência de períodos de inflação e deflação de ativos e débitos, que podem ter seus efeitos ampliados, dada a reação da economia.

No campo teórico, Marcato (2014) propõe que a análise se dá a partir construção do caminho permeando a passagem de um período econômico robusto para outro de completa fragilidade, partindo-se de período substancial de ausência de dificuldades financeiras sérias. Esse período, por sua vez, conduz à formação de uma economia eufórica, na qual o aumento do financiamento de curto prazo de posições de longo prazo torna-se uma ação rotineira. Ou seja, as estruturas de ativos desejadas pelas unidades econômicas que atuam como intermediários financeiros alteram-se, dada a euforia econômica. Para Minsky (1986), esses momentos de euforia constituem uma parte do processo endógeno multifacetado. Para Marcato (2014), nesse sentido, não se pode dissociar o passado do presente ou do futuro, pois essas esferas estão interligadas não apenas pelas características dos bens de capital e da força de trabalho, mas também pelas relações financeiras.

Segundo Minsky (1986), uma das raízes da instabilidade financeira inerente ao capitalismo seria os esforços no sentido de práticas financeiras inovadoras, de modo que tal dinâmica tem como origem as atividades de *profit-seeking* realizadas pelas famílias, pelas empresas e pelos bancos. Para Marcato (2014), esses últimos, especificamente, irão buscar novas formas de aumentar o retorno de seus ativos ou de reduzir o custo de seus passivos, contando com novos instrumentos, novas espécies de contratos e novas instituições. Nesse contexto, dada as inovações para se captar recursos, tem-se o afrouxamento da articulação entre as políticas do Banco Central e o volume de financiamento disponível. Como resultado, Marcato (2014) indica que, os bancos e firmas, em busca de resultados tendem a cometer excessos, trazendo a economia para um estado cada vez mais próximo de uma crise financeira. Assim sendo, cada inovação financeira teria como consequência o financiamento de uma demanda adicional por capital e por ativos financeiros, conduzindo a níveis maiores de investimento. Assim, ocorre um aumento no preço dos ativos, o que, por sua vez, aumentaria o preço de demanda por investimento atual e aumentaria o financiamento disponível para investimento. Porém, para Marcato (2014) não se trata apenas da tendência em inovar endogenamente, mas também dos ganhos potenciais. Tais ganhos aumentam endogenamente, na forma de oportunidades de arbitragem, gerados por um estado financeiro saudável. Esse aumento, segundo a interpretação de Arestis e Glickman (1999), pode ser visto sob três formas:

- (a) 'in an economy with a robust financial structure, short term interest rates (...) will be significantly lower than the

yield from owning capital.’ (1986, p.211); (b) ‘interest and principal payments on longerterm private debts, which are synchronized to their pay-outs on quasirents that capital assets are expected to yield, will be low relative to these quasi-rents’ (ibid.); and (c) ‘the interest rate o short-term money-like liabilities of firms and financial institutions will be lower than on the longer-term liabilities used in hedge-financing positions in capital assets’(ibid). (Arestis e Glickman, 1999, p. 6)

Ademais, para Marcato (2014), reforça-se a ideia de que não se trata apenas de incentivos a alterar o portfólio das empresas, mas também das famílias e das instituições financeiras, inclusive o governo e as unidades internacionais. Arestis e Glickman (1999) apontam ainda para a noção de que não seria simplesmente devido à mudança na fonte de financiamento das firmas para uma forma de débito de longo-prazo que caracterizaria essas como uma unidade de financiamento especulativa. No entanto, uma unidade que empresta no curto prazo para financiar a aquisição de ativos no longo prazo seria financeiramente especulativa em ambos os sentidos distinguidos por Minsky. E seria esse o fator primário que injetaria fragilidade para a estrutura financeira, caracterizando-se como um “fenômeno endógeno”. Sob o referencial keynesiano, o autor reforça a ideia de que a especulação domina a unidade, de tal forma que as preferências agora buscam ganhos financeiros imediatos, em detrimento dos ganhos financeiros de menor risco e de maior prazo.

Para Minsky (1986), o determinante central do comportamento do sistema financeiro seria o nível de lucro. Valendo-se da visão de Kalecki e Levy, na qual o lucro seria determinado pela estrutura de demanda agregada (em uma estrutura mais complexa, o lucro agregado seria igual ao investimento agregado somado aos gastos do governo). Assim, as expectativas de lucro estão interconectadas ao nível de investimento futuro e os lucros realizados seriam um subproduto do investimento corrente. A situação das obrigações financeiras, portanto, dependerá do nível de investimento (MARCATO, 2014).

Nesse sentido, Marcato (2014) aponta que Hyman P. Minsky utiliza uma taxonomia própria para caracterizar como as obrigações financeiras estão relacionadas à instabilidade financeira, realçando o papel dos fluxos de caixa das unidades financeiras e os compromissos de pagamentos do endividamento. Se os fluxos de renda, que seriam os salários e os pagamentos de produtos intermediários e finais, fazem-se suficientes para cumprir com todas as obrigações, a unidade será

denominada *hedge*. Se as receitas dos rendimentos forem menores que os fluxos de passivos, haverá a necessidade de postergar o pagamento da dívida, isto é, o principal, havendo apenas o pagamento dos juros - seria a unidade especulativa. Já havendo a necessidade de aumentar o endividamento, pois não há condições do devedor pagar o nem principal e nem os juros de sua dívida, tem-se a unidade Ponzi. É preciso observar que as unidades especulativas e Ponzi dependem das condições do mercado financeiro para honrar as suas dívidas, utilizando-se de transações de portfólio para tanto. Já uma unidade *hedge* pode se transformar em especulativa, caso haja uma insuficiência da renda. Em outras palavras, um sistema financeiro será considerado frágil, ou não, de acordo com o tamanho e a força das margens de segurança e da probabilidade de ampliação das turbulências iniciais. Segundo Summa (2005), a “instabilidade financeira” seria decorrente da deterioração dos balanços das diversas unidades financeiras em momentos de boom. Ou seja, aparece quando a economia torna-se financeiramente mais frágil durante a expansão econômica.

Para Marcato (2014) a combinação das três unidades financeiras diz muito sobre a condição de estabilidade de determinada economia. A dominação da posição *hedge* faz com que o padrão da taxa de juros permita a elevação do lucro via especulação. Dessa forma, há um aumento na demanda por ativos, elevando seus preços e possibilitando ganhos de capital. Forma-se um ambiente com ganhos de capital possíveis e esperados, ou seja, um ambiente compatível com o aumento das posições especulativa e Ponzi. Assim, as possibilidades de lucro, dada uma estrutura financeira saudável, levam tal estrutura à fragilidade de forma puramente endógena. Essa ideia pode ser vista em:

In a world of uncertainty, given capital assets with a long gestation period, (...) the successful functioning of an economy within an initially robust financial structure will lead to a structure that becomes more fragile as time elapses. Endogenous forces make a situation dominated by hedge finance unstable (...). (Minsky 1986, p.213)

Um sistema financeiro frágil pode ter seu funcionamento interrompido por alguns eventos não necessariamente incomuns. Segundo Minsky (1986), essa quebra no funcionamento regular da economia apresenta-se sempre que há alguma alteração nas relações de valor-presente. Normalmente, isso ocorre após o aumento na demanda financiada por capital especulativo elevar sua taxa de juros, os salários da força de trabalho e o preço dos materiais utilizados, de tal forma que as margens de lucro e, então, a habilidade de validar o passado são erodidas.

Esses eventos citados são endógenos ao processo. Dito de outra forma, e como destacado por Kregel (1998), mudanças nas variáveis macroeconômicas podem levar a alterações nas posições financeiras. Por exemplo, uma mudança na política monetária doméstica que cause aumento na taxa de juros possui dois efeitos sobre os projetos financeiros alavancados - primeiro, há uma queda no valor presente dos fluxos de capital que se espera realizar, dado os projetos financeiros; segundo, há um aumento no fluxo de caixa comprometido com as taxas de financiamento quando o empréstimo é primariamente de curto prazo ou de base ajustável. Porém, segundo Arestis e Glickman (1999), Minsky também alerta para a possibilidade de serem eventos externos, ainda que sob uma ótica oposta à ideia neoclássica de choque exógeno, os responsáveis pela interrupção da estabilidade.

Para Marcato (2014), o desenvolvimento de um novo ambiente institucional coloca em questão até que ponto a HIF, sob sua forma tradicional, seria ainda capaz de analisar a dinâmica financeira. O efeito do saldo de transações correntes, via lucro empresarial, por exemplo, fora um ponto incorporado à sua análise. No entanto, não restam dúvidas que os esforços de Minsky no sentido de incorporar alguns aspectos de economias abertas não foram satisfatórios. Hyman P. Minsky faleceu em 1996, antes de incorporar outros diversos aspectos relevantes ao novo ambiente econômico, deixando em aberto, inclusive, questões como a formalização dos microfundamentos de sua análise.

Em suma, Minsky acreditava que a hipótese da instabilidade financeira era o complemento necessário para a teoria de ciclos econômicos de Keynes baseada em flutuações no investimento privado. As eventuais crises financeiras que assolam economias fragilizadas pelo processo natural de Ponzificação produzem como efeitos gêmeos o incremento do prêmio de liquidez (custo de uso do dinheiro) e a redução da eficiência marginal do capital, ambos elementos que reduzem os gastos de investimento privado. De acordo com Minsky e seguindo Keynes, é a retração do investimento privado que produz, na ausência de injeções de renda contracíclicas pelo Estado ou de fora, a retração do nível de emprego e produção (CONCEIÇÃO, 2009, p. 310-311).

## **Parte II – A Instabilidade na Teoria Austríaca**

A Escola Austríaca deriva seu nome de seus fundadores e adeptos iniciais predominantemente austríacos, incluindo Carl Menger, Eugen von Böhm-Bawerk e

Ludwig von Mises. Outros proeminentes economistas da Escola Austríaca do século XX incluem Henry Hazlitt, Israel Kirzner, Murray Rothbard, e o ganhador do Prémio de Ciências Económicas Friedrich Hayek. A Escola Austríaca foi influente no início do século XX e foi por um tempo considerada por muitos como sendo parte do pensamento econômico dominante (ou economia mainstream).

Como será mostrado no Quarto Capítulo do presente trabalho, a Escola Austríaca é uma escola de pensamento econômico que enfatiza o poder de organização espontânea do mecanismo de preços. A Escola Austríaca afirma que a complexidade das escolhas humanas subjetivas faz com que seja extremamente difícil (ou indecível) a modelação matemática do mercado em evolução e defende uma abordagem *laissez-faire* para a economia. Economistas da Escola Austríaca defendem estrita observância do Individualismo metodológico, que eles descrevem como a análise da ação humana a partir da perspectiva dos agentes individuais; e argumentam que o único meio de se chegar a uma teoria econômica válida é derivá-la logicamente a partir dos princípios básicos da ação humana, um método denominado *praxeologia*.

No Quinto Capítulo apresenta-se as influências teóricas de Hayek, como o processo cumulativo de Wicksell, onde a relação entre as taxas de juro monetária e taxa de juro natural, poderá provocar mudanças na produção. E também o conceito de capital para escola austríaca; a heterogeneidade do capital e sua não-circularidade e a introdução do variável tempo na estrutura de produção. Por fim, o entendimento da Escola Austríaca de economia sobre os ciclos econômicos. Originalmente concebido por Ludwig von Mises (1953) no início do século passado e desenvolvido com maior destaque por F. A. Hayek (1967) antes e durante a Grande Depressão, a Teoria Austríaca do ciclo de negócios é uma teoria do boom insustentável. Como dito por Arroyo (2010), a Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos (daqui em diante, TACE), pode ser considerada a condensação de todo o pensamento da Escola Austríaca.

### **Capítulo 3 –A Escola Austríaca**

Oficialmente, se considera que a Escola Austríaca de Economia teve seu início na segunda metade do século XIX, mais precisamente em 1871 com Carl Menger, após a publicação do seu tratado *Princípios de Economia Política*. Menger é usualmente citado na bibliografia convencional dada a sua apresentação ao princípio

da utilidade marginal, juntamente com Leon Walras e Willian Stanley Jevons.

Em seus Princípios, Menger (1986) propõe uma nova abordagem para uma discussão da economia clássica, a questão do valor. Até então, o pensamento econômico dominante (clássico) buscava encontrar no valor uma espécie de medida objetiva capaz de explicar os fenômenos de mercado, como por exemplo, a formação de preços. De maneira pioneira, munido de sua abordagem focada nos agentes individuais, Menger foi capaz de conceber a economia como um estudo teórico sobre a ação, executada por agentes com objetivos e preferências distintas, capazes de reconhecer relações particulares de causalidade. Assim, para Arroyo (2010), foi capaz de chegar à conclusão de que o valor representa nada mais que uma apreciação subjetiva, atribuída circunstancialmente pelo agente a algo considerado capaz de auxiliá-lo a perseguir um objetivo específico. O valor será expresso (porém não medido) pelo agente através de suas escolhas.

Estes princípios seriam, essencialmente, o desenvolvimento de uma ciência econômica baseada no ser humano considerado como ator criativo e protagonista de todos os processos e eventos sociais (Subjetivismo), assim como a elaboração, com base no Subjetivismo, e pela primeira vez na história do pensamento econômico, de toda uma teoria formal sobre o aparecimento espontâneo e evolução de todas as instituições sociais (econômicas, jurídicas e lingüísticas) entendidas como esquemas pautados de comportamento (Huerta de Soto, p. 59 2010).

O subjetivismo, portanto, é definido como o ser humano real agindo na economia, que age com criatividade na frente de todos os processos sociais. Quem mais falou sobre o tema foi Ludwig von Mises, um dos maiores economistas da Escola Austríaca e lhe é creditado um grande valor, baseando-se na praxeologia ele criou a sua magnum opus Ação Humana.

Carl Menger antecipou um desdobramento teórico mais abordado por Hayek, a compreensão das ordens espontâneas, isto é, o surgimento de instituições devido aos resultados não intencionais de ações intencionais. Sua teoria do surgimento da moeda através de um processo de seleção de mercadorias de alta comerciabilidade é um exemplo clássico do surgimento de uma ordem espontânea. Além disso, Menger conferiu as bases para a teoria Austríaca do capital, introduzindo o fator tempo em sua análise e mostrando que os agentes levam em conta tal fator em suas valorações. Sua clássica distinção entre bens de consumo e bens de ordem elevada, os últimos representando bens de consumo futuros prospectivos, e a constatação de que o valor dos bens de ordem elevada deriva do valor dos primeiros, são o ponto de partida para a compreensão Austríaca do fenômeno do juro (ARROYO, p.9, 2010).

De acordo com Arroyo (2010), utilizando os conceitos postulados por Menger, Böhm-Bawerk, em trabalhos como *Capital And Interest* (1959) e *Teoria Positiva do Capital* (1886), esboçou a peculiar teoria Austríaca dos juros, baseada no conceito de preferência temporal. Em sua *Teoria Positiva*, mostra que os agentes sistematicamente conferem valor menor aos bens futuros do que aos bens de ordem elevada, pelo fato de que subestimam suas satisfações futuramente mais distantes em relação às mais próximas. O fenômeno do juro, portanto, teria origem nessa diferença subjetiva de valor entre bens presentes e bens futuros.

Forte crítico da obra de Karl Marx, Böhm-bawerk teve entre seus alunos de maior destaque Joseph Schumpeter e Ludwig von Mises. Mises teve, por sua vez, um importante e destacado aluno: Friedrich Hayek que recebeu o prêmio de Ciências Econômicas em Memória de Alfred Nobel no ano de 1974. Ainda entre os alunos de Mises, surge a figura de Murray Rothbard, que trouxe importantes contribuições não somente para teoria econômica como para a ciência política, e Israel Kirzner estudioso da função empresarial.

O primeiro grande trabalho de Mises foi *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel* (traduzido posteriormente como *The Theory of Money and Credit*), de 1912. Neste trabalho, como aponta Arroyo (2010), Mises refina a teoria Mengeriana da origem da moeda através de uma integração desta com a teoria da utilidade marginal, desenvolvendo assim o teorema da regressão, que traça a origem do poder de compra da moeda até uma relação histórica de escambo. Ainda de acordo com Arroyo (2010), a segunda grande contribuição de Mises, fruto do desenvolvimento de seus pensamentos sobre a moeda e o cálculo econômico expostos em *The Theory of Money and Credit*, consiste numa análise comparativa entre um sistema de produção anárquico e um centralmente planejado. Em 1920, publicando *Economic Calculation in the Socialist Commonwealth*, o austríaco desenvolve sua clássica tese da impossibilidade de cálculo econômico racional num sistema no qual não existe mercado para fatores de produção.

Outra contribuição decisiva do autor foi sobre a discussão da metodologia econômica. Partindo das contribuições dos seus antecessores Austríacos, definiu a economia como uma ciência a priori, uma subdivisão de uma ciência mais geral sobre a ação humana, a praxeologia. Dada a impossibilidade de mímica do método das ciências naturais, e postulando a uniformidade lógica da mente humana, nessa visão o

estudo da ação humana deveria partir de alguns axiomas básicos, como, por exemplo, o axioma da ação. Suas idéias foram sumarizadas em sua obra magna de 1945, *Human Action*. Nesse tratado, Mises aborda uma miríade de assuntos baseado em sua metodologia apriorística, assuntos como teoria dos preços, teoria monetária e dos ciclos, teoria do capital e sistemas econômicos comparados (ARROYO, 2010).

As principais contribuições de Hayek para teoria econômica são sobre a teoria do capital, teoria dos ciclos econômicos e a análise do papel do conhecimento dos agentes no processo de Mercado. Arroyo (2010) diz que, inicialmente um discípulo de Weiser e Mises, Hayek acabou por formular a exposição clássica da TACE em trabalhos como *Monetary Theory and the Trade Cycle e Prices and Production* - este um resumo de suas palestras na *London School of Economics*. Concomitantemente às contribuições à própria TACE, Hayek foi desenvolvendo a teoria Austríaca do capital, enfatizando o caráter de heterogeneidade e não permanência do mesmo. No trabalho *Profit, Interest and Investment* ele acrescenta à TACE o elemento do Efeito Ricardo, que analisa as consequências da relação salários/preço do produto sobre a estrutura produtiva. Arroyo (2010) destaca ainda que Hayek também realizou contribuições originais para a compreensão do sistema de preços, bem como sua relação com a disseminação do conhecimento no sistema econômico. Baseado tanto nas idéias de Karl Popper como no enfoque Misesiano sobre o cálculo econômico, Hayek passa a analisar o sistema de preços como um vasto sistema de comunicação social. Um sistema falível, porém dotado de um sistema potencialmente autocorretivo – o sistema empresarial de lucros e perdas empresariais. Nos clássicos artigos da década de 30 e 40 (*Economics and Knowledge e The Use of Knowledge in Society*), reunidos na coletânea *Individualism and Economic Order*, utiliza estes conceitos para ressaltar a relação entre o conhecimento e as expectativas dos agentes e a tendência do sistema a um estado de compatibilização dos diversos e independentes planos de ação.

Em 2014, economistas da Escola Austríaca celebraram 40 anos de dois eventos importantes na história desta vertente do pensamento econômico: a conferência de South Royalton (em Vermont, EUA) e o prêmio Nobel concedido a F. A. Hayek. Até então em uma situação difícil com relação à sua própria sobrevivência no começo dos anos 1970, a tradição se revigorou, e o principal ano desta nova fase foi 1974. A partir de então, passou mais claramente a ganhar novos adeptos e a avançar na construção teórica e na sua aplicação ao entendimento da realidade. Esta efeméride pode indicar a conveniência do presente texto, que procura contribuir para

apresentar algumas características deste movimento intelectual.

### **III.1 Considerações Sobre o Método da Ciência Econômica**

#### **III.1.1 A Praxeologia**

A praxeologia é o método distintivo da Escola Austríaca de Economia. Este termo, cunhado primeiro por Ludwig von Mises, significa "a ciência da ação". Nas palavras de Mises (1996, p. 49), é uma ciência cujo escopo é "is human action as such, irrespective of all environmental, accidental, and individual circumstances of the concrete acts".

A praxeologia toma como ponto de partida o axioma da ação, que diz simplesmente que o homem age. Atuar implica escolher um objetivo e empregar os meios considerados adequados para a consecução de tal objetivo. Agir significa tentar trocar um estado de coisas menos satisfatório por um mais satisfatório. Este axioma é auto-evidente e não precisa ser demonstrado através da experiência. Não é auto-evidente em um sentido psicológico, evidente para todos, mas no sentido de que qualquer tentativa de refutação leva à sua confirmação. Assim, o crítico que tenta refutar o axioma da ação está, ele mesmo, executando uma ação: ele tem um objetivo e emprega certos meios para alcançá-lo (tempo para pensar, certos argumentos, seu próprio corpo para expressar esses argumentos, etc.). Articulado os conceitos, a partir de Rothbard (1976, p. 29) tem-se que: "praxeology consists of the logical implications of the universal formal fact that people act, that they employ means to try to attain chosen ends".

Assim, a partir de Arroyo (2010), tem-se o axioma fundamental da praxeologia, o axioma da ação, ou seja, o fato de que os indivíduos agem propositadamente para atingir um estado de melhor satisfação. O axioma da ação é a base para toda teoria econômica, uma vez que o agente, enquanto existente, sempre deve agir. Todas as demais teorias e proposições a serem encontradas pela praxeologia podem ser reduzidas, ao menos parcialmente, ao axioma da ação.

Apenas indivíduos agem. Qualquer tentativa de atribuir a agregados arbitrários capacidade concreta de ação, relações de causa e efeito e teorizar a partir das mesmas é um procedimento antropomórfico e deletério à praxeologia e à ciência econômica. Na visão de Mises, qualquer entidade coletiva só pode vir a existir devido à ação dos

diversos indivíduos que a compõe. Dessa forma, é necessário o individualismo metodológico (ARROYO, 2010, p. 24), pois a partir deste pode-se apreender a natureza subjetiva dos fenômenos econômicos, como valor ou utilidade. Ao agir, uma pessoa está tentando atingir certas metas consideradas importantes por algum motivo. A palavra “valor” refere-se à avaliação subjetiva de seu objetivo pelo ator, com uma intensidade que varia de acordo com diferentes pessoas, objetivos e pontos no tempo. Meios são qualquer coisa que o agente considere adequado para ajudá-lo a alcançar seu objetivo. A palavra “utilidade” refere-se à avaliação subjetiva de meios pelo ator e depende do valor atribuído ao objetivo desejado. Valor e utilidade são dois lados da mesma moeda, uma vez que o valor subjetivo atribuído pelo ator ao seu objetivo é projetado nos meios considerados adequados para alcançá-lo.

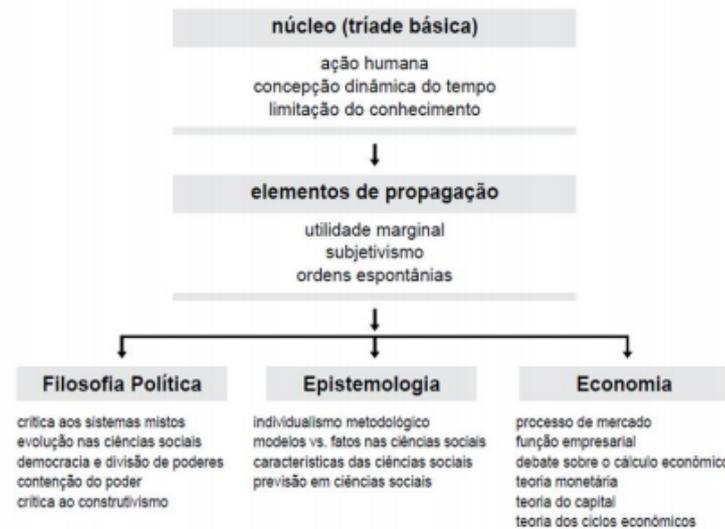
Em Arroyo (2010) tem-se que para agir, o ser humano deve perceber uma relação de causalidade entre meios e fins que lhe permita sair de uma situação inicial em direção a outra subjetivamente considerada mais vantajosa (Mises, 1996, p. 22): “where man does not see any causal relation, he cannot act. This statement is not reversible. Even when he knows the causal relation involved, man cannot act if he is not in a position to influence the cause”.

Arroyo (2010) aponta duas consequências derivadas desse fato. A primeira é que a ação humana, além de sempre proposital, é sempre racional, uma vez que prescinde do reconhecimento de uma relação de causalidade, sendo tal reconhecimento subjetivo um ato racional e lógico. O oposto de ação não seria uma ação irracional, esta inconcebível, e sim reflexos fisiológicos incontrolláveis. A segunda é a de que ação não implica somente em interferência, sendo a não interferência outra espécie de ação. Em suma, “action therefore always involves both taking and renunciation” (Mises, 1996, p. 12), ou seja, implica uma escolha.

### **III.1.2 Ação, Tempo e Conhecimento**

Iorio (2011) desenvolve três termos pertinentes a Escola Austríaca. A tríade é formada por ação, tempo e conhecimento, daí derivam os elementos de propagação e, por fim, os frutos dar-se-ão mais abundantes na filosofia política, epistemologia e economia. “Esses três elementos formam o seu núcleo fundamental e se transmitem por meio de seus elementos de propagação para os diversos campos do conhecimento humano” (IORIO, 2011, p. 17). De forma resumida tem-se:

Figura 1 - A tríade básica ou núcleo fundamental



Fonte: IORIO,, 2011, p. 17.

### III.1.2.1 Ação

A questão da ação é abordada de forma mais específica na praxeologia, ciência da ação humana; a obra Ação Humana de Mises é considerada uma premissa para os estudos econômicos da Escola Austríaca. Nas palavras de Iorio (2011, p. 18) “ação, para a Escola Austríaca, significa qualquer ato voluntário, qualquer escolha feita deliberadamente com vistas a se passar de um estado de menos satisfatório para outro, considerando mais satisfatório no momento da escolha. A praxeologia é a ciência geral que se dedica ao estudo da ação humana, considerando todas as suas implicações formais”.

É não apenas homo sapiens, mas também homo agens. Seres humanos que, por nascimento ou por defeitos adquiridos, são irremediavelmente incapazes de qualquer ação (no estrito senso do termo e não apenas no senso legal), praticamente não são humanos. Embora as leis e a biologia os considerem homens, faltam-lhes a característica essencial do homem. A criança recém-nascida também não é um ser agente. Ainda não percorreu o caminho desde a concepção até o pleno desenvolvimento de suas capacidades. Mas, ao final desta evolução, torna-se um ser agente (Mises, p. 38, 2010).

Mises no início do sétimo capítulo do seu livro Ação Humana, mostra ao leitor de forma clara o que fundamenta a utilidade marginal, apresentada por Carl Menger, sobre as preferências e afinidades do agente humano, Mises nos afirma ( 2010, p. 155):

O agente homem valora as coisas como meios para diminuir o seu desconforto. Do ângulo das ciências naturais, os diversos eventos que satisfazem às necessidades humanas são vistos de formas bastante

diferentes. Para o agente homem, esses eventos são mais ou menos da mesma espécie. Ao avaliar estados de satisfação bem diferentes e os meios para alcançá-los, o homem ordena todas as coisas em uma única escala, qual seja a escala da sua própria satisfação. A satisfação obtida com a alimentação ou com a contemplação de uma obra de arte constitui segundo o juízo do agente homem, uma necessidade mais urgente ou menos urgente; avaliando-as e agindo o homem as ordena segundo uma escala do que é mais intensamente ou menos intensamente desejado. Para o agente homem só existem vários graus de relevância e urgência em relação ao seu próprio bem estar.

Arroyo (2010) mostra que esse é o pilar da teoria subjetiva (e prospectiva) do valor, consequência direta do axioma da ação, isto é, do fato de que o agente emprega meios para atingir fins. Na visão Austríaca, portanto, valor não possui ligação alguma com fenômenos objetivos, como tempo de trabalho dispendido ou custos monetários passados, nem com fenômenos subjetivos passados, tal como o desconforto subjetivo passado relacionado ao tempo de trabalho dispendido na produção ou obtenção de um bem.

Para agir, o agente ordena seus fins mais urgentes (e, por consequência, seus meios correspondentes) numa escala de valores, escala sempre sujeita a alterações conforme o passar do tempo, ou seja, conforme o indivíduo adquire nova informação, modifica seu conhecimento e forma novas expectativas. Os meios vão sendo alocados sucessivamente para a persecução de finalidades cada vez pior valoradas. Meios adicionais, portanto, sempre terão para o agente um valor relativamente inferior, uma vez que serão utilizados por ele para a persecução de finalidades consideradas cada vez menos primordiais. Temos então a lei da utilidade marginal decrescente dos meios, uma dedução lógica do próprio axioma da ação (ARROYO, 2010, p.39).

A partir de Arroyo (2010), toda ação, consistindo numa escolha, implica num custo. Assim, para os Austríacos, custo representa a satisfação prospectiva abandonada e resultante do curso de ação preterido, satisfação que o agente acreditava ser capaz de obter com os meios que julgava possuir. Dessa forma, custo é uma categoria praxeológica ex-ante e irrecuperável após a ação. Como reforça Buchanan (1999, p.41), ao ser baseado em expectativas ex-ante, é estritamente pessoal, intransferível, imensurável. Ademais, destaca-se que, para os agentes importa o custo marginal de sua ação, isto é, a satisfação prospectiva pior posicionada em sua escala de valores a ser abandonada junto com a unidade marginal do meio utilizado.

Arroyo (2010) apresenta ainda o conceito de plano de ação. E aponta, nas palavras de Lachmann (1951, p.101) que um plano de ação pode ser concebido como “a logical structure in which means and ends are coordinated by a directing and controlling mind”. Um plano de ação, então, faz sentido apenas sob a luz de um

determinado contexto, no qual o indivíduo utiliza seu conhecimento de meios que julga relevantes para atingir um estado de maior satisfação. Disso também se infere que uma ação é a execução de um plano elaborado no passado e sujeito à incerteza do futuro.

Para Arroyo (2010), esse plano de ação é elaborado em meio aquilo que Mises chama de presente estendido. O presente, para Mises (1996, p.101), “encloses as much of the time passed away as still is actual, i.e., of importance for acting”. Todo o passado considerado relevante pelo agente para a elaboração de seu plano de ação é utilizado. Assim, o plano é criado e revisado em meio à passagem do tempo, até ser executado. Os planos de ação sempre contêm contingências para um futuro incerto porque “the plan will be as lived as well as thought” (Rizzo, 2000, p.181).

### III.1.2.2 Tempo

A concepção de tempo da Escola Austríaca afasta-se do *establishment* econômico, que se baseia em uma linha horizontal na qual se faz um recorte como em um papel, onde se retira um período e emoldura-o tornando estático, a sua principal característica é exatamente o contrário.

O tempo dinâmico real é irreversível e sua passagem acarreta uma evolução criativa, ou seja, implica alterações imprevisíveis. O conceito de tempo real é fundamental para que se possa entender a natureza da ação humana: agindo, os indivíduos acumulam continuamente novas experiências, o que gera novos conhecimentos, o que, por sua vez, os leva a alterarem frequentemente seus planos e ações (IORIO., 2011, p.18).

Tem-se, aqui, a interação do tempo com a ação, Lopes (2012) aponta que a ação desenrola-se num tempo que é marcado por transformações a todo o momento, é fácil defini-lo como estático e a partir daí profetizar ações que irão ocorrer mas o que acontece é que o tempo não pode ser manipulado em laboratório sob fórmulas de matemática, o tempo envolve a aplicação de itens novos que modificam as situações no seu decorrer. Um dos grandes erros dos economistas de hoje são as previsões e sobre esse assunto, como aponta Huerta de Soto (2010, p. 26):

O que vai acontecer amanhã não pode ser cientificamente conhecido hoje, uma vez que depende em grande medida de um conhecimento e de uma informação que ainda não foram gerados empresarialmente e que não podem por isso serem possuídas hoje. Em economia, portanto, apenas podem ser feitas “previsões de tendência” de tipo genérico, que Hayek denomina *pattern predictions*. Estas previsões são de natureza exclusivamente qualitativa e teórica e referem-se à

previsão dos desajustes e efeitos de descoordenação social originados pela coação institucional (socialismo e intervencionismo) que se exerce sobre o mercado.

Lopes (2012) ainda ressalta a importância da economia do tempo para o ser humano. O tempo é escasso, passa e não volta, logo a ação executada hoje não terá como ser desfeita amanhã e cabe ao agente usufruir de maneira mais satisfatória os seus momentos. Tal tema é abordado por Mises (2010, p. 136) em:

Há um fato que precisa ser destacado: economizar tempo é algo distinto de economizar bens e serviços. Mesmo no “país da fantasia”, o homem seria forçado a economizar tempo, a não ser que fosse imortal ou dotado de uma eterna juventude e de uma saúde indestrutível. Embora todos os seus apetites pudessem ser satisfeitos imediatamente, sem qualquer trabalho, o homem teria de ordenar o seu tempo, uma vez que existem satisfações incompatíveis entre si, impossíveis de serem desfrutadas ao mesmo tempo. Mesmo para esse homem, o tempo seria escasso e sujeito à circunstância do mais cedo ou do mais tarde.

Sobre a continuidade do tempo tem-se três estágios: passado, presente e futuro. Sobre a passagem, explica Mises (2010, p. 134): “O que proporciona ao ser humano a noção de tempo, a consciência da passagem do tempo, é a ação. A ideia de tempo é uma categoria praxeológica”. Aqui Lopes (2012) aponta a perfeita coordenação do tempo com a ação, uma relação magnífica, o tempo caracteriza-se sobre o conjunto de ações realizadas nele, o tempo dinâmico mostra a sua força frente ao tempo estático e é justamente aí que temos um exemplo claro e fácil de entender a situação, o tempo estático newtoniano explica-o somente como um marco, um marco zero, em que nada ali parece acontecer e nada o afetará, o erro proveniente desta premissa é analisar objetivamente as ações e aplicar abstrações sobre elas, então devemos ver a dinamicidade do tempo, saber que num exato momento em que um segundo passa ao próximo segundo algo aconteceu, influências ocorreram e elas provavelmente mudarão o curso das ações, cabe ao interlocutor entender tais mudanças e ver no mundo real as possíveis causas maléficas que um simples ponto  $t^1$  ou  $t^2$  (estáticos) podem causar na compreensão dos fatos sociais ou econômicos.

A possibilidade de profecia de eventos futuros na concepção de tempo austríaca é totalmente descartada dado que o tempo é marcado por transformações e algumas delas não conhecemos. Sendo assim, torna-se praticamente tola a possibilidade de montar previsões matemáticas sobre o que irá acontecer o que podemos fazer é somente medir algumas consequências que se dariam em algum cenário se acontecesse alguns eventos (Lopes, 2012).

### III.1.2.3 Conhecimento

Lopes (2012) aponta que o conhecimento na Escola Austríaca é levado como sendo restrito e limitado, logo toda a ação tem o seu grau de incerteza. Por um lado essa ação deve levar maus agouros para o agente, ou melhor ainda, faz com que o agente aja no presente momento da ação para tentar minimizar o seu grau de ignorância, e assim, sendo irá desenvolver um maior conhecimento dos fatos, esse conhecimento irá se difundir para as outras partes do mercado e com certeza ele irá evoluir em algum outro ponto por outra pessoa. Um exemplo claro desse conhecimento é a tecnologia dos tempos atuais. Sobre esse assunto Iorio discorre:

O terceiro elemento da tríade básica da Escola Austríaca de Economia é o tratamento epistemológico do fato – indiscutível – de que o conhecimento humano contém sempre componentes de indeterminação e de imprevisibilidade, o que faz com que todas as ações humanas produzam efeitos involuntários e que não podem ser calculados a priori. Existem, para os austríacos, limites inescapáveis à capacidade da mente humana que a impedem de compreender integralmente a complexidade dos fenômenos sociais e econômicos. Os sistemas formais possuem certas regras de funcionamento e de conduta que não podem ser previamente determinadas. É como escreveu José Ortega y Gasset: “o olho não se vê a si mesmo” (IORIO, 2011, p.21).

Para Lopes (2012) o conhecimento base para a ciência econômica advém da ação humana, ora, é assim em todas as esferas do conhecimento científico que concebemos hoje. O problema está no fato da tecnocracia decidir pelas ações humanas individuais, é inconcebível um grupo de seis pessoas controlarem o futuro de uma nação baseando-se somente em dados científicos, pois eles não dizem sobre a nossa forma de pensar e agir. Assim afirma-nos Roncaglia de Carvalho (2007): “Os homens que o teorizam hoje em dia são tecnocratas materialistas e economicistas, que não entendem um “a” da complexa estrutura espiritual da civilização e apostam cegamente em fórmulas mágicas que lhes parecem muito científicas”.

O assunto da tecnocracia abre alas para explicitar algumas características essenciais do conhecimento, segundo julga a Escola Austríaca de Economia, partir deste quadro de Jesus Huerta de Soto:

Tabela 1: Dois tipos diferentes de conhecimento

	Tipo A	Tipo B
Oakeshott	Prático (tradicional)	Científico (ou técnico)
Hayek	Disperso	Centralizado
Polanyi	Tácito	Articulado
Mises	De "eventos singulares?"	De "classes?"

Fonte: Huerta De Soto, 2010, p. 36.

O conhecimento científico usado puramente para decidir ações políticas se torna inválido pois não visa à ação humana individual e irá restringir o campo de atuação mediante alguns desejos daqueles poucos que decidiram sobre a massa e ele tem total base no conhecimento prático, não surgiu do nada. Para a Escola Austríaca o conhecimento que deve ser levado com grande importância é o de Tipo A, pois ele é disperso, isso condiz com a premissa de que está separado na sociedade e não é centralizado por nenhuma instituição de planejamento central que detém todo o conhecimento sobre as ações dos indivíduos na sociedade; é tácito pois está implícito na pessoa do agente, ele por sua vez sabe o que faz mas não sabe as influências que teve e não sabe a sua natureza desse conhecimento, é como eu fabricar uma peça de ferro com a melhor qualidade possível e não saber as propriedades químicas do ferro e por fim são eventos singulares que nada mais é do que individual e específico (Lopes, 2012, p.40).

A diferença está justamente no grau de intensidade, uma informação pode ser relevante para o agente mas ela isoladamente é micro, e sem o conhecimento devido das influências (macro) não seria possível aplicar a informação captada em uma ação restrita. A informação é levada como um dado, e o conhecimento é mais abrangente, define uma série de campos mais amplos com variadas informações. Para Lopes (2012), aqui reside um insight valioso da Escola Austríaca de Economia, a própria vai contra as correntes vigentes que tentam elevar para um alto posto os dados científicos puros para decidir ações sobre os outros, tendo-os como critério de tomada de decisão sem levar em conta o conhecimento que as cerca.

### III.1.2.3.1 A idéia de Ignorância

Para Karpouzanov (2011), o fato de que os indivíduos são cerceados por limites informacionais é mais do que trivial. O conceito básico de transação e custos de informação incorpora isto completamente. No entanto, os austríacos são

extremamente cuidadosos com o uso das noções de informação e conhecimento. De fato, Boettke (2002) chega a ponto de afirmar que esta distinção deve ser considerada como a principal contribuição da Escola para o campo científico da economia. Juntamente com a ideia de incerteza, ou a impossibilidade de atribuir qualquer probabilidade para a ocorrência de um evento, está a idéia de ignorância. Agentes não podem prever todo o espectro dos resultados de suas ações, então probabilidades não podem ser atribuídas aos resultados. Além disso, os indivíduos ignoram toda a gama de possíveis ações disponíveis para eles. Isso, pode-se sugerir, não é meramente um problema informacional. De fato, “circunstâncias específicas de tempo e espaço”, como Hayek (1945, p. 521) assinala, “can belong only to particular individuals and cannot be easily – if at all – shared with others”. Além disso, essas circunstâncias podem com grande quantidade de simplificação e às custas de grandes perdas de conhecimentos precisos, ser transformadas em conhecimento científico e ser padronizado em forma estatística útil. Portanto, não há dúvida de que os agentes econômicos agem de posse do “conhecimento parcial” (Hayek, 1945, p.521). Isso significa precisamente que grandes seções do conhecimento são simplesmente inacessível para eles. Eles são incapazes, cognitivamente e logicamente falando, de alcançar e entender ou interpretar o conhecimento em sua totalidade.

Como Lachmann (1959, p. 68) aponta, mesmo em um mundo com lentidão ou sem mudanças de preferências e gostos dos agentes individuais do mercado, o

“Poder criativo da mente e nossa incapacidade de prever seus atos ainda se mantêm, porque os homens ainda estariam interpretando experiências, adquirindo conhecimento, planejando e revisando planos. Nós somos capazes de imaginar um mundo em que gostos não mudam, mas incapaz de imaginar um em que o conhecimento não se espalha de algumas mentes para os outras. Mesmo a continuidade dos fins não implica em uma padrão invariante de meios-fim; os homens ainda estariam ansiosos para fazer melhor uso dos meios à sua disposição. Tempo e Conhecimento pertencem juntos. Os atos criativos da mente não precisam ser refletidos na mudança preferências”.

Isso gera uma constante mudança na ordem social e econômica, e no conhecimento e, portanto, as avaliações feitas pelos indivíduos também estão mudando. Cheio conhecimento - o corolário da ausência de ignorância - só é possível se os indivíduos perdem sua capacidade peculiar de interpretar e valorar. Como Shackle (p.105, 1958) explícita: “predicted man is less than human, predicting man is more that human”.

Isto é, de acordo com Karpouzanov (2011), a própria natureza humana contém ignorância, ou sua essência é tal que a ignorância é parte integrante dela. Como resultado, a hipótese de uma previsão exige ter conhecimento de todos os avanços futuros na ciência do conhecimento e invenções, bem como todas as futuras decisões tomadas a respeito para seu avanço. O estoque continuamente crescente de informações e conhecimento - as duas noções sendo claramente distinguidas - é o fator endógeno que torna todas partes da dinâmica da vida social e econômica. Este mundo econômico é caracterizado pelo conhecimento difuso e descoordenado e não concentrado ou, diferentemente, por ignorância.

“O conhecimento existe apenas enquanto conhecimento individual. Falar do conhecimento da sociedade como um todo não é mais que uma metáfora. A soma dos conhecimentos de todos os indivíduos não existe, em parte alguma, como um todo integrado. O grande problema está em descobrir de que modo todos podemos aproveitar esse conhecimento, que se encontra disperso, na forma de idéias separadas, parciais e, às vezes, conflitantes, nas mentes de todos os homens.” (HAYEK, 1983, p. 22).

### **III.1.3 Utilidade Marginal, Subjetivismo e Ordens Espontâneas**

A tríade básica da Escola Austríaca de Economia, apresentada anteriormente a partir de Iorio (2011), mostra a ação, o tempo e o conhecimento como seus elementos fundamentais. Agora apresentam-se os três principais conceitos responsáveis pela propagação da tríade em alguns campos de estudos, são eles: a utilidade marginal, o subjetivismo e ordens espontâneas. A principal função desses conceitos é atuar como “meio” para enfim alcançar discussões mais sólidas e palpáveis, como a filosofia política, epistemologia e a economia .

#### **III.1.3.1 Utilidade Marginal**

A doutrina da *utilidade marginal* foi a resposta, encontrada isoladamente, no ano de 1871, por três economistas, à denominada *questão do valor*, que vinha desafiando todos os que se interessavam pela ciência econômica, desde São Tomás de Aquino, ainda no século XIII. A resposta definitiva veio ao mesmo tempo e no fim do século XIX, mais precisamente no ano de 1871, quando três homens, no mesmo ano chegaram a uma resposta parecida e se quer tinham qualquer relação de contato. O primeiro foi Carl Menger, o segundo William Stanley Jevons e o terceiro Leon Walras.

De acordo com Lopes (2012) Carl Menger considerado o pai da Escola Austríaca de Economia encontrou a solução para a questão do valor. A atual questão via-se confrontada com a questão do valor trabalho formulada por Adam Smith (1723 – 1790) na qual informa que um bem possui o valor mediante o trabalho que ali foi empreendido. Entretanto, há alguns bens que podem demandar um grande trabalho e não ter um valor alto e outros que demandem um trabalho pequeno mas que tenha um valor alto ou até mesmo bens que tiveram um mesmo nível de trabalho e possuem valor diferente. Dessa forma, são as escolhas subjetivas dos indivíduos e a utilidade que damos a um bem que irão determinar o valor que ele possui. A sua grande contribuição foi a utilidade marginal, assim afirmava Menger (1987, p. 288):

No que concerne à variação do grau de importância das diversas necessidades às quais temos que atender, a experiência mais comum do dia-a-dia nos ensina um fato: as pessoas costumam atribuir grau mais elevado de importância àquelas necessidades de cujo atendimento depende a conservação de sua vida; e o grau de importância das demais necessidades escalona-se de acordo com o grau (duração e intensidade) do bem-estar que depende do atendimento das respectivas necessidades. Se, portanto, as pessoas se virem na contingência de escolher entre o atendimento de uma necessidade do qual depende apenas a conservação de sua vida e o atendimento de uma necessidade do qual depende maior ou menor grau de bem-estar, costumam dar prioridade ao primeiro; da mesma forma, darão prioridade à satisfação das necessidades cujo atendimento lhes proporcionar maior grau de bem-estar (portanto, para intensidade igual, duração maior; para duração igual, maior intensidade), dando menor importância às necessidades, cujo atendimento lhes proporciona menor grau de bem-estar.

Em suma, Menger além de reconhecido fundador da Escola Austríaca, também foi protagonista da Revolução Marginalista, que defende que o valor de produtos e serviços é determinado pela avaliação subjetiva do sujeito sobre um item adicional ou marginal e não pelas matérias primas e trabalho necessários para sua produção.

### **III.1.3.2 Subjetivismo**

A ênfase que a Escola Austríaca coloca na ação individual é característica de sua metodologia individualista. A análise austríaca não fornece apenas os *insights* mais profundos da lógica da ação individual, mas também os estudiosos da Escola Austríaca são os exemplos mais reconhecidos de adversários em relação a ideologias totalitárias. Karl Popper (1957, p. 146) justamente assinala que o individualismo metodológico é " that quite unassailable doctrine is that we must try to understand all collective phenomena as due to the actions, interactions, aims, hopes and thoughts of

individual men”. Indivíduos são o único fator explicativo possível de todos os eventos sociais, ou, em oposição, organizações, comunidades e o Estado não são logicamente capazes de ação. Todos as ações são inevitavelmente o fruto de decisões individuais, dado que só os homens têm objetivos e desejos. Conseqüentemente, fenômenos sociais ou coletivos são os resultados inesperados de ações individuais, não o fruto de projeto ou propósito. A realidade econômica e social é, então, um resultado residual em constante mudança, emergindo de ações pessoais. Lachmann (1977, p. 261-262) diz que “a economia tem duas tarefas. A primeira é fazer o mundo ao nosso redor inteligível em termos de ação humana e na busca de planos. A segunda é traçar as consequências não intencionais de tal ação”. Assim, a coordenação das decisões pelo Estado implicaria em um excesso de planejamento econômico que representaria um perigo de totalitarismo, sendo um tipo de lógica que conduziria, mesmo que involuntariamente, a um tipo de coerção que muitos dos que o defendem não estariam dispostos a aceitar.

De acordo com Karpouzanov (2011), o corolário lógico do individualismo metodológico é o subjetivismo. Apesar de sua realidade objetiva, fenômenos sociais e econômicos são percebidos de uma forma muito pessoal por cada participante do processo de mercado. Com base nesta restrição cognitiva de informação e conhecimento, todos os indivíduos constroem seus planos de acordo com suas avaliações e preferências. Isso quer dizer que o próprio processo de avaliação de bens, apreciação de situações e a expressão de preferências está profundamente enraizada na metodologia subjetivista. E, na verdade, pode-se enumerar três diferentes formas de subjetivismo: subjetividade preferências que respondem pelas inevitáveis diferenças e especificidades das avaliações individuais, subjetividade interpretativa que ilustra a variada a capacidade cognitiva entre os agentes econômicos individuais e subjetividade das expectativas que segue dos dois anteriores e é relativo às divergências de antecipações agentes econômicos têm sobre o futuro.

Karpouzanov (2011) aponta que o fato de a Escola Austríaca de Economia ter sido chamada de *Psychological School* não é surpreendente, dado o papel que os austríacos desempenharam na popularização não apenas da abordagem marginalista do valor, mas precisamente a abordagem marginal da subjetividade valor. E como a dimensão de troca de bens de uma comunidade é construída sobre uma multiplicidade de avaliações subjetivas individuais de um grande número de agentes econômicos, os valores efetivos resultantes são objetivos. Aqui, os austríacos empregam a

reinterpretação kantiana da noção de “objetivo” como intersubjetivo, que, em termos econômicos, significa que o valor é um resultado de competir confrontado avaliações no decurso de múltiplas interações (valor inter-individual) e pode ser comparado com fontes alternativas de utilidade para o indivíduo (infra-individual valor).

### **III.1.3.3 Ordens Espontâneas**

De acordo com Arroyo (2010), Carl Menger também antecipou um desdobramento teórico mais abordado por Hayek – a compreensão das ordens espontâneas, isto é, o surgimento de instituições devido aos resultados não intencionais de ações intencionais. Sua teoria do surgimento da moeda através de um processo de seleção de mercadorias de alta comerciabilidade é um exemplo clássico do surgimento de uma ordem espontânea.

Inicialmente é necessário estabelecer o conceito de ordem, para posteriormente entender como ela é espontânea. Afirma Hayek (1985 p. 36):

Por ‘ordem’ designaremos sempre uma condição em que múltiplos elementos de vários tipos se encontram de tal maneira relacionados entre si que, a partir de nosso contato com uma parte espacial ou temporal do todo, podemos aprender a formar expectativas corretas com relação ao restante ou, pelo menos, que tenham probabilidade de se revelar corretas.

As tais ordens constituem-se de várias influências individuais, sem uma coordenação central. Não foi planejado criar, por exemplo, a sociedade, ela deu-se através do tempo como uma relação endógena das comunidades. Hayek diz que a ordem espontânea é fruto da “ação humana, mas não do desenho humano”. Ou seja, a explicação última está na própria ação humana. Além disso, o que é “espontâneo” não é a ação, mas sim a ordem. O que ele está dizendo é que tal ordem não é fruto de ações deliberadas que objetivam formar aquela ordem. Como exemplo, tem-se o mercado, a moral, a cultura, a linguagem, etc. Carl Menger, o fundador da Escola Austríaca, corrobora:

O direito, a linguagem, o Estado, a moeda, o mercado, todas essas estruturas sociais, em suas várias formas empíricas e em suas mudanças constantes, são, em grande extensão, o resultado não intencional do desenvolvimento social. O preço dos bens, a taxa de juros, a renda da terra, os salários, e milhares de outros fenômenos da vida social em geral e da economia em particular exibem exatamente a mesma peculiaridade” (MENGER, p. 147, 1985).

## Capítulo 4 - Fundamentação Teórica

Neste Capítulo apresenta-se as influências teóricas de Hayek, a partir da Teoria do Capital de Wicksel, apresentando o conceito de processo cumulativo para escola austríaca; a heterogeneidade do capital e sua não-circularidade e a introdução do variável tempo na estrutura de produção. Cabe destaque a metodologia austríaca, ao analisar a atividade econômica levando em consideração a dimensão temporal deve estar em congruência com a preferência dos consumidores aos bens presentes em relação aos bens futuros, sendo que essa preferência entre os bens presentes aos bens futuros vai determinar a propensão a poupar e assim a taxa de juros natural, que terá o papel de promover a coordenação entre poupança e o investimento. Ademais abordará os efeitos da poupança voluntária sobre a estrutura produtiva da economia através de *spillovers* sobre os lucros e como estes se dispersam nas etapas e setores produtivos. Posteriormente, apresenta os efeitos da diminuição – advinda da poupança voluntária – nas taxas de juros e como estas afetam os preços nos diversos ramos da economia. E, por fim, apresenta-se o efeito Ricardo e como este se propaga nas etapas produtivas. E assim, por fim, este capítulo apresenta o entendimento da Escola Austríaca de economia sobre os ciclos econômicos. Originalmente concebido por Ludwig von Mises (1953) no início do século passado e desenvolvido com maior destaque por F. A. Hayek (1967) antes e durante a Grande Depressão, a Teoria Austríaca do ciclo de negócios é uma teoria do boom insustentável. Como dito por Arroyo (2010), a Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos (daqui em diante, TACE), pode ser considerada a condensação de todo o pensamento da Escola Austríaca.

### IV.1. Moeda, Poder de Compra e Cálculo Econômico

#### IV.1.1 Moeda

Como indica Arroyo (2010), a teoria Austríaca da moeda remonta a Carl Menger (2009) e aos desenvolvimentos do jovem Ludwig von Mises (1971). Carl Menger, o fundador da Escola, desenvolveu uma teoria de origem espontânea da moeda no processo de Mercado. Em um primeiro momento, em um estado de escambo, os agentes percebem que alguns bens possuem uma capacidade de serem comercializados superior a outros, isto é, como aponta Arroyo (2010) “que seus preços potenciais de venda não são tão discrepantes dos preços de compra no mercado

para pequenos espaços de tempo”. Para Arroyo (2010), tal processo, por sua vez, tende a ocorrer tanto devido a características subjetivas (de demanda) como características objetivas como fácil divisibilidade, homogeneidade, portabilidade, permanência e baixa capacidade de controle sobre a oferta. Assim, os agentes, espontaneamente, passam a demandar maiores quantidades desses bens não como bens de primeira ordem, mas como bens de ordens mais elevadas, visando obter outros meios mais facilmente e reduzir as perdas potenciais a serem enfrentadas pelos preços de venda dos bens de baixa comerciabilidade. Destaca-se que essa demanda adicional que não tem como objetivo o uso direto, mas sim a troca, impulsiona para cima o preço de tal bem em termos dos demais. De acordo com Arroyo (2010), esse aumento de preços é interpretado por alguns agentes como um sinal de aumentos posteriores, reforçando o processo de alta de demanda e alta de preços. Esse processo seguiria no tempo, resultando na formação espontânea de um meio de troca aceito universalmente, a mercadoria mais comercializável, ou seja, a moeda.

Arroyo (2010) aponta que, conforme argumenta Mises (1971, p. 34-37), qualquer função adicional da moeda decorre de o fato da moeda ser o meio de troca aceito universalmente. Se a mercadoria espontaneamente institucionalizada como moeda não fosse um meio de troca geral, ela não seria capaz de se tornar uma reserva de valor espacial-temporal e, assim, um veículo de transações intertemporais e um instrumento de quitação de débitos.

Uma importante conclusão apontada por Arroyo (2010) é a de que a moeda, isto é, a mercadoria mais comercializável, é um bem de ordem elevada.

O agente que demanda o ativo monetário, sempre o demanda como uma etapa transitória em seu plano de ação, até mesmo quando a demanda como reserva de valor. A moeda representa subjetivamente nos planos de ação dos agentes bens de consumo prospectivos e/ou bens de produção prospectivos (os últimos bens de consumo prospectivos numa data mais certa ou incerta). Tal prospecção depende de quão afastada no tempo está a capacidade de se utilizar do meio de troca (Arroyo, p.57, 2010).

#### **IV.1.1.1 Oferta Monetária**

Arroyo (2010) mostra que na visão clássica de Mises (1971), a oferta monetária num sentido amplo consiste na moeda propriamente dita, nos substitutos monetários (notas bancárias, depósitos à vista) e na moeda-crédito, que corresponderia a qualquer direito futuro a uma soma monetária (depósitos de poupança, promissórias, títulos de dívida). Num sentido estrito, a oferta monetária

consiste na moeda propriamente dita (fiat-money ou metal precioso) mais a moeda-crédito.

Seguindo Mises (1971, p.135), além da moeda, também pode-se chamar de meio fiduciário a quantidade de substitutos monetários que excede a quantidade de moeda propriamente dita, isto é, a base monetária. Clarificando a definição de substitutos monetários Arroyo (2010) indica que estes possuem origem nos certificados monetários, que por sua vez, são instrumentos utilizados para conferir informações sobre o meio de troca. Os substitutos monetários podem, graças a sua natureza, servir então como títulos de propriedade ao próprio meio de troca. Atualmente, os substitutos monetários respondem principalmente por depósitos à vista (saldos em conta corrente) e cheques, uma vez que o uso de notas bancárias é cada vez menor. Dessa forma, Arroyo (2010) aponta que em um regime monetário baseado no papel-moeda, por exemplo, o meio fiduciário consiste, simplificada, na quantidade de depósitos à vista/notas bancárias/cheques em circulação que excede o papel moeda emitido.

Arroyo (2010) mostra que outro componente da oferta monetária que precisa ser mais bem compreendido é a moeda-crédito, pois esta pode ser valorada de forma distinta do dinheiro propriamente dito. Uma das razões para que isso ocorra é porque se trata de moeda futura, esta sempre possuindo, *ceteris paribus*, um valor inferior ao da moeda presente – devido ao fenômeno da preferência temporal. Além disso, ela também é subavaliada por existirem riscos empresariais envolvidos em seu pagamento (o devedor pode não honrar seu compromisso), e por haver maior incerteza quanto ao seu poder de compra futuro, quando comparada à moeda propriamente dita. Assim, Arroyo (2010) mostra que tais fatores consistem, portanto, em freios sobre a emissão desenfreada de moeda-crédito. “De fato, a moeda-crédito pode ser compreendida como sendo qualquer transação monetária intertemporal já iniciada e acordada, porém inacabada” (Arroyo, 2010, p. 60). Ainda é importante ressaltar que a moeda-crédito desaparece da oferta monetária quando da ocasião de sua (não) quitação por moeda presente ou substitutos monetários.

#### **IV.1.1.2 Demanda por Moeda**

Arroyo (2010) mostra que a demanda pelo meio geral de troca, na visão Austríaca, pode ser agrupada em dois grandes conjuntos (desconsiderando a demanda por motivos não monetários): i) demanda por parte daqueles que já possuem moeda

(pós-renda), isto é, aqueles que já compraram moeda e querem mantê-la; e ii) demanda por parte daqueles que ainda não possuem moeda (pré-renda), isto é, aqueles que julgam não ter moeda suficiente e desejam comprá-la. Nas palavras de Robert Clower “money buys goods and goods buy money, but goods do not buy goods in an organized market” (citado em Horwitz, 2000, p.147). Aqueles que ainda não possuem moeda podem obtê-la vendendo bens que até então iriam cumprir a função de bens de consumo ou então vendendo outros bens de ordens elevadas. É relevante destacar que Arroyo (2010) aponta que em uma economia monetária desimpedida e com mercados financeiros desenvolvidos, moedas também são capazes de comprar moedas – diversas moedas presentes e seus diversos substitutos monetários são cambiados por todas as formas de moedas e suas respectivas moedas-crédito (e vice-versa).

De acordo com Mises (1971) aqueles que já possuem moeda e ainda a demandam devido à incerteza estrutural, sendo os encaixes (entesouramento) propositais e não meros resíduos ex-post “where there is no uncertainty concerning the future, there is no need for any cash holding” (Mises, 1996, p.471). Para Arroyo (2010) caso os agentes conheçam a real estrutura de meios e fins relevante para seus planos de ação, não haveria necessidade de manter moeda em caixa – poder-se-ia aplicar o montante até a data limite e perseguir finalidades adicionais. Entretanto, como os agentes não estão cientes de tal real estrutura, preferem manter certo montante reservado para aproveitar oportunidades imprevistas prospectivas e se resguardar contra possíveis erros e mudanças imprevistas.

#### **IV.1.2 Poder de Compra da Moeda**

Para Arroyo (2010), a capacidade dos agentes em formularem conhecimento relevante sobre a realidade objetiva do sistema é grandemente ampliada com a troca indireta, uma vez que através do uso da moeda, os indivíduos são capazes de atualizar constantemente sua escala de valores, utilizando informações recentes de troca geradas por todo o sistema econômico.

Para exemplificar, consideremos uma situação inicialmente sem um meio geral de troca. Um indivíduo, ao perceber que um bem pior ranqueado em sua escala de valores pode ser trocado por outro mais bem ranqueado, realiza uma inversão na posição dos mesmos. Com a introdução da moeda, esse efeito de aprendizado é potencializado, uma vez que a moeda pode ser trocada por qualquer outro bem. Bens que não possuíam utilidade alguma para o agente passam a possuir utilidade uma vez que a troca indireta permite a obtenção de um bem com maior utilidade (ARROYO, 2010, p. 63)

Arroyo (2010) destaca que não se trata apenas de reduzir os custos de transação de trocas diretas que os agentes já sabem ser passíveis de realização. Trata-se de um processo que permite a descoberta empresarial de trocas mutuamente benéficas até então despercebidas pelos agentes. Tal processo é social por natureza, uma vez que as valorações de todos os indivíduos, conforme expressas numa troca monetária recente, são levadas em conta no sistema de preços a ser formado. Mises (1971, p. 48), seguindo Menger, afirma então que a moeda é o *price-index*.

Esse grande índice de preços considerado acima por Mises representa o poder de compra da moeda, podendo resumidamente ser definido, como o conjunto de todos os preços de bens em termos da unidade monetária. Dessa forma, a partir de Arroyo (2010) pode-se concluir que o poder de compra da moeda sobe quando o preço dos demais bens em termos de moeda cai. Em oposição, o poder de compra da moeda cai quando o preço dos demais bens em termos de moeda sobe.

Para Arroyo (2010), como cada indivíduo persegue finalidades distintas, usando meios distintos, o poder de compra da moeda será interpretado diferentemente por cada indivíduo, sendo uma consequência desse fato a impossibilidade de mensurar tal poder de compra de acordo com uma escala objetiva imutável. Assim, complementando nossa análise anterior da demanda por moeda, pode-se observar que cada indivíduo demanda (ou oferta) unidades monetárias adicionais levando em consideração seu poder de compra esperado no momento da troca, não demandando pura e simplesmente meros saldos nominais. Como ocorre com os demais preços, expectativas de aumento ou queda futura no preço da moeda em relação aos demais bens poderão provocar mudanças já no presente nesse preço.

O poder de compra da moeda possui determinantes do lado monetário e do lado dos demais bens. *Ceteris paribus*, um aumento na demanda por moeda, uma diminuição na oferta de moeda, uma diminuição na demanda por bens ou um aumento na quantidade de bens disponíveis na economia pressionará o poder de compra da moeda para cima. *Mutatis mutandis*, uma redução na demanda por moeda, um aumento na oferta de moeda, um aumento na demanda por bens ou uma diminuição da quantidade de bens disponíveis na economia pressionará o poder de compra da moeda para baixo. Portanto, na visão Austríaca, variações na oferta e na demanda de moeda afetam primordialmente seu poder de compra, muito embora seus efeitos sobre a taxa monetária de juros sejam fundamentais para a compreensão do ciclo econômico (ARROYO, 2010, p. 64).

A partir de Mises (1971), Arroyo (2010) aponta que o poder de compra da moeda possui uma tendência à equalização espacial. As supostas diferenças no poder de compra da moeda nas diversas localidades na verdade são consequências do fato

de que os agentes valoram as mercadorias de forma subjetiva, ou seja, o mesmo bem em duas localidades distintas possuiria valor distinto para os agentes. Nas palavras de Mises (1971, p.176): “the purchasing power of money is the same everywhere; only the commodities offered are not the same. They differ in a quality that is economically significant - the position in space of the place at which they are ready for consumption”.

#### **IV.1.3 Cálculo Econômico**

A partir de Arroyo (2010) tem-se que a formação de um conjunto de preços em termos de um denominador comum, preços que levam em conta os julgamentos de valor de todos os membros da sociedade sobre todos os bens por cada um deles negociados, constitui um grande passo em direção à solução de tal problema de adequação dos meios aos fins. Os agentes são capazes de modificar seu conhecimento e formular expectativas quanto ao seu preço futuro ao observar os preços monetários que representam os meios desejados para atingir suas metas. Da mesma forma, ao observar os preços monetários que representam os meios que atualmente possuem, os agentes são capazes de modificar seu conhecimento e formular expectativas quanto aos preços que podem obter no futuro por tais meios. Assim, chega-se que os agentes são capazes de tentar estimar alguns dos custos relacionados aos seus planos de ação, e de agir levando em conta as valorações que eles supostamente atribuem aos diversos participantes do sistema econômico, levando-se em consideração a incapacidade dos agentes em conhecer a totalidade das informações e as percepções de todos os agentes do sistema. Essa é a essência do mecanismo do cálculo econômico, do qual a moeda é parte indispensável. Nas palavras de Mises (1996, p.208-209):

Thus money becomes the vehicle of economic calculation. This is not a separate function of money. Money is the universally used medium of exchange, nothing else. Only because money is the common medium of exchange, because most goods and services can be sold and bought on the market against money, and only as far as this is the case, can men use money prices in reckoning. The exchange ratios between money and the various goods and services as established on the market of the past and as expected to be established on the market of the future are the mental tools of economic planning. Where there are no money prices, there are no such things as economic quantities. There are only various quantitative relations between various causes and effects in the external world. There is no means for man to find out what kind of action would best serve his endeavors to remove uneasiness as far as possible”

Para Arroyo (2010), de acordo com Mises (1990, p.11-12), existem duas

condições básicas para que seja possível o cálculo econômico racional: (1) existência de um meio de troca universal e (2) um mercado desimpedido, no qual esse meio de troca possa ser comercializado por todos os outros bens em todos os confins do sistema econômico sem restrições. De fato, a condição (2) pressupõe a capacidade dos agentes em possuir disponibilidade exclusiva de meios para atingir fins (propriedade privada), em suma, a capacidade de disponibilidade exclusiva de um meio.

Arroyo (2010) indica que Mises (1996, p. 210) é enfático quanto ao fato dos preços esperados serem o objetivo da ação humana. Os preços recentes fornecidos e utilizados pelo agente no cálculo econômico são apenas informações a partir das quais os agentes tentam imaginar o futuro, formando seu conhecimento: “numbers applied by acting man in economic calculation do not refer to quantities measured but the exchange ratios as they are expected - on the basis of understanding - to be realized on the markets of the future to which alone all acting is directed and which alone counts for acting man” (Mises, 1996, p. 210).

Em suma, a partir de Arroyo (2010) tem-se que o sistema de preços é uma grande ferramenta construída pela ação humana voluntária (porém não pelo desígnio humano voluntário) para que os agentes possam coordenar seus planos de ação. Através de um legítimo sistema de preços, os agentes podem, através do cálculo econômico, adquirir informação e formular julgamentos sobre quais meios são considerados mais urgentes pelos demais agentes para a execução de seus planos de ação, podendo cooperar com tais planos através de trocas mutuamente benéficas. Também através do sistema de preços podem descobrir que fins (e que meios) terão de ser abdicados para perseguir uma finalidade alternativa. Ou seja, são capazes de melhor compreender os plenos custos de suas ações.

Arroyo (2010) conclui que o sistema de preços monetários serve como um vasto sistema de comunicação social, no qual os preços atuam como veículos diretos do conhecimento. Nas palavras de Horwitz (2004, p. 314): “when we use a price, we don’t know what others know, rather we simply are able to act as if we knew what others knew. Prices are, in that sense, surrogates for knowledge”.

O sistema de preços é eficiente não por conduzir informação relacionada a planos perfeitamente coordenados, mas sim pelo potencial de ajuste contido nos preços de desequilíbrio vigentes. Como vimos, é papel da função empresarial buscar um grau maior de coordenação de planos, tendo como incentivos a realização de lucros (minimização das perdas). Dessa maneira, planos não coordenados oferecem incentivos para que um empreendedor alerta descubra e atue sobre essas incoerências, o que deverá provocar mudanças de preço. Fica claro então

que o processo de formação de preços é inseparável do processo de coordenação de planos de ação. Assim como os planos de ação, os preços estão sempre mudando, uma vez que os agentes estão sempre entrando em contato com nova informação, modificando seu conhecimento e redefinindo suas valorações e expectativas. Nossa posição, portanto, é a de que um meio qualquer nunca possui um preço homogêneo, nem virá a possuir, embora exista uma tendência lógica movida pela ação empresarial operando em favor de sua equalização (Arroyo, p.69, 2010).

## **IV.2 Teoria Austríaca do Capital**

### **IV.2.1 A teoria monetária de Knut Wicksell**

Wicksell foi uma das maiores influências na teoria dos ciclos de Hayek, os conceitos introduzidos por Wicksell da taxa de juro natural e taxa monetária, para Soromenho: “constituem a base analítica da explicação das flutuações econômicas” (1994, p. 50). Ademais, o autor destaca ainda a importância da teoria Wickselliana na agenda de pesquisa de Hayek sobre os ciclos econômicos. O caminho inaugurado pelo autor levantou questões teóricas que Hayek a tentaria responder. Para Wicksell, a partir de Soromenho (1994), a teoria real sofria com dois tipos de abstrações associados à moeda: primeiro, o uso de moeda como uma mercadoria qualquer, não exercendo função como meio de troca,; o segundo, seria a abstração da função reserva de valor.

Sobre o primeiro problema, Peres (2012) indica que a adoção da teoria do valor subjetivo por Wicksell trará uma nova função moeda. O valor de um objeto para o sueco é resultado da importância que damos à posse desse bem com o propósito de atender as nossas necessidades. A moeda para Wicksell não era classificada como uma mercadoria qualquer, ela teria uma particularidade especial, porém, não interferiria na relações de troca da economia, sendo elas regidas pela teoria subjetiva do valor. Segundo Martins: “A moeda, para Wicksell, seria apenas e tão somente uma mercadoria intermediária, um meio de troca”(Martins, 2007, p. 40).

A partir de Martins (2007) resume-se que “como a moeda não teria utilidade marginal por si (só teria utilidade indireta), não poderia, portanto, ser enquadrada na teoria-valor utilidade, ou seja, não seria sua utilidade marginal que determinaria seu valor”( 2007, p.41), o valor da moeda estaria ligado ao seu poder de compra. Sendo assim: “só seria razoável pensar em oferta e demanda por moeda no contexto produtivo, real, conectado aos outros bens da economia” (Martins, 2007, p.42), então não seria viável pensar em oferta e demanda por pela moeda *per se*.

Para Peres (2012), ao investigar o efeito da adoção da moeda como um meio de troca, inserindo-a no modelo walrasiano, Wicksell constatou que a introdução da moeda no modelo não provocaria mudanças nos níveis de preços, o único efeito constatado seria a simplificação das trocas. Com esse resultado, o sueco não conseguiu chegar a nenhuma explicação sobre a alteração nos níveis de preço, então era necessário adotar a função de reserva de valor da moeda, que assim possibilitaria chegar ao seu objetivo (Martins, 2007, p. 44,; Soromenho, 1994, p. 245).

Peres (2012) mostra que a inserção da função de reserva de valor à moeda dava possibilidade da inserção da dimensão temporal em sua análise, não presente na teoria de Walras, sendo essa inserção influência direta da teoria austríaca do capital introduzida por Bohm-Bawerk.

Em toda sua abordagem, Wicksell manteve-se fiel ao modelo walrasiano, no que tange às questões do valor e das trocas. Porém, no que diz respeito à produção, Wicksell se afastou-se do paradigma walrasiano e inspirou-se na teoria austríaca da produção, fundamentalmente em Bohm-Bawerk. Neste o aspecto temporal tinha um papel preponderante, e segundo Wicksell forneceria uma explicação sobre a determinação dos juros na economia (Martins, 2007, p.44).

Peres (2012) diz que a ausência do tempo no modelo de equilíbrio geral advinha do fato de a teoria considerar que as trocas eram simultâneas, ou seja, as compras e vendas dos agentes ocorriam no mesmo espaço de tempo. Ao constatar que isso se distanciava da realidade, dado que o indivíduo pode receber uma quantia de moeda e gastar numa data futura, e considerando ainda que cada indústria apresentava um tempo de produção diferente, há possibilidade da introdução da função da moeda como reserva de valor. Apesar do elemento tempo não ser encontrado na teoria Walrasiana de trocas, Wicksell encontrou essa variável na Teoria Monetária vigente da época, incorporada no conceito de velocidade de circulação da moeda e nos saldos monetários mantidos pelos indivíduos, sendo a velocidade da moeda, para Wicksell, o número de vezes que o a moeda trocava de mãos com o fim de realizar trocas num dado período de tempo (Soromenho, 1994, p.248).

Entretanto, Peres (2012) aponta que a velocidade da circulação na teoria quantitativa era uma variável exógena, tida como constante, sem relação com o lado monetário da economia, e sim, relacionada à economia real, definida pelos hábitos de consumo e pelo nível de atividade da economia e a quantidade de moeda disponível. Wicksell vai se posicionar contrário a esse aspecto dado a velocidade da moeda. Para ele, o comportamento da velocidade está associado à demanda por

encaixes individuais, isso supondo uma economia sem crédito, ou seja, uma economia de moeda pura, sendo essa uma situação hipotética, que foge a realidade. Assim Wicksell introduz a questão institucional em sua análise, a demanda por moeda está relacionada ao sistema monetário onde o agente se encontra, ou quanto o sistema pode atender sua demanda por moeda. Essa será umas grandes contribuições da análise de Wicksell.

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 a economia e derivar seus desdobramentos sobre o sistema econômico (Roncaglia de Carvalho, 2007, p. 72).

Nesse contexto, Wicksell se refere ao fato da teoria quantitativa não considerar o crédito bancário em sua análise demonstrará como a moeda em sistema de crédito bancário, provocará alterações na economia via taxa de juros, ou simplesmente, processo cumulativo, onde o autor integrará o lado monetário ao lado real da economia.

#### **IV.2.1.1 Taxa de juros e o processo cumulativo**

O processo cumulativo em Wicksell leva em conta os mecanismos diretos e indiretos de transmissão monetária. O mecanismo direto é referente à teoria quantitativa da moeda, que estabelece uma relação causal direta entre a oferta de moeda e o nível de preços, dado que em uma economia onde todos os recursos estão sendo utilizados, um aumento na quantidade de moeda, aumentará a renda e conseqüentemente levando a um aumento nos níveis de preços. O mecanismo indireto leva em conta a influencia da taxa de juros na demanda por moeda e na velocidade de sua circulação (Carvalho, 2000).

Um aspecto central na discussão é a diferenciação entre taxa de juro natural e taxa monetária, pois será a base da formulação do processo cumulativo. O desajuste entre essas duas taxas será o responsável por provocar a mudança cumulativa nos níveis de preços. Sobre a definição de taxa natural de juros tem-se em Wicksell:

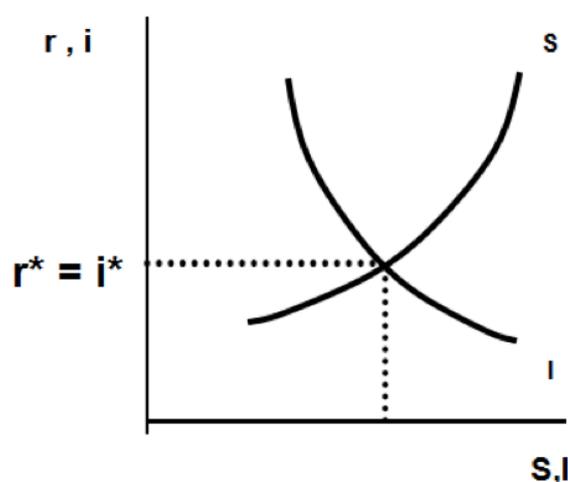
There is a certain rate of interest on loans which is neutral in respect to commodity prices, and tends neither to raise nor to lower them. This is necessarily the same as the rate of interest which would be determined by supply and demand if no use were made of money and all lending were effected in 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,, 1962, p. 102).

Em uma definição a partir de Carvalho (2000, p. 30) tem-se que “a taxa de

juros natural é a taxa que iguala ex-ante a poupança desejada com o investimento planejado”, ou seja, a taxa de juros natural é baseada na preferência intertemporal dos agentes que sinalizará ao empresário o quão indireto deve ser o investimento. Porém a taxa de juros não é uma variável fixa ou que pode ser precisamente medida, para o autor só é possível perceber através os níveis de preço, Wicksell descreve: “if it were possible to ascertain and specify the current value of the natural rate, it would be seen that any deviation of the actual money rate from this natural rate is connected with rising or falling prices according as the deviation is downward or upward” (WICKSELL, 1962, p. 107).

Para Peres (2012), a taxa de juros monetária é simplesmente a taxa cobrada pelo banco por empréstimos, determinada pelo sistema financeiro com um fim de possibilitar maiores ganhos aos bancos e que regulara o mercado de fundos emprestáveis. A figura 1 ilustra o ponto de equilíbrio entre o lado monetário e o lado produtivo, o ponto de equilíbrio se situa onde  $(r = i)$ . Situação típica de um modelo de concorrência perfeita, no qual o lucro extraordinário é nulo, oriundo da equiparação entre o custo do empreendimento, representando pelos juros do capital e o rendimento esperado pela ampliação de capacidade da estrutura produtiva.

Figura 1: Equilíbrio entre poupança e investimento e formação da taxa de juro natural.



Fonte: Roncaglia de Carvalho (2007).

A partir de Peres (2012), tem-se que, quando a taxa nominal estiver abaixo da

natural, o custo do investimento será menor que o retorno esperado do capital, gerando um cenário favorável ao plano de expansão dos empresários. O crédito será ampliado e destinado aos empresários, que irão adquirir bens de capital ou insumos produtivos, como mão-de-obra e matéria prima. Dado esse aumento da demanda, alguns setores não serão capazes de suprir esse aumento adicional, supondo-se o pleno emprego dos fatores de produção, elevando, assim, os preços da mercadoria. Na situação oposta, quando as taxas de juros nominais estiverem acima da taxa natural, os empresários sentirão uma redução da renda do capital frente ao custo do investimento, assim optarão em focar nos investimentos mais rentáveis da atividade, e assim, diminuirá demanda por bens e serviço em relação a oferta e os preços se reduzirão.

De maneira resumida, sobre o motivo de estudo de Wicksell, Roncaglia de Carvalho (p.80, 2007) diz : “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 investimentos”. Para Peres (2012) a percepção do sueco traz luz à discussão de que a economia, sujeita a um regime de oferta de moeda elástica, não segue uma tendência clara à coincidência entre as duas taxas de juros, e ainda esse sistema permitiria, por meio do crédito bancário, uma discrepância permanente entre as duas taxas, ora ocasionando uma expansão econômica, ora uma contração.

A questão mais importante a ser tirada de Wicksell, é a contribuição respeito à interação entre as esferas real e monetária da economia, por meio da taxa de juros, motivação essa que serviu de influencia para Hayek. Apesar de ele ter demonstrado a influencia dos juros na economia, sua análise se limita aos efeitos deste no nível geral de preços. Este foi o erro que o sueco cometeu para Hayek, e que será referência para a teoria do ciclos apresentada por Mises e aperfeiçoada por Hayek.

#### **IV.2.2 A Teoria do Capital**

Peres (2012) aponta que para alguns autores da escola austríaca a teoria dos ciclos tem seu embrião na teoria do capital. A concepção austríaca do capital é que dará base analítica à teoria do ciclos de Mises e posteriormente à de Hayek e apresenta características que a difere das outras teorias, como a heterogeneidade do capital, a transitoriedade e a visão de capital como uma estrutura temporal. Em relação a heterogeneidade do capital tem-se:

Essa estrutura de capital não é vista como um agregado homogêneo;

seus elementos se diferenciam por sua posição temporal no processo produtivo e por suas inter-relações específicas dentro da estrutura. Os bens de capital, por serem heterogêneos, não são perfeitamente substitutos,(..). Sua heterogeneidade implica, no entanto, que os bens de capital são complementares. (Barbieri, 2006, p. 39).

A partir de Branda, Feistel e Rosa Da Silva (2014), o conceito de estrutura produtiva aqui apresentado é originado de Carl Menger em seus Princípios de Economia Política e está intimamente relacionado aos tipos de bens presentes em uma economia de mercado – a saber: bens de consumo (ou de primeira ordem) que são bens destinados a satisfazer as necessidades humanas diretas e fatores de produção (ou bens de ordem superior), que são submetidos ao processo de transformação no tempo. Assim, o próprio Menger concebe um princípio fundamental acerca da estrutura produtiva, a saber:

[...] para que uma coisa tenha qualidade de bem, é indispensável que possa ser colocada em nexos causal com a satisfação de determinadas necessidades humanas. Contudo, vimos também que o nexos causal imediato entre o bem e a satisfação das respectivas necessidades humanas não constitui absolutamente condição sine qua non para que seja um bem, e que grande parte das coisas deriva sua qualidade de bem simplesmente do fato de terem nexos causal indireto e mediato com a satisfação de necessidades humanas. [Assim] A lei de que os bens de ordem superior só conservam sua qualidade de bens, enquanto conservarem os bens de ordem inferior para cuja produção serve, não constitui modificação que afete o princípio supra, mas antes uma modalidade completa da mesma (Menger, 1986, p. 252-53).

Peres (2012) mostra que a concepção não-circular do processo de produção foi primeiro introduzida por Menger, onde ele vai hierarquizar os bens em diferentes ordens. Cada ordem representava a maneira direta ou indireta com que as necessidades do indivíduo eram satisfeitas. Os bens de primeira ordem são aqueles que atendem a necessidades mais imediatas dos indivíduos, ou seja, bens de consumo. Os bens de ordem mais elevadas constituem formas indiretas pelo quais os indivíduos buscavam gerar mais bens de primeira ordem. Isso é uma das principais características da teoria, a não circularidade do processo produtivo, possuindo um sentido unidirecional, partindo dos bens de ordem mais elevadas aos de menores ordens, sendo um processo onde os bens se complementam (Roncaglia de Carvalho, p.115, 2007). Para facilitar a compreensão, tomemos com exemplo o pão, Menger o define como um bem de primeira ordem, já que atende as necessidades mais imediatas. O forno utilizado para preparar o pão é definido como um bem de segunda ordem, assim o Moinho é definido como um bem de terceira ordem. O quanto mais distante no que diz as etapas do processo produtivo, maior será a ordem do bem (Soromenho, 1994,

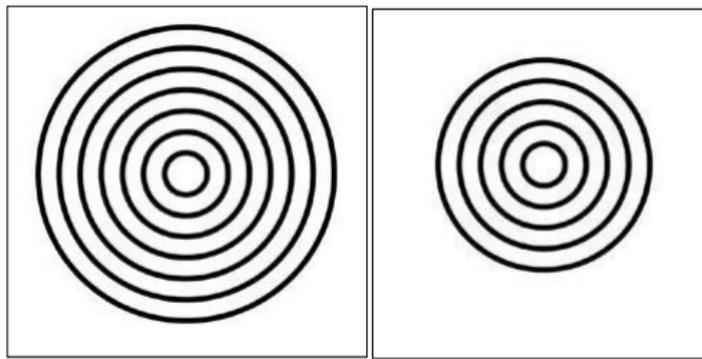
p.123).

Menger destaca que a origem da riqueza não residiria na divisão do trabalho, mas sim na adoção de métodos de produção que utilizassem números cada vez maiores de bens de ordens mais elevadas ou bens intermediários. Mas para ele não era simplesmente a adição de um bem intermediário que resultaria num aumento da riqueza, mas sim a adoção de novos métodos de produção, que introduziria novas etapas intermediária e cada etapa correspondia à criação de um novo bem de produção. Por exemplo, no caso da produção têxtil, a riqueza não aumentaria simplesmente pela adição de teares já utilizados anteriormente no processo, isso resultaria num aumento da produção, mas não de riqueza, já que a estrutura de produção continuaria igual, somente com um volume maior de capital (Soromenho, p.125, 1994)

Em Soromenho (1994, p. 125) tem-se que o aumento da riqueza proveniente do deslocamento do trabalho para a produção de bens de ordem elevada era limitado por dois fatores. Em primeiro lugar, a adoção de métodos de produção mais indiretos era restringida pela extensão do conhecimento humano. Em segundo lugar, o crescimento da riqueza estava limitado a urgência ao atendimento das necessidades humanas, quanto mais fosse à urgência das necessidades dos indivíduos menor seria a disposição dos produtores por processos mais longínquos, ou seja, por processos que envolvessem mais etapas e por consequência mais tempo, sendo assim, menor seria a capacidade de criar riqueza.

Posteriormente, Branda, Feistel e Rosa Da Silva (2014) mostram que esse princípio foi desenvolvido por Eugen von Böhm-Bawerk em sua Teoria Positiva do Capital onde este concebe a estrutura produtiva em etapas conhecidas como moscas de alvo. Trata-se de um conjunto de anéis concêntricos para representar a estrutura temporal de produção. Para Böhm-Bawerk (1986) a produção de um bem qualquer começava no centro do alvo através da utilização dos meios originais (recursos naturais e trabalho). Com o decorrer do tempo, o processo evolutivo se espria de dentro para fora e o produto final é representado pelo anel mais afastado. Assim quanto mais anéis a mosca de alvo possuir, maior o grau de desenvolvimento do processo produtivo ou do sistema econômico. Cada anel representa o que autor austríaco denominou de classe de maturação.

Figura 2: Estrutura de produção de Bawerk.



Fonte: Iorio, 2011, p.139.

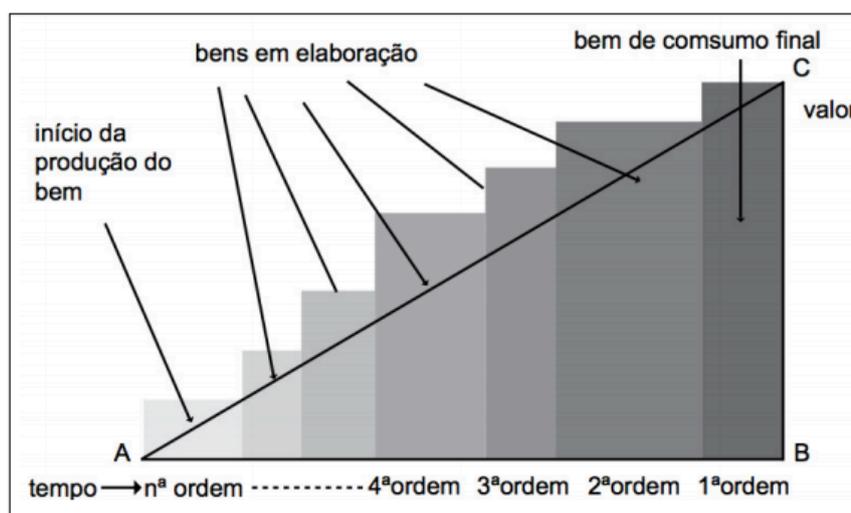
Mais tarde, em evolução ao que foi sistematizado por Menger e Böhm-Bawerk, Hayek desenvolve a sua teoria do capital ao longo de três obras em uma década e, por sugestão de Ludwig von Mises, acrescenta um ponto importante à teoria na representação da estrutura do capital: uma estrutura em etapas ao longo do tempo, que ficaram conhecidas como os triângulos hayekianos. Tais formulações de Hayek captam a linearidade essencial – o que não significa a negação da existência de não linearidades importantes – da estrutura de produção (Branda, Feistel e Rosa da Silva, 2014). A teoria e representação de Hayek têm como principal característica a desagregação, ou seja, para Hayek, segundo Soromenho (2012), o pressuposto de que os bens de capital são heterogêneos é indispensável na concepção de uma estrutura produtiva. Isso torna claro tanto o problema da alocação intertemporal de recursos, bem como, evidencia o caminho de solução do mercado para as questões de poupança e investimento. Hayek mostrou que uma coordenação das decisões entre poupança e investimento pode ser feita por uma taxa de juros gerida puramente pelo mercado. E também reconheceu que esse aspecto da economia de mercado é particularmente sensível à manipulação dos juros feita pelos bancos centrais.

Para Peres (2012), a relação intertemporal na produção capitalista é regulada pelo valor da taxa de juros, valor dado pelas preferências intertemporais dos agentes, ou seja, o quanto os indivíduos estão dispostos a abdicar do consumo presente pelo consumo futuro. Nas palavras de Jesus Huerta de Soto:

Assim, o mercado de bens presentes e bens futuros no qual se determina o preço que denominamos taxa de juro é constituído por toda a estrutura produtiva da sociedade, onde os aforradores ou capitalistas renunciam ao consumo imediato e oferecem bens presentes aos proprietários dos fatores originais de produção (trabalhadores e proprietários dos recursos naturais) e aos proprietários dos bens de capital, em troca de adquirir a propriedade de um valor supostamente maior de bens de consumo assim que a produção dos mesmos se complete no futuro (De Soto, 2008, p.77).

Destá maneira, de acordo do com Peres (2012), quanto maior for a poupança, ou seja, quanto mais bens presentes se vendam e ofereçam, em igualdade de circunstâncias, mais baixo será o seu preço em termos de bens futuros e, portanto, mais reduzida será a taxa de juro; isto indicará aos empresários que existe uma maior disponibilidade de bens presentes para aumentar a duração e complexidade das etapas do processo produtivo tornando-as, passe a redundância, mais produtivas. Pelo contrário, quanto menor for a poupança, ou seja, em igualdade de circunstâncias, quanto menos dispostos estejam os agentes econômicos a renunciar ao consumo imediato de bens presentes, mais alta será a taxa de juro de mercado. Portanto, para Peres (2012), a taxa de juros na teoria austríaca do capital terá o papel de coordenar a produção com o consumo e será o ponto de partida de Hayek na sua teoria dos ciclos. O autor usa um diagrama para ilustrar a teoria do capital, conhecido como “triângulo hayekano”, como ilustra a figura abaixo:

Figura 3: Esquemas da estrutura e das etapas produtivas da economia



Fonte: Iorio, 2011, p. 207.

De acordo com Peres (2012), o vetor horizontal do triângulo representa o tempo, cada fração do triângulo representa uma etapa intermediária do processo produtivo, o vetor vertical representa a quantidade de bens produzida ou o valor adicionado por cada etapa. A figura tem o papel de ilustrar a dinâmica da produção, os valores atribuídos a cada ordem são aleatórios. Levando em conta um aumento da propensão a poupar, a taxa natural de juros sofrerá uma redução, provocando uma nova realocação do capital empregado, já que essa redução mostra aos empresários

que os consumidores estão preferindo os bens futuros aos bens presentes, permitindo ao empresário usar métodos de produção mais longínquos, portanto os recursos alocados nos setores mais próximos ao consumo seriam direcionados aos setores mais afastados, ou seja, nos setores de produtores de bens de capital.

Portanto, segundo Iorio (2011), Huerta de Soto (2012) e Soromenho (2012), a movimentação da renda ao longo da estrutura produtiva evidencia que a quantidade de dinheiro gasto em bens de produção durante qualquer período de tempo é muito superior à quantidade dispendida durante esse mesmo período em bens e serviços de consumo final. Temos assim, que a renda bruta do exercício é a soma da poupança e investimentos brutos que ocorrem nas etapas intermediárias com o consumo final das pessoas. Exposta a teoria do capital e os seus pormenores na estrutura produtiva, pode-se avançar nos efeitos da expansão do crédito na estrutura produtiva para, posteriormente, entender como a poupança voluntária auxilia na criação de vantagens comparativas em bens de capital (Branda, Feistel e Rosa da Silva, 2014).

#### **IV.2.2.1 Efeitos da Expansão Creditícia sobre a Estrutura Produtiva da Economia**

A partir de Branda, Feistel e Rosa Da Silva (2014), a presente seção abordará os efeitos da poupança voluntária sobre a estrutura produtiva da economia através de *spillovers* sobre os lucros e como estes se dispersam nas etapas e setores produtivos. Posteriormente, apresenta os efeitos da diminuição – advinda da poupança voluntária – nas taxas de juros e como estas afetam os preços nos diversos ramos da economia. E, por fim, apresenta-se o efeito Ricardo e como este se propaga nas etapas produtivas ao substituir bens de ordem inferior por de ordem superior estimulando a acumulação de capital e a industrialização da economia.

A partir da definição de Huerta de Soto (2012) tem-se que a poupança exerce três efeitos sobre a estrutura produtiva da economia. De maneira geral, Branda, Feistel e Rosa Da Silva (2014) apontam que a soma desses três efeitos associados ao sacrifício de poupar, com o sistema de preços e a função empresarial causam uma diminuição da taxa de preferência intertemporal dos agentes (preferência de bens presentes em função de bens futuros), modificando a estrutura das etapas produtivas, que tende a tornar-se mais complexa e produtiva. Trata-se de um dos processos mais

importantes que ocorrem em toda a economia. *Stricto sensu*, os efeitos da poupança voluntária para Hayek (1931) e Iorio (2011) sobre a estrutura produtiva se propagam de três formas: 1ª) o efeito derivado da disparidade de lucros que surge entre as etapas produtivas; 2ª) o efeito da diminuição da taxa de juros sobre os preços de mercado dos bens de capital e; 3ª) o efeito Ricardo.

#### a - Disparidade de Lucros entre as Etapas Produtivas da Economia

Para Branda, Feistel e Rosa Da Silva (2014), o aumento da poupança voluntária na sociedade sobre uma parte da renda total líquida reduzirá, na mesma proporção, a demanda monetária total de bens de consumo. Consequentemente, haverá uma perda contábil nas empresas dedicadas as etapas finais da produção (além dos custos de oportunidade). Ainda de acordo com os autores, o fato de que se produzam perdas contábeis nessas etapas finais de produção não interfere de imediato nas etapas anteriores, pois estas continuam experimentando ganhos parecidos com os que desfrutavam antes do aumento da poupança voluntária sobre uma parte da renda total líquida. Dessa maneira, segundo Huerta de Soto (2012), essa disparidade de ganhos entre as etapas produtivas atua como sinal indicador de incentivo e estímulo para que os empresários restrinjam seus investimentos nas etapas mais próximas ao consumo final. Assim estes direcionam seus investimentos para as etapas mais distantes da estrutura produtiva, ou seja, as etapas em que são obtidos ganhos relativamente mais elevados. Esse crescimento da poupança tende a produzir, então, um alargamento temporal na estrutura produtiva da economia.

Ademais, outro ponto importante ressaltado por Iorio (2011) é o incremento nos preços dos fatores de produção que normalmente se produziria devido à sua maior demanda nas etapas mais distantes do consumo final não ocorre (salvo aqueles fatores mais específicos). Isso porque cada aumento na demanda por fatores nas etapas mais afastadas do consumo final é neutralizado ou compensado em sua maior parte com a liberação dos recursos produtivos das etapas de consumo final ou próximas a esta (agora menos viável economicamente em função das perdas contábeis).

Assim, para a coordenação empresarial entre as etapas da estrutura de produção de uma sociedade imersa em um processo de aumento de poupança e de crescimento econômico é muito importante que os mercados de fatores de produção e especialmente os dos fatores de produção originais (trabalho e recursos naturais) sejam muito flexíveis e permitam, com um custo econômico e social mínimo, a transferência gradual de umas para outras etapas de produção (Huerta De Soto, 2012, p. 290).

Para Branda, Feistel e Rosa Da Silva (2014) é preciso compreender que essa diminuição do investimento no setor de bens de consumo explica o começo de uma certa desaceleração na chegada de novos bens de consumo. Esta desaceleração continuará até a chegada de uma quantidade maior que tem sua origem na maior produtividade derivada do aumento da complexidade e alargamento das etapas produtivas iniciais e intermediárias.

Sabendo-se que a produtividade dos processos de produção tende a aumentar conforme incorporam maior complexidade e número de etapas, de acordo com Branda, Feistel e Rosa Da Silva (2014), esta estrutura mais capital intensiva terminará gerando um importante incremento na produção final de bens de consumo. Por isso, o incremento de poupança, em comunhão ao livre exercício da função empresarial é a condição necessária e motora que impulsiona todo o processo de desenvolvimento econômico.

#### b - O Efeito da Diminuição da Taxa de Juros sobre o Preço de Mercado dos Bens de Capital

O incremento de poupança voluntária na economia, ou seja, da oferta de bens presentes propicia uma diminuição das taxas de juros de mercado e essa diminuição tem um efeito importante sobre o valor dos bens de capital, em especial aos bens que se utilizam nas etapas mais distantes das etapas de consumo final e que possuem uma duração e aporte maior ao processo produtivo (Branda, Feistel e Rosa da Silva, 2014). Segundo Huerta de Soto (2012), isso ocorre porque o desconto intertemporal do cálculo econômico diminui, e começa a viabilizar economicamente empreendimentos que até então eram inviáveis, principalmente aqueles que estavam mais distantes das etapas de consumo final. Dessa forma, gera-se tanto uma ampliação na estrutura produtiva (aumento da produção de bens de capital já existentes) como um alargamento ou expansão das etapas produtivas da economia. Ambas situações advindas da capacidade criativa e coordenadora da função empresarial livre em uma economia de mercado.

#### c - O Efeito Ricardo

Branda, Feistel e Rosa Da Silva (2014) apontam que o efeito Ricardo possui suma importância em consequência do incremento de poupança voluntária que o mesmo atrela sobre o nível de salários reais. Leva esse nome devido à menção que David Ricardo fez ao fenômeno quando da publicação dos seus Princípios de Economia Política e Tributação.

Para Branda, Feistel e Rosa Da Silva (2014), o efeito a despeito de sua importância é relativamente simples de ser compreendido. Quando se produz um aumento de poupança voluntária na economia, os preços de bens de consumo final experimentam uma redução devido à queda da demanda oriunda do aumento voluntário da poupança. Logo, segundo Hayek (1969), enquanto os salários nominais continuarem nos mesmos níveis anteriores ao incremento da poupança voluntária, se produzirá um aumento nos salários reais de todos os trabalhadores empregados em todas as etapas da estrutura produtiva da economia.

Entretanto, para Branda, Feistel e Rosa Da Silva (2014), esse aumento de salário real é um sinal, em termos relativos, de que talvez seja mais viável economicamente substituir mão de obra por bens de capital, estabelecendo a tendência de alargamento da estrutura produtiva, tornando-a, portanto, mais capital-intensiva.

Como apontado por Iorio (2011), vale destacar que todo incremento de poupança voluntária e de investimento sempre gera inicialmente uma redução na produção de novos bens e serviços de consumo final em relação ao potencial máximo que se poderia atingir no curto prazo. Porém, como bem ressaltou Iorio, essa redução cumpre a função de liberar (dada a lei da escassez) fatores produtivos que são necessários para a ampliação e alargamento das etapas mais distantes do consumo final. A conclusão é o surgimento de uma estrutura produtiva mais capital intensiva.

A partir de Iorio (2011), como consequência da combinação dos três efeitos anteriormente descritos, haverá – impulsionados pelo processo empresarial – a tendência ao surgimento de uma nova estrutura produtiva, mais ampliada e alargada. Embora a renda bruta total do exercício permaneça a mesma (pois apenas trocou-se consumo por poupança) sua distribuição torna-se completamente distinta. Em termos observáveis para os consumidores, a combinação dos três efeitos, como resalta Iorio, propicia uma significativa redução dos preços de mercado em bens de consumo (tanto inicialmente com a queda na demanda, como posteriormente, devido a maior

produtividade da estrutura produtiva, agora mais capital-intensiva) e o consequente incremento no salário real (Branda, Feistel e Rosa da Silva, 2014).

Em resumo, para Branda, Feistel e Rosa Da Silva (2014), se houver o comportamento social de consumir mais em detrimento da realização de poupança voluntária, se produz, conseqüentemente, efeitos contrários aos três anteriormente descritos. Logo, somente um aumento prévio de poupança voluntária na economia é que possibilita a esta tornar-se mais capital-intensiva, o que, inclusive, pode ser utilizado como conceito de crescimento sustentável e, talvez, desenvolvimento econômico. Em outras palavras:

Este é, em síntese, o processo de crescimento e desenvolvimento econômico mais saudável e mais sustentável que se pode imaginar, ou seja, aquele que apresenta menos desajustes, tensões e conflitos econômicos e sociais e que, historicamente, se verificou em várias ocasiões, tal como já demonstraram os estudos mais fiáveis (Huerta De Soto., 2012, p. 302).

### **IV.3 A Dinâmica do Ciclo Econômico**

No início dos anos trinta, Hayek foi convidado por Lionel Robbins para proferir uma série de três conferências na London School of Economics. O material daquelas palestras, publicado sob o título de *Prices and Production*, representa sua primeira tentativa de elaborar uma teoria dos ciclos econômicos, combinando a análise das relações entre moeda e taxa de juros de Knut Wicksell com a teoria do capital de Böhm-Bawerk e com a tradição iniciada em 1912 por Mises (PERES, 2012).

Em Garrison (2005) tem-se que a teoria austríaca dos ciclos econômicos é uma teoria do boom insustentável, sua lógica é firmemente baseada na noção de que o sistema de preços é uma rede de comunicações. A falta de comunicação, expressa em uma taxa de juros que permanece abaixo do seu nível de mercado ou "natural" inicia um caminho de crescimento que é inerentemente instável. Dada as preferências dos consumidores e a disponibilidade de recursos, esse *boom* politicamente induzido contém as sementes de sua própria destruição. Em suma, Garrison (2005) afirma que a configuração temporária da alocação de recursos é inconsistente com a configuração de consumo preferencial. Com o tempo, essa inconsistência precipita a recessão.

A taxa de juros é um preço. É o preço que alcança o equilíbrio entre a disposição das pessoas para consumir agora e seu desejo de economizar para o futuro.

As preferências relevantes nesta ação são chamadas de "preferências temporárias" na literatura austríaca. E, como as preferências em geral, as preferências temporárias podem mudar: as pessoas podem ser mais orientadas para o futuro, por exemplo, devido à maior expectativa de vida ou devido à maior preocupação com o bem-estar de seus filhos. Para Garrison (2005) , um aumento na economia (redução das preferências no tempo) tem dois efeitos que se reforçam mutuamente: (1) reduzem a taxa de juro, que aponta para os empresários agora um número maior de projectos de longo prazo são rentáveis, e (2) libera recursos que foram consumidos anteriormente para realizar esses projetos até a sua conclusão. Dessa forma, mudanças nas preferências intertemporais de consumo são transferidas como mudanças nos planos de produção intertemporais.

O processo de mercado que orienta a alocação intertemporal de recursos é inerentemente complexo devido à extrema heterogeneidade dos bens de capital, ponto enfatizado por Lachmann (1978). Mas, para analisá-lo, Garrison (2005) mostra que Hayek (1967) omitiu muitas das complexidades e descreveu a estrutura de produção da economia como um triângulo retângulo: um lado representa a dimensão temporal do processo de produção, o outro representa o valor da produção de consumo. A dimensão temporal desse triângulo hayekiano é dividida em um certo número de "estágios de produção", em que o produto de um estágio serve de entrada para o próximo. Um único "projeto" que converte as matérias-primas (estágios iniciais) em produtos de consumo (etapas finais) envolve os planos de produtores muito diferentes - planos que são mutuamente coordenados pelo sistema de preços, incluindo a taxa de juros. Assim, Garrison (2005) mostra que uma redução na taxa de juros, por exemplo, faz com que os recursos sejam transferidos dos estágios finais para os estágios iniciais.

Um *boom* artificial é um exemplo em que a mudança sinalizada pela taxa de juros e a mudança na disponibilidade de recursos se confrontam. Se o banco central inflar a oferta de fundos para empréstimos com dinheiro recém-criado, a taxa de juros é reduzida tanto quanto se fosse por um aumento na poupança. Mas, na ausência de uma mudança real nas preferências temporais, nenhum recurso adicional é liberado para sustentar o *boom* induzido por essa política. De fato, em face das taxas de juros mais baixas, as pessoas economizarão menos e gastarão mais em bens de consumo. A expansão do crédito do Banco Central, então, resulta em uma combinação incompatível de forças de mercado (Garrison, 2005).

O maior investimento em projetos de longo prazo é consistente com a realidade econômica subjacente em um boom genuinamente induzido pela poupança, mas não em um boom artificial induzido pela política. O boom artificial é caracterizado por "maus investimento e sobreconsumo", frase usada repetidamente por Mises (1966). Dentro das condições de crédito supostamente favoráveis, os projetos de investimento de longo prazo são iniciados ao mesmo tempo em que os recursos necessários a serem concluídos estão sendo consumidos. Para Garrison (2005) à medida que o mercado direciona esses projetos para seus estágios intermediários e finais, a realidade econômica subjacente torna-se cada vez mais clara: nem todos os projetos de investimento poderão ser concluídos com lucro. Na véspera da recessão, o endividamento por necessidade permite que alguns produtores concluam seus projetos e minimizem suas perdas. Nesta fase, as altas taxas de juros impulsionadas por essa demanda de necessidade fazem com que as pessoas reduzam seu consumo e economizem. Os recursos assim liberados constituem uma forma explícita de "poupança forçada" - um termo usado regularmente por Hayek para caracterizar todos os compromissos de recursos relacionados ao boom que não correspondem às preferências temporárias dos consumidores. Com a margem para sustentar o boom com base na economia severamente limitada, a economia é forçada a se ajustar a uma taxa de crescimento mais baixa.

A liquidação de alguns projetos incompletos libera recursos para ajudar a completar outros. O período de liquidação consiste em níveis de desemprego acima do normal. O desemprego associado aos atritos inerentes no mercado é convencionalmente separado em componentes "estruturais" e "cíclicos". O desemprego que acompanha o declínio inicial na teoria austríaca é, uma categoria especial de desemprego estrutural, isto é, o desemprego associado a uma estrutura de capital descoordenada pela introdução de uma variável falha, introduzida por uma força coercitiva. (GARRISON, 2005).

A seqüência de mau investimento e consumo excessivo, seguida de poupança forçada e, em seguida, liquidação e desemprego, caracteriza o desequilíbrio intertemporal que é brevemente descrito como um ciclo econômico. A teoria austríaca do ciclo de negócios é consistente com a visão austríaca mais ampla do mercado como um processo e o sistema de preços como uma rede de comunicações (Hayek, 1945). A teoria permite que as expectativas afetem o curso do ciclo e fazem com que cada episódio cíclico difira em suas características particulares das anteriores. No

entanto, para Garrison (2005), a suposição de "expectativas racionais", da maneira como esse termo foi usado na macroeconomia moderna, seria inconsistente com a teoria austríaca. Esta suposição colapsaria o processo de mercado em seu resultado final com base em um suposto conhecimento por parte dos participantes do mercado sobre a estrutura da economia.

Garrison (2005) mostra que, ao contrário de outros tratamentos das conseqüências da expansão do crédito, a Teoria Austríaca concentra-se nos movimentos da taxa de juros e na alocação intertemporal de recursos e apenas secundariamente nas mudanças no nível final de preços. De fato, a aplicação mais direta da Teoria Austríaca considera um nível de preços que não está mudando - porque o aumento na oferta de dinheiro e o aumento na produção total têm efeitos de cancelamento. O episódio de *boom* e depressão entre as guerras é um exemplo fundamental em que a economia experimentou crescimento real, enquanto condições de crédito favoráveis indevidas fizeram com que o caminho do crescimento fosse insustentavelmente alto. Não houve inflação de preços significativa durante a década de 1920, mas a má alocação intertemporal de recursos acabou por pôr fim ao boom.

De acordo com a visão austríaca, uma expansão de crédito forte o suficiente para causar inflação de preços complica o curso do ciclo. Julgamentos diferentes sobre a magnitude do prêmio inflacionário, somado às taxas de juros, podem ter efeitos descoordenados que multiplicam a falta de coordenação intertemporal subjacente. E, como observou Hayek (1978), um possível atraso nas expectativas sobre a realidade pode permitir ao Banco Central adiar a inevitável recessão. Mas o argumento de Hayek sobre a aceleração da inflação é que não há solução monetária simples para uma economia que está nos estágios finais de um *boom* artificial.

Lionel Robbins (1934) argumentou que a Teoria Austríaca explica muito bem a experiência entre as guerras, embora mais tarde ele tenha repudiado seu austrianismo em favor do keynesianismo. Murray Rothbard (1963) baseou-se na Teoria Austríaca para relacionar a experiência dos Estados Unidos entre guerras. Tanto Hayek quanto Rothbard sugerem que a teoria tem aplicação no comportamento macroeconômico do pós-guerra, enquanto os proponentes contemporâneos vêem uma aplicação clara da teoria no século XXI.

Desenvolvimentos recentes na teoria do ciclo austríaco de negócios incluem novas interpretações da teoria (Skousen, 1990) e reconsiderações de debates antigos (Cochran e Glahe, 1999), bem como uma renovada atenção à teoria microeconômica

(Horwitz, 2000) e à generalização da teoria do ciclo econômico em uma macroeconomia mais abrangente do capital (Garrison, 2001).

## **Capítulo 5 – Conclusão**

A Escola Austríaca deriva seu nome de seus fundadores que eram cidadãos do Império Austríaco em meados do século XIX, incluindo Carl Menger, Ludwig von Mises e Friedrich Hayek. Os economistas austríacos acreditam que o livre mercado, e não o governo federal, pode alocar melhor recursos.

Os Pós-keynesianos recebem o nome de John Maynard Keynes (1883-1946), que publicou em 1936 sua Teoria Geral. Keynes argumentou que, se conseguirmos administrar a demanda, podemos administrar a economia.

Os elementos ou variáveis de análise da economia não mudam, mas essas duas escolas de pensamento diferem em como aplica-los aos eventos econômicos. Este trabalho apresentou as interpretações sobre a instabilidade econômica, como um debate entre duas filosofias econômicas opostas. As próximas sessões recuperam os principais conceitos discutidos nesse texto acerca da dinâmica econômica para as duas correntes de pensamento, apontando também os principais pontos de divergência e congruência em suas interpretações. Por fim, apresenta-se o resumo do debate entre os expoentes de cada escola, a saber, Minsky e Hayek. Van Den Hauwe (2016) aponta que algumas das analogias e / ou semelhanças da análise teórica de Minsky com a análise fornecida pela Escola Austríaca sugerem uma afinidade mais que meramente superficial entre ambas as abordagens teóricas e pode ser encontrado algum espaço para a interpretação cruzada entre ambas as tradições de pesquisa, que podem mais adiante evidenciadas por trabalhos futuros relacionados à teoria dos ciclos econômicos e ao papel da regulação financeira. No entanto, tanto em termos de causalidade fundamental quanto em termos de conclusões e prescrições políticas, ambas as abordagens permanecem incompatíveis em um nível fundamental e difíceis, se não impossíveis, de conciliar.

### **V.1 Recuperação dos Conceitos**

- Perspectiva Keynesiana

Para Aboobaker et al. (2016) os pós-keynesianos estão unidos em sua rejeição às interpretações da economia neoclássica para a análise de uma economia monetária

capitalista. Eles também são unânimes em seu esforço conjunto de construir uma teoria econômica alternativa que seja mais adequada para analisar as características inerentes das economias capitalistas modernas, tais como desemprego, crises (financeiras), ciclos econômicos, depressões, mudanças tecnológicas e desenvolvimento desigual.

Para Hein (2014), o desenvolvimento da teoria Pós-keynesiana começa na medida em que se leva em conta os efeitos do investimento sobre a capacidade produtiva. Desde suas primeiras contribuições, as teorias Pós-keynesianas de crescimento e distribuição têm por objetivo estender o princípio da demanda efetiva do curto prazo, no qual o efeito do investimento sobre a capacidade produtiva é insignificante, para o longo prazo, onde este efeito passa a ser significativo. Isto significa levar em conta o caráter dual do investimento, que é tanto um componente da demanda agregada quanto um fator que determina o crescimento da capacidade produtiva e, portanto, a variação do grau de utilização da mesma.

Para Oreiro (2011) as economias de mercado são, inerentemente, instáveis, ou seja, não existem mecanismos de mercado capazes de fazer com que essas economias apresentem uma trajetória de crescimento caracterizada pela estabilidade do grau de utilização da capacidade produtiva e do nível de emprego; além disso, essa instabilidade é endógena, no sentido de ser o resultado da própria estrutura das economias de mercado, sendo, assim, independente da ocorrência e “choques exógenos” sobre as mesmas. Dessa forma, a instabilidade resulta de uma interação complexa entre fatores reais — como, por exemplo, a relação não linear entre distribuição de renda e grau de utilização da capacidade produtiva — e financeiros — como, por exemplo, a relação entre o grau de endividamento das empresas e a taxa de juros dos empréstimos bancários.

Para Aboobaker et al. (2016), os pós-keynesianos concebem as economias capitalistas como sistemas altamente produtivos, mas instáveis e conflitantes. A atividade econômica é determinada pela demanda efetiva, que normalmente é insuficiente para gerar pleno emprego e plena utilização da capacidade. Flutuações na demanda efetiva são principalmente atribuídas a variações no patamar de investimentos, que por sua vez são fortemente afetados pelas expectativas. Sendo as expectativas dos agentes econômicos influenciadas pelas convenções sociais e regras práticas, devido à incerteza sobre o futuro. Em tempos de expectativas geralmente otimistas, a demanda de investimento pode ser flutuante e iniciar uma fase de forte

crescimento do crédito, acumulação de capital e geração de renda. A renda gerada pela produção de novos bens de investimento estimula a demanda de consumo. Se tudo correr bem, as expectativas dos agentes são validadas à medida que as obrigações de pagamento são cumpridas e a economia prospera. Os Pós-keynesianos supõe, assim, que existe um potencial equilíbrio econômico que é determinado por fatores monetários e reais. No entanto, mudanças repentinas nas expectativas podem tirar a economia do equilíbrio. Fortes fases de expansão devido a expectativas otimistas podem ser seguidas por drásticas desacelerações, que são frequentemente induzidas por expectativas pessimistas, conflito distributivo ou fragilidade financeira. Isso deprime as despesas de investimento e consumo, e invalida as expectativas de renda induzindo a um período de inadimplência e crise econômica. Essas fases de expansão e contração são consideradas características sistêmicas das economias monetária de produção que só podem ser mitigadas por certas instituições e políticas econômicas que ajudem a sustentar as expectativas e atividades econômicas e, assim, reduzir a incerteza sobre o futuro.

Existem diferentes áreas de discussões e análises nas quais a pesquisa Pós-keynesiana se concentrou. O foco que é colocado em diferentes problemas e áreas de pesquisa é fortemente influenciado pelo desenvolvimento de economias e sociedades, pelo avanço da educação, da ciência e tecnologia, desenvolvimento das instituições e, claro, por eventos históricos.

Para Aboobaker et al. (2016), com o evento histórico da Crise Financeira Global, o interesse pela hipótese da instabilidade financeira de Hyman Minsky foi renovado, na tentativa de melhor entender a complexa conexão entre a economia real e o setor financeiro, e a tendência às crises; ponto abordado no Segundo Capítulo deste estudo. Regra (2005) aponta que para a escola pós-keynesiana, com ênfase nas abordagens de Keynes e Minsky, um ponto inequívoco que se pode levantar em relação ao financiamento do investimento é que este afeta fortemente as próprias decisões de investimento.

Inicialmente, aceitos alguns pressupostos básicos, pode-se estender para o curto prazo a interpretação que uma intensificação nas decisões de investimento pode provocar um aumento nas taxas de juros e assim, uma reversão na decisão de investimento por parte de alguns investidores. No que tange esse problema, tanto Keynes quanto Kalecki apontaram para soluções bastante semelhantes: o sistema bancário deve ser capaz de suportar o excesso momentâneo de demanda por recursos.

Portanto, o problema relacionado ao financiamento dos investimentos, no curto prazo, elencado tanto por Keynes quanto por Kalecki diz respeito a uma restrição momentânea de liquidez, sendo que a solução para o mesmo encontra-se na gestão da liquidez por parte dos bancos.

Para Regra (2005), já no que se refere ao longo prazo, o problema continua sendo o de ausência de liquidez, mas não pela inexistência de recursos, uma vez que os gastos já foram efetivados e “irrigaram” a economia com liquidez. A falta de liquidez para o financiamento de longo prazo dos investimentos, neste caso, diz respeito às decisões dos agentes detentores de liquidez que podem ou não alocar seus recursos no financiamento de longo prazo. Caso decidam-se por aplicações mais líquidas, privarão os investidores dos recursos necessários para conversão de seus débitos de curto em longo prazo. As conseqüências, neste caso, seriam as mesmas em relação ao caso de curto prazo: queda nos investimentos.

Por fim, Regra (2005) conclui que na interpretação de Minsky a importância da incerteza reside no fato de ser um importante elemento instabilizador das decisões de investimento. Essa interpretação auxilia na compreensão dos riscos do credor e devedor, elementos centrais no sistema de dois preços concebido por Minsky para explicar o porquê da cessação do financiamento dos investimentos a partir de determinado momento. A análise aprofunda-se, então, em busca da forma pela qual os agentes (investidores e financiadores externos) percebem os riscos inerentes ao investimento. A dissertação prossegue com a apresentação da conhecida taxonomia dos fluxos de caixa desenvolvida por Minsky, a partir da qual confecciona-se a HIF da qual, por sua vez, deriva-se o caráter cíclico da economia capitalistas, na visão de Minsky. Finalmente, as oscilações nesse modelo podem ser atenuadas ou exacerbadas pelos ciclos financeiros.

Em resumo, pode-se dizer, que o cerne destas interpretações consiste na verificação de que o acesso à liquidez é um ponto chave na explicação da volatilidade do financiamento e, portanto, do investimento e renda. Todo esforço empreendido na compreensão dos problemas envolvidos no processo de financiamento do investimento, na verdade, sempre se relaciona à questão do falta de acesso à liquidez.

- Perspectiva Austríaca

Como aponta Birner e Van Zijp (1994), a Escola Austríaca deriva seu nome de seus fundadores e adeptos iniciais predominantemente austríacos, incluindo Carl Menger, Eugen von Böhm-Bawerk e Ludwig von Mises. Outros proeminentes economistas da Escola Austríaca do século XX incluem Henry Hazlitt, Israel Kirzner, Murray Rothbard, e o ganhador do Prémio de Ciências Económicas Friedrich Hayek. A Escola Austríaca foi influente no início do século XX e foi por um tempo considerada por muitos como sendo parte do pensamento econômico dominante (ou economia *mainstream*). De acordo com Giersch (2017), contribuições austríacas ao *mainstream* incluem ser uma das principais influências no desenvolvimento da teoria do valor neoclássica, incluindo a teoria do valor subjetivo em que se baseia, bem como as contribuições para o debate sobre o problema do cálculo econômico, que diz respeito à propriedades de alocação de uma economia planificada versus as propriedades de alocação de uma economia de livre mercado descentralizada.

Como mostrado no Terceiro Capítulo do presente trabalho, a Escola Austríaca é uma escola de pensamento econômico que enfatiza o poder de organização espontânea do mecanismo de preços. A partir de Mises (2010), a Escola Austríaca afirma que a complexidade das escolhas humanas subjetivas faz com que seja extremamente difícil a modelação matemática do mercado em evolução e defende uma abordagem *laissez-faire* para a economia. Os economistas dessa linha de pensamento defendem a estrita aplicação rigorosa dos acordos contratuais voluntários entre os agentes econômicos, e afirmam que transações comerciais devam ser sujeitas à menor imposição possível de forças coercitivas como as governamentais e/ou corporativistas.

No Quarto Capítulo mostrou-se que a Escola Austríaca de economia no seu entendimento sobre os ciclos econômicos acredita que algumas informações podem ser interpretadas erroneamente pelo mercado fazendo com que os investidores e empreendedores errem em seus cálculos e tenham prejuízos. Mas, para Franco (2015), levando em conta que a essência da atividade empresarial é fazer previsões, a única forma de vários empresários errarem ao mesmo tempo é quando há alteração na oferta de moeda no mercado. O *boom* tem seu início no momento em que a base monetária é expandida. Para melhor entendimento, Franco (2015) descreve uma economia livre de intervenção onde existe uma determinada quantidade de moeda (base monetária) à disposição. Dessa base monetária uma parte é gasta em consumo e outra é dividida entre poupança e investimento. A fatia da base monetária que cabe a cada um é

definida pela preferência temporal dos agentes econômicos. A preferência temporal dos agentes revela os desejos entre satisfazer uma necessidade no presente ou no futuro. Dessa forma, a taxa de juros está sempre alinhada à preferência temporal dos agentes econômicos, refletindo o desejo desses entre consumir ou adiar seu consumo.

A partir do funcionamento atual da economia, com um sistema bancário altamente inflacionário, através do sistema de reservas fracionadas, e com a taxa de juros determinada arbitrariamente pelo governo tem-se a seguinte dinâmica, a partir de Franco (2015): o governo emite nova moeda utilizando-se da emissão de títulos da dívida pública; tais títulos vão, em sua maioria, para o caixa dos grandes bancos comerciais que, por sua vez, multiplicam esse valor inicial se valendo do, já mencionado, sistema de reservas fracionadas. De acordo com os intérpretes austríacos, Franco (2015) indica que por si só esse processo já é altamente perigoso para economia, pois ele aumenta as reservas disponíveis para empréstimos nos bancos, o que força uma redução dos juros reais do mercado estimulando empresários e consumidores a tomar crédito. Isso se torna ainda mais danoso quando o governo intervém diminuindo as taxas de juros.

Franco (2015) aponta que uma primeira consequência do processo seria que as proporções entre investimento e consumo são alteradas artificialmente graças ao novo dinheiro posto em circulação: ao mesmo tempo em que há um aumento no consumo via aumento do crédito, há um aumento nos investimentos em bens de capital, ou de longo prazo, que são aqueles investimentos que se encontram, dentro da estrutura de produção, mais longe do consumidor final. Por isso, um fato comum dos ciclos econômicos é o de que as empresas de bens de capital, geralmente, são mais vulneráveis às flutuações nas taxas de juros e oferta de moeda do que as indústrias de bens de consumo. A explicação de tal fato se dá graças ao entendimento, em finanças corporativas, de que o maior custo em um projeto de investimento é o custo de capital, portanto, quando o custo de capital é reduzido, os investimentos de longo prazo são estimulados.

Nesse contexto, Franco (2015) mostra que uma consequência inevitável do processo de expansão da base monetária, a inflação surge no momento em que o dinheiro recém criado entra em circulação aumentando o preço os fatores de produção (aluguéis, salários e juros) empregados nos novos investimentos. Como não houve, ou pelo menos não podemos assumir que houve, uma mudança na preferência temporal, a proporção natural entre consumo e investimento tende a voltar, ou seja, os agentes

econômicos vão consumir e poupar na mesma proporção de antes do início do processo, o que acarreta em redução da formação de poupança e aumento do consumo. Conseqüentemente, haverá um aumento do nível geral de preços e um aumento no nível de endividamento das famílias e das empresas, fato esse que se deve ao cenário convidativo de juros baixos e oferta de crédito.

De maneira resumida, o *boom*, então, se resume a uma fase de investimento equivocado. A recessão começa no momento em que a expansão de crédito cessa: ora pelo fato da inflação se tornar alarmante, ora pelo excesso de endividamento dos agentes econômicos, estando esses fatores diretamente relacionados à mudança de expectativa do mercado. Faz-se necessário lembrar que o ciclo não se dá de forma mecânica, quando os primeiros investimentos começam a se mostrarem equivocados, geralmente, as empresas se socorrem nos bancos comerciais que, por sua vez, concedem novos empréstimos e continuam a inflar a expansão monetária e creditícia até a chegada da recessão. A recessão, apesar de dolorosa, se faz necessária para que os investimentos errados sejam liquidados. A fase de recessão (ou depressão) também pode ser chamada de fase de recuperação porque é justamente quando os investimentos errados são liquidados que a economia se reestabelece para iniciar um novo ciclo (Franco, 2015).

## **V.2 Discordâncias Centrais**

Essa sessão buscar abordar os principais pontos de discordância entre as Teorias Pós-keynesiana e Austríaca, a partir de alguns conceitos centrais, a saber: i) moeda, ii) consumo, iii) intervencionismo, iv) boom, v) Lei de Say e vi) ética e filosofia.

Sobre a i) moeda, os Pós-keynesianos favorecem uma expansão da oferta de moeda, taxas de juros permanentemente baixas e investimentos maciços e empréstimos do governo; os austríacos argumentam em favor da não expansão da oferta monetária de forma agressiva, deixando que os mercados determinem as taxas de juros de modo a equilibrar os orçamentos do governo. A respeito do ii) consumo, os Pós-keynesianos vêem o “entesouramento” como paralisante para a economia e querem encorajar o consumo; os austríacos consideram o consumo excessivo como destrutivo para a economia e prezam pelo incentivo à poupança.

Em relação ao iii) intervencionismo, para os Pós-keynesianos não há mão invisível guiando a economia. Uma abordagem de não-intervenção não resultaria em ordem, mas no caos. Isso certamente não resultaria em pleno emprego, eles argumentaram. Nesse sentido, a melhor estratégia seria ter um governo proativo que tentasse compensar o comportamento caótico de uma economia imprevisível. Argumenta-se que estabelecer uma taxa de juros permanentemente baixa tornaria a economia mais previsível, permitindo que o investidor invista com base em sua expectativa de que a taxa de juros permaneceria baixa. Em oposição a esse paradigma, os austríacos consideram a economia como um ecossistema natural que funciona perfeitamente em harmonia com os princípios econômicos, que são ordenados e previsíveis por natureza. Definir artificialmente a taxa de juros, por exemplo, é uma violação desse sistema natural de trabalho resulta em reações violentas.

Sobre os períodos de iv) *boom* econômico, o argumento Pós-keynesiano pode sugerir que estes não devem ser inevitáveis, mas que é possível como criar mecanismos para sustentar um *boom*. Quando o *boom* é ameaçado, algumas medidas podem ser tomadas para assegurar o nível de demanda. Os austríacos, por outro lado, consideram os *booms* como um resultado natural do consumo excessivo ou do mau investimento. Tentar revertê-lo com decisões de incentivo ao consumo e investimentos equivocadas pode atrasar o fim do período de *boom* por um tempo, mas isso fará com que o próximo estouro seja muito maior. Dessa forma, para os austríacos, as soluções keynesianas só pioram a situação.

Algumas dessas diferenças se devem à compreensão completamente diferente da teoria econômica, principalmente no que tange a v) Lei de Say. Keynes entendeu que a Lei de Say significa que tudo que é produzido é automaticamente comprado, diferentemente do que os austríacos entenderam como a Lei de Say. Os austríacos interpretaram a Lei de Say como significando que qualquer produto capacita seu vendedor a comprar um produto diferente do mesmo valor que o que acaba de ser vendido. Segundo Keynes, em vez de a produção resultar em um consumo elevado, o aumento do consumo que resultaria em um incremento da produtividade. Os austríacos argumentam que o encorajamento do mero consumo não é benéfico para o comércio; pois a dificuldade está em fornecer os meios, não em estimular o desejo de consumo. Em outras palavras, há um desacordo real sobre como a produção e o consumo impactam a economia. Ademais, Keynes chamou a poupança de "um ato negativo de não gastar". Ele afirmou que a frugalidade poderia causar um "círculo

vicioso" de pobreza. Pós-keynesianos argumentam que a renda advinda da poupança é responsável por reduzir o crescimento econômico, levando ao desemprego e, finalmente, uma recessão econômica. Em contraste, os austríacos consideram um alto nível de poupança benéfico para o crescimento econômico. Os austríacos veem a poupança como consumo e investimento futuros, levando a novas tecnologias, educação, pesquisa e desenvolvimento, equipamento e produção. Isso também é um desacordo essencial.

Finalmente, há ainda um desacordo vi) ético e filosófico de grandes proporções em relação aos deveres e conseqüências morais dos indivíduos e instituições. Os Pós-keynesianos vêem o planejamento central como uma obrigação moral para todos, mas garantir pleno emprego. Se o setor privado não pode garantir o pleno emprego por oferta natural e demanda, então o governo tem o dever de intervir com programas governamentais, como obras públicas. Keynes reconheceu os perigos de um governo expandido, mas achou que a solução era mais e melhor planejamento, não menos. Os austríacos, por outro lado, são da opinião de que o crescimento econômico real só pode vir do setor privado. Os programas governamentais distorcem a economia de várias maneiras, o que, apesar das boas intenções, leva a mais pobreza, não mais prosperidade. O pleno emprego não pode ser garantido. Em oposição, políticas intervencionistas de elevação dos salários — seja por pressão ou coerção sindicalista, seja por decreto governamental — acima do nível de livre mercado, uma fatia da força de trabalho, aquela fatia não sindicalizada e com poucas habilidades, e justamente por isso a mais necessitada de qualquer tipo de emprego, será relegada a um permanente desemprego. Além disso, os perigos de um governo expandido se espalhar pelo autoritarismo parecem ser uma ameaça sempre presente na retórica dos economistas austríacos. O planejamento central não apenas destrói a economia real, mas pode levar a regimes totalitários.

### **V.3 Em busca de uma síntese**

Casonato (2017) define que os Pós-Keynesianos dão ênfase a aspectos tratados na *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (1936) (TG) que podem ser tomados como centrais à própria Ciência Econômica, porque muitas vezes compõem o núcleo da argumentação heterodoxa em seus constantes contrapontos à ortodoxia. Resumidamente, destacam-se alguns pontos centrais discutidos pela escola:

(i) tempo; (ii) incerteza; (iii) não-neutralidade da moeda; (iv) decisões de investimento determinantes da dinâmica econômica e; (v) incapacidade de sustentação do pleno emprego pelo livre mercado.

Para Casonato (2017), o (i) tempo aparece em Keynes como histórico, ou seja, cronológico e imutável. Isso caracteriza a irreversibilidade das decisões dos agentes, e a necessidade intrínseca de espera, por menor que seja, entre uma decisão e sua concretização. Mas, nesse sentido, o tempo não afeta apenas o resultado da decisão, como também o próprio ato de decidir, tal que a passagem do tempo e as possibilidades que isso acarreta devem ser levadas em conta.

Casonato (2017) mostra que na abordagem Austríaca, o tempo também assume essas mesmas dimensões. O'Driscoll e Rizzo (1996) destacam o “tempo real” como um fluxo de acontecimentos, onde o agente não se pode ter informação total sob as consequências de uma escolha, de modo que, no agregado, provavelmente não haverá perfeita coordenação das decisões dos participantes do mercado, chancelando e frustrando, simultaneamente, diversos planos individuais, que vão sendo redefinidos ou recolocados ao longo do tempo. Casonato (2017) defende que esse argumento é idêntico ao utilizado por Possas (2003) ao defender o caráter dinâmico da TG nas [re]decisões dos investidores.

A partir dessa consideração histórica do tempo deriva-se segundo fato de destaque, a (ii) incerteza. Para Casonato (2017), os indivíduos agindo no tempo histórico não podem saber com qualquer grau de precisão aquilo que ocorrerá no futuro. Não se trata de uma avaliação probabilística quanto aos próximos eventos, porque as informações que se utilizariam seriam passadas, e estas não teriam nada a dizer sobre algo que ainda nem aconteceu. Assim, a incerteza não pode ser avaliada nas mesmas condições que risco, como destaca Dequech (1999). Essa característica da economia faz com que agentes ajam sob condições comportamentais individuais, de acordo com sua maior ou menor propensão ao risco (ou *animal spirit*), tal que os únicos parâmetros externos para basear suas decisões são as convenções e instituições da sociedade (KEYNES, 1985).

Nesse sentido, Casonato (2017) mostra que a visão Austríaca não só concorda com essa abordagem do problema, como também aponta sua origem no caráter subjetivo da informação (HAYEK, 1948). Sendo esta última incompleta e subjetiva, com sua interpretação individualizada por cada participante, os agentes podem ter apenas expectativas sobre os acontecimentos futuros, de acordo com o

comportamento observado anteriormente, mas jamais poderão ter certeza disso, tal como se verifica na teoria do investimento de Keynes (1985).

No décimo quinto capítulo de sua Teoria Geral, Keynes (1985) afirma que, se os indivíduos operam num ambiente assim, eles buscam precaver-se, em maior ou menor grau, às situações adversas, e o fazem numa economia monetária através da retenção de moeda. De acordo com Casonato (2017), se diferentes agentes possuem comportamentos distintos e mutáveis ao longo do tempo, de acordo com sua percepção (ou *estado de confiança*), em cada momento diferentes quantidades de moeda estarão sendo “estocadas” fora do sistema econômico, por motivos de especulação ou precaucionais, resultando em maior imprevisibilidade dos fenômenos monetários, ao que (iii) não se pode assumir a neutralidade da moeda. Porque cada conjunto de decisões, em cada instante do tempo, implicará em maior ou menor quantidade de moeda circulando na economia, independentemente de se considerar a oferta monetária (Casonato, 2017).

Ainda que a não-neutralidade da moeda também seja uma das assertivas da vertente Austríaca, Casonato (2017) aponta que a escola chega nela por outra via. Menger (1976) considerava a moeda apenas em sua função de troca, na perspectiva da moeda-mercadoria, não-fiduciária, como resultado espontâneo e não imposto à sociedade. Daí desenvolveu-se a teoria Austríaca, contrária a moeda sem lastro. Mises (2010) e Hayek (1948) destacaram a importância do controle sobre a oferta monetária fiduciária, pela sua influência no sistema de preços, base das decisões dos agentes numa economia de mercado (Minga, 2014).

Para Casonato (2017), os aspectos já destacados, *animal spirit* e *estado de confiança*, são as características psicológicas que motivam os indivíduos em suas decisões. Assim, os empresários, que se encontram num ambiente de incerteza, analisam as informações que dispõem, sejam individuais, que lhe são própria e de seus negócios, ou coletivas, a partir das convenções e instituições de seu contexto, antes de decidir pela realização de um investimento. Mas, essa é apenas uma explicação mais detalhada daquilo que Keynes (1985) chamou de Eficiência Marginal do Capital (EMgC) que é, em resumo, a expectativa de retornos futuros de um investimento com relação ao seu custo. Deste modo, a decisão perpassa a avaliação de um custo de oportunidade, entre a decisão de investir ou não, com base nos contextos presente e esperado. Portanto, essas (iv) decisões empresariais, no agregado, determinam a dinâmica econômica, e sua origem se dá nas expectativas dos agentes.

Casonato (2017) ainda diz que, colocada dessa maneira, a teoria Austríaca não teria oposição à visão Pós- Keynesiana. Mises (2010) considerou todas as ações humanas intencionadas como empresariais, buscando esclarecer que o indivíduo só age se calcula que o resultado de sua ação lhe proverá benefício líquido. No capítulo 16 do “Ação Humana”, promove uma distinção entre empresário, que é qualquer um que haja intencionalmente (ou *homo agens*), e o promotor, esse último no sentido mais próximo do termo empresário tal como usualmente utilizado na Ciência Econômica. Mas, mesmo essa distinção não é importante, pois Keynes (1985) apenas agregou as decisões individuais, não se preocupando em dividir a sociedade em classes, tal como o fez Kalecki (1985) na sua abordagem do Princípio da Demanda Efetiva.

Em resumo, Casonato (2017) diz que a consideração conjunta desses quatro pontos anteriores implica na impossibilidade de se afirmar previamente qualquer ponto específico de posição futura do sistema econômico, seja ela estável ou não. Em nível mais específico, Keynes (1985) defendeu que os fatores psicológicos que atuam sobre os agentes, preferência pela liquidez e EMgC, condicionantes das expectativas individuais, fariam com que os agentes mantivessem seus gastos geralmente aquém do ponto de pleno emprego, pela simples necessidade de precaver-se a eventuais desarranjos futuros nesse ambiente incerto em que atuam. Esses pontos confirmam-se como motivos de instabilidade endógena do sistema, seja pelo lado produtivo, com a diminuição dos gastos gerais na economia pelo aumento na preferência pela liquidez ou queda da EMgC, seja no lado financeiro, como aponta Paula (2014), com a redução de crédito pelo setor bancário motivados por uma maior demanda de ativos líquidos.

Por fim, uma forma alternativa de considerar conjuntamente esses pontos anteriores é aceitar a incerteza na sua versão radical, como propõem alguns economistas da tradição Austríaca, em que o ambiente de operação dos agentes é tomado em tamanha incerteza que não se pode encontrar os condicionantes de suas decisões (Anjos, 2015). Isso porque, além das escolhas serem dadas continuamente no tempo, onde uma eventual situação de pleno emprego possa ser imediatamente sucedida por outra, já que ele pode se manter ou não, o caráter da incerteza e seus resultados sobre a demanda dos agentes (sejam preferência pela liquidez., EMgC, ou quaisquer outros) implicam que não se pode determinar de antemão qualquer rumo para a economia. Assim, o nível de emprego é, *ex-ante*, indeterminado para todo o

futuro, só se conhecendo o nível de pleno emprego de uma economia, e se ele foi atingido, *ex-post* (Casonato, 2017).

#### **V.4 A Instabilidade Financeira**

Para Van den Hauwe (2016), a ideia de um boom contendo "as sementes de sua própria ruína (ou destruição)" é na verdade muito característica de formulações típicas da teoria austríaca de *boom* e colapso. A impressão de que a interpretação de Minsky da Teoria Geral produz uma variante da teoria keynesiana para o ciclo de negócios não muito diferente e, em alguns aspectos, ainda análoga à teoria austríaca não é inteiramente equivocada. Esta observação está sujeita a algumas qualificações e reservas. De fato, apesar de certas semelhanças e analogias, especialmente com relação ao papel das instituições monetárias e bancárias no contexto do ciclo de negócios, e apesar de Minsky fornecer o que é claramente uma leitura cíclica da Teoria Geral, o trabalho não se encaixa muito bem na estrutura do capital Wicksell.

Pode-se destacar alguns pontos importantes que podem funcionar como guia para realização do debate entre as teorias de Minsky e Hayek, dentre eles estão: i) determinantes da análise, ii) aspectos microeconômicos, iii) macroeconomia, iv) equilíbrio, v) teoria dos preços, vi) tempo e vii) criação de dinheiro.

Sobre a a forma de i) análise, um elemento central da conexão de Wicksell refere-se à identificação da coordenação intertemporal e o papel do mecanismo da taxa de juros como o problema mais importante na macroeconomia. Embora a análise de Minsky assuma a relação negativa entre o investimento e a taxa de juros, em seu esquema as taxas de juros desempenham um papel secundário. Como protagonistas de sua análise estão os outros determinantes do investimento, em particular as expectativas de lucro e a confiança. Austríacos não rejeitam teorizar sobre o papel de confiança ou "espírito animal", mas argumentam que precisa-se olhar mais atentamente para a maneira pela qual os grandes *players* do sistema econômico podem afetar os níveis de confiança como resultado de seu domínio (Koppl, 2014, p.130-131). Minsky inspirou-se a teoria da dívida-deflação de Fisher para criar sua própria teoria da dívida-deflação (Fisher, 1933; Minsky, p.182, 2008), que enfatiza o papel do mercado de ativos. Como na explicação de Fisher, a disseminação de uma histeria sobre o mercado pode ser contraproducente, pois o mercado de ativos e a

angústia vendem *feedback* um ao outro. A queda nos preços dos ativos reforça a deflação através de um efeito negativo da riqueza. Esse processo pode resultar em um processo recursivo de deflação de dívida. A teoria austríaca, pelo contrário, não é uma teoria de depressão em si, mas sim uma teoria do *boom* insustentável. Austríacos reconhecer que mudanças de auto-inversão na estrutura de capital próprio possa dar lugar a uma espiral descendente e auto-agravante em termos de rendimento e gastos, que foi descrito por Hayek como a "depressão secundária (ou deflação)" - em reconhecimento ao fato de que o principal problema era outra coisa: a má alocação intertemporal de recursos. (Hayek, 1979, p. 40-41; Garrison, 2001, p. 75). Enquanto os austríacos reconhecem o fato de que uma situação ruim pode piorar, eles teria argumentado que a espiral descendente auto-agravada levando à depressão profunda deve ser explicado pela intervenção significativa do governo em vários níveis que impedem o ajuste do mercado restringindo oportunidades de troca.

Há aspectos macroeconômicos e microeconômicos para a fragilidade financeira (Tymoigne e Wray, 2014, p. 21-22). Tanto Minsky quanto os austríacos são sensíveis à exigência de que as teorias macroeconômicas sejam dotadas de ii) microfundamentos adequados. Em sua dissertação de doutorado, Minsky já havia enfatizado "a necessidade de relacionar análise agregada ao comportamento das unidades econômicas. (Minsky, 2004, p.17) Em particular, a relação entre investimento e o comportamento de firmas individuais é investigada. Sem dúvida alguma, ele pretendia adotar uma abordagem desagregada ao estudo dos ciclos de negócios. Minsky considerou sua abordagem na dissertação para estabelecer a micro-fundação para determinar o desempenho macro. A dissertação é uma análise microeconômica do comportamento da empresa abrangendo os diversos processos decisórios de entrada, estrutura de mercado, expansão, vulnerabilidade e sobrevivência (Papadimitriou, 2004).

De acordo com Van den Hauwe (2016), na teoria de Minsky da determinação do investimento, todos os determinantes do investimento podem ser específicos da empresa. Além disso, embora a teoria da determinação do investimento de Minsky possa ser formulada sem referência explícita à heterogeneidade, a um nível mais profundo e significativo, pensamentos de Minsky podem ser adequadamente expresso apenas em definição aos agentes heterogêneos, considerando a distinção entre unidades *hedge*, especulativas e Ponzi na qual a HIF é baseada. Assenza et al. (2010) fornecem um exemplo de um modelo macroeconômico em que as empresas são

caracterizadas por condições financeiras heterogêneas ao nível da empresa, assim a implementação de uma abordagem desagregada para o estudo dos ciclos de negócios olhando como a estrutura da economia evolui ao longo do ciclo. O papel das condições financeiras heterogêneas é a parte do legado de Minsky que está se tornando a pedra angular de um novo agenda de pesquisa

A teorização austríaca também tem sido muito sensível a questões de agregação excessiva. Os economistas austríacos geralmente têm criticado o foco primário dos macroeconomistas convencionais em magnitudes agregadas e sua abstração de participantes individuais do mercado e suas interações. O método fundamental da teoria econômica austríaca foi caracterizado como "individualismo metodológico". Eventos econômicos só podem ser explicadas em termos de ações humanas individuais, o que significa que os fenômenos do ciclo de comércio devem ser explicados em termos das respostas dos indivíduos no sistema de sinais de preços (Hayek, 1933 [2008]), Minsky, no entanto, não parece consistentemente abraçar o individualismo metodológico. Embora micro-fundada, a análise de Minsky deve ser interpretada mais como macro-fundamentos da microeconomia do que vice-versa: ele parte da determinação da demanda agregada e do lucro bruto total no período, juntamente com a estrutura de passivos herdada do passado (Van Den Hauwe, 2016). Austríacos baseiam sua macroeconomia singular sobre o conceito de uma estrutura inter-temporal da produção e desagregam a macro-economia, de acordo com o papel central para a estrutura de capital da economia na tradição de Menger (1986) e Böhm Bawerk (1959).

Ambos os modelos se relacionam com a mesma realidade iii) macroeconômica, logo, parece plausível supor que possa haver algum espaço para integração de ambos os esquemas desagregação, teórica e empiricamente. Assim, parece plausível supor que o aumento da fragilidade macroeconômica ao longo do *boom*, de acordo com o esquema de Minsky, não ocorrerá de maneira "uniforme" em toda a economia, mas sim "diferencialmente" de maneira que refletem as diferentes fases de produção de acordo com o esquema austríaco de desagregação. Esta é uma área em que pesquisas futuras podem fornecer interpretação cruzada entre as duas abordagens (Van Den Hauwe, 2016).

Tanto Minsky quanto os austríacos criticaram variantes da teoria *mainstream* de iv) equilíbrio. Os austríacos estão metodologicamente em desacordo com a teoria do equilíbrio neoclássico. Eles evitam o formalismo matemático, especialmente do tipo

mecanicista, preferindo narrativa histórica de eventos, refletindo sua percepção de que os eventos fazem parte de processos dinâmicos que, na maioria das vezes, estão fora de equilíbrio (Simpson, p.135, 2013). A teoria tradicional austríaca do ciclo também tem sido caracterizada como profundamente determinista: a situação de chegada é um equilíbrio estacionário determinada de uma maneira unívoca, com base em variáveis reais (preferências, técnicas e dotes iniciais de agentes). A causa final do ciclo é puramente monetária (política monetária)(Gloria Palermo, 1999, p.74).

No entanto, para Van Den Hauwe (2016), enquanto a rejeição de Minsky da "muleta" do equilíbrio é total e intransigente, a teoria austríaca mantém um conceito de equilíbrio de uma maneira essencial. Uma tendência para o equilíbrio é uma característica fundamental do ciclo austríaco. Trabalhos iniciais de Hayek (Cochran e Glahe, 1999) refletem uma tensão sutil entre a necessidade percebida de declarar seu caso de uma forma teoricamente aceitável, ou seja, a teoria do equilíbrio, e um senso de limitações dessa teoria (Butos, 1993). Na opinião de Minsky, ao contrário, o mecanismo tradicional de reequilíbrio de preços é substituído pelos mecanismos que exercem efeitos cumulativos uns sobre os outros. Depois de atingir seu desenvolvimento máximo, as seguintes tendências diminuem e se invertem. Economias capitalistas avançadas flutuam ciclicamente em permanente desequilíbrio (De Antoni, 2010, p.466).

O trabalho de Minsky é melhor entendido como uma contribuição para a v) teoria geral do dinheiro. Em particular, seu trabalho representa a contribuição americana mais significativa de sua geração à tradição bancária do pensamento monetário, que vê dinheiro surgindo como o subproduto natural do financiamento das empresas (Mehrling, 1999, p.150). A teoria austríaca de boom e estouro, apesar de seu foco explícito na poupança, investimento e tempo de produção, é igualmente, raiz e ramo, uma teoria monetária (Garrison, 2001, p.52).

Minsky faz parte de um pequeno grupo de economistas pós-keynesianos que insistem na importância dos aspectos teóricos do preço do trabalho de Keynes, e continuou a tentar desenvolver este aspecto do sistema keynesiano. Como foi explicado, de acordo com a teoria de Minsky, existem realmente dois sistemas de preços em uma economia capitalista - um para a produção atual e outro para os ativos de capital. Quando o nível de preços dos ativos de capital é alto em relação ao nível de preço da produção atual, as condições são favoráveis para o investimento; quando o nível de preços dos ativos de capital é baixo em relação ao nível de preços da

produção atual, as condições não são favoráveis para o investimento, e uma recessão - ou depressão - é indicada (Kregel 1992, p. 87; Minsky, 2008). O preço relativo fundamental em uma economia capitalista é, portanto, a relação entre o preço dos ativos de capital e o preço da produção atual. Este modelo de dois preços é a ferramenta analítica pela qual Minsky integra sua teoria do dinheiro e finanças em sua teoria do investimento.

Enquanto a abordagem de Minsky ainda é enquadrada em termos de “níveis de preços”, a lógica da teoria austríaca está firmemente ancorado na noção de que o sistema de preços é uma rede de comunicações. Uma falta de comunicação expressa em uma taxa de juros mantida abaixo de seu nível de mercado ou “natural” pela política do banco central coloca a economia em uma trajetória de crescimento que é inerentemente insustentável. Em um famoso artigo sobre “O uso do conhecimento na sociedade” (Hayek, 1945), Hayek resumiu sua visão do papel dos preços nos processos de mercado. O conhecimento não está universalmente disponível. A grande questão econômica é como fazer o maior uso social do conhecimento que não está universalmente disponível, mas existe apenas de forma dispersa para toda a população. O “mercado” é uma solução descentralizada para o problema fundamental de fazer uso de conhecimento amplamente disperso. Assim, os preços dos insumos de recursos transmitem de forma altamente condensada apenas informações suficientes para garantir que os insumos sejam apropriadamente alocados, sem a necessidade de os participantes do mercado possuírem qualquer informação detalhada sobre o motivo pelo qual certas mudanças de preço estão ocorrendo. Todo participante do mercado sabe de algo, ninguém sabe tudo. Instituições como o sistema de preços, mas também dinheiro e regras tradicionais de conduta, facilitam a coordenação e o uso efetivo desse conhecimento disperso (VAN DEN HAUWE, 2016).

Nas considerações da construção teórica de Minsky os conceitos de vi) tempo e capital claramente desempenham um papel importante e essencial. Ele concluiu em *Estabilizando uma Economia Instável* com a consideração de que ““(t)he essential Keynesian result, that capitalism is flawed mainly because it handles capital poorly, nowhere enlightens current policy actions (...)” e que “Keynes reconheceu as falhas no capitalismo porque ele, mais do que seus antecessores, contemporâneos e sucessores, entendeu os aspectos financeiros e relacionados ao tempo de um capitalismo que usa o capital.” (MINSKY, 2008, p.369).

Na teoria austríaca, o elemento tempo crítico se manifesta como um estrutura intertemporal de capital ou estrutura de produção que é exclusiva da macroeconomia austríaca: como previsto anteriormente por Menger (1994, p. 80-87) o processo de produção da economia é desagregado em um número de estágios temporalmente sequenciados de produção a fim de permitir que a produção do setor de bens de investimento e do setor de bens de consumo se mova em relação um ao outro e até mesmo permita movimentos diferenciais dentro do setor dos bens de investimento. Substituindo o único agregado de investimento por estágios temporalmente sequenciados que compõem a estrutura de capital da economia é o que fornece uma base para uma distinção substantiva entre crescimento sustentável e boom insustentável.

Na construção de Minsky, a característica essencial do capitalismo - a acumulação de capital - está intimamente ligado à criação de dinheiro. O dinheiro não pode ser neutro precisamente porque sua criação está “ligada ao processo de criação e controle de bens de capital ...” (Minsky, 2008, p. 223). E a quantidade de dinheiro não pode ser determinada exogenamente, pois é criada como resultado de comportamento privado em busca de lucro. O dinheiro é criado no processo de financiamento do investimento e obriga o excedente necessário para permitir a formação de capital. Mais fundamentalmente, a criação de crédito é o meio pelo qual a sociedade garante que os trabalhadores não possam comprar o produto total. A criação de crédito dá poder de compra aos empreendedores para que eles possam financiar a acumulação de capital. Como Minsky argumenta, a marcação na indústria do bens de consumo garante que os trabalhadores da indústria de bens de investimento possam obter bens de consumo, enquanto os gastos com bens de investimento geram um excedente sobre a renda do trabalho. (Minsky, 2008, Capítulo 7) O dinheiro assim criado cumpre duas outras funções importantes: serve como um meio de troca, e pode ser considerado um seguro contra um futuro incerto.

Resumindo, na construção de Minsky, três elementos parecem essencialmente ligados: as posições em ativos; estruturas de responsabilidade; e criação de dinheiro. É importante notar como esta análise difere essencialmente da análise austríaca. Dinheiro e crédito criados no processo de formação de capital é o que na teoria austríaca é designado como expansão de crédito. No entanto, a análise austríaca é construída em torno da distinção conceitual e teórica fundamental entre acumulação de capital, no sentido de possibilitar o crescimento sustentável que pressupõe e deriva

da poupança genuína e crescimento insustentável, ou seja, boom e estouro, que derivam da expansão do crédito e que envolvem economia forçada. Essa distinção conceitual está ausente da estrutura teórica de Minsky.

Na verdade, Minsky parece argumentar que a acumulação de capital necessariamente, ou ao menos usualmente e regularmente, envolve dinheiro e criação de crédito, o que no quadro austríaco é caracterizado como poupança forçada. Os austríacos objetam obviamente a proposição de que a acumulação de capital como característica essencial das economias capitalistas está essencialmente e necessariamente ligada à expansão do crédito e à criação de moeda envolvendo poupança forçada. A formação de capital requer uma poupança genuína. Nesse contexto, Mises fez a distinção útil entre crédito de mercadoria e crédito de circulação. O crédito de mercadorias não pode ser expandido (Mises, 1966, p. 433-434) Como Mises argumenta, o boom realmente gera consumo de capital. Como ele escreveu “...it is very questionable whether forced saving can ever achieve more than to counterbalance a part of the capital consumption generated by the boom.” (ibid. 575-6).

Além disso, a teoria austríaca enfatiza aspectos do capital que são negligenciados por outras abordagens macroeconômicas, permitindo assim uma visão mais profunda e um poder explicativo adicional (Hayek, 1978; Cochran e Glahe ibid. Capítulo 8, 1999). Resumindo, a análise de Minsky e a análise austríaca do ciclo de negócios são superficialmente semelhantes, dado que ambas derivam de uma tentativa de integrar a teoria monetária com a teoria do capital. A introdução de uma teoria do capital heterogêneo e de uma estrutura de capital intertemporal desagregada na análise teórica do ciclo de negócios é única para a abordagem austríaca.

Finalmente, de um lado, enquanto Minsky assume que a economia capitalista – de livre mercado – é inerentemente propensa à instabilidade e à grandes crises e que, portanto, um arcabouço de legislações e regulamentações para controlar o capitalismo desenfreado seria o instrumento adequado para evitar que novas crises aconteçam, de outro lado, os austríacos mostram que a crise e a instabilidade financeira derivam justamente de políticas de governo, especialmente apontando como a redução artificial dos juros e a maciça expansão do crédito provocam distorções alocativas que culminam na crise.

## Bibliografia

- ABOUBAKER, A; KÖHLER, K; PRANTE, F ; TARNE, R. *Post-Keynesian Economics*, 2016. Disponível em: <https://www.exploring-economics.org/en/orientation/post-keynesian-economics/>. Acesso em julho de 2018.
- ALVES, T.G; VERÍSSIMO , M.P. *Crise Financeira, Estado e Política Monetária: Uma Abordagem Principalmente Keynesiana*. Anais do XXXVII Encontro Nacional de Economia, 2010.
- ANJOS, Rodrigo C. *Lachmann e a Teoria do Processo de Mercado: entre o pensamento austríaco e o pós-keynesiano*. . Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Economia, Universidade Estadual Paulista, PPGE-Unesp, 2015.
- ARESTIS, P.; GLICKMAN, M. *Financial crises in south east Ásia: dispelling illusion the minskyan way*. UEL, Department of Economics - University of East London, Working Paper 22, December, 1999.
- ARROYO, R.H. *A Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos - Mais um contribuição*. Trabalho de conclusão de curso IE/UNICAMP, 2010.
- ASSENZA, T; DELLI GATTI, D and GALLEGATI, M. “*Financial instability and agents’ heterogeneity: a post Minskyan research agenda*”, in: Papadimitriou, D.B. and Wray L.R, p.182-205, 2010.
- BACIC. F. M. *A importância da teoria da Preferência pela Liquidez para a manipulação da Política Monetária em situações de incerteza*, 2012. Disponível em: <http://economidiando.blogspot.com/2012/05/importancia-da-teoria-da-preferencia.html>. Acesso em julho de 2018.
- BACKHOUSE, R, E. "Austrian economics and the mainstream: View from the boundary". Symposium: Publishing in Austrian Economics, Part 2, 2014.
- BAHRY, T.R; GABRIEL, L.F. *A Hipótese Da Instabilidade Financeira E Suas Implicações Para A Ocorrência De Ciclos Econômicos*. R. **Econ. contemp**, Rio de Janeiro, 14(1): 27-60, jan./abr. 2010.
- BIELSCHOWSKY , P; CUSTÓDIO, M da C. *Keynes: A Crítica Ao Modelo Clássico E A Criação Da Macroeconomia*. **Revista Eletrônica Novo Enfoque**, , v. 13, n. 13, p. 62 – 71, ano 2011.
- BIRNER, J & VAN ZIJP, R. *Hayek, Co-ordination and Evolution*. Routledge, p. 94. 1994.

- BOETTKE, P.J. *Information and Knowledge: Austrian Economics in Search of its Uniqueness*, **The Review of Austrian Economics**, 15/4, 263-274, 2002.
- BÖHM-BAWERK, Eugen von. *A Teoria Positiva do Capital – Volumes I e II*. São Paulo: Nova Cultural, 1986.
- BÖHM-BAWERK. *Capital and Interest*. Illinois: Libertarian Press, 1959.
- BRAGA, J.C.S. *Temporalidade e riqueza – instabilidade estrutural e ‘financeirização’ do capitalismo*. Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas. Campinas. 1985.
- BRANDA, D.C; FEISTEL, P.R; ROSA DA SILVA, F. A. *Teoria do Capital e o Papel da Poupança Voluntária na Criação de Vantagens Comparativas em Bens Intensivo-Capital*. In **MISES: Revista Interdisciplinar de Filosofia, Direito e Economia** , Volume II, Número 2 (Edição 4), p. 393-404, 2014.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. *Da macroeconomia clássica à keynesiana*, 1974. Disponível em: <http://www.bresserpereira.org.br/papers/1985/962a-Da-macroeconomia-classica-a-keynesiaa-1976.pdf>
- BRESSER-PEREIRA, L.C. *O Novo Desenvolvimentismo e a Ortodoxia Convencional*. São Paulo: **São Paulo em Perspectiva**, v. 20, n. 3, p. 5-24, jul./set. 2006.
- BUCHANAN, J. *Cost And Choice: An Inquiry In Economic Theory*. Liberty Fund, Inc, 1999.
- BUTOS, W.N. and R. KOPPL. “*Hayekian Expectations: Theory and Empirical Expectations*.” *Constitutional Political Economy*, Vol. 4 N° 3: 303-29, 1993.
- CARDOSO, F. *A Relação Entre Poupança E Investimento Sob A Ótica Do Princípio Da Demanda Efetiva*, 2008.
- CARVALHO, F J. C de. *Economia Monetária e Financeira*. Elsevier, 2ª Edição, 2007.
- CARVALHO, F.C. *A Atualidade do Pensamento Keynesiano: Instabilidade, Crise e Valorização Financeira*. In: **Seminário Sobre O Cinquentenário Da Teoria Geral De Keynes**. Vitória: UFES, Depto. De Economia, 1986.
- CARVALHO.F.C.et AL. *Economia monetária e financeira : teoria e política*,4ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.
- CASONATO, L. *Hipótese e solução da fragilidade financeira em Minsky na perspectiva Austríaca: o Paradoxo Pós-Keynesiano*. Artigo publicado pela ANPEC, 2017.

- CHILIATTO-LEITE, M.V. *Teorias da Demanda Efetiva: Keynes, Kalecki e algumas implicações*. **III Encontro Internacional da AKB** - São Paulo, 2010.
- COCHRAN, J.P. and F.R. GLAHE. *The Hayek-Keynes Debate—Lessons for Current Business Cycle Research*. Lewiston: The Edwin Mellen Press. Colander, 1999.
- COCHRAN, J.P. and F.R. GLAHE “*The Use and Abuse of Equilibrium in Business Cycle Theory—A Praxeological Approach*.” *Cultural Dynamics*, 5: 356-70, 1992.
- CONCEIÇÃO, D, N. *Nota Técnica Introdutória ao artigo “A Hipótese da Instabilidade Financeira”, de Hyman P. Minsky*. **OIKOS** | Rio de Janeiro | Volume 8, n. 2, pgs 303 -320, 2009.
- COSTA. A L da. *Os Determinantes Do Investimento Privado No Brasil: Estimando Uma Função Para O Período 1970-2011*. Monografia (Bacharelado em Ciências Econômicas)-Universidade de Brasília, 2015.
- DAVIDSON, P. *Post keynesian macroeconomic theory*. Aldershot, UK: Edward Elgar, 1994.
- DAZIEL, P. *A post keynesian theory of asset price inflation with endogenous money*. **Journal of Post Keynesian Economic**, v. 22, n. 2, Winter 1999.
- DE ANTONI, E. 2010. “*Minsky’s ‘financial instability hypothesis’: the not-too-Keynesian optimism of a financial Cassandra*.” in: Zambelli, 462-84, 2010.
- DEQUECH, David. *Incerteza num Sentido Forte: Significado e Fontes*. In: **Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea**. SICSÚ, João; PAULA, Luiz F.; LIMA, Gilberto T. (Orgs.). Editora Campus. Rio de Janeiro, 1999.
- DOMAR, E. *Capital expansion, rate of growth and employment*. In: SEN, A. (Org.). **Growth economics**. Middlesex: Penguin Books, 1970.
- DONÁRIO , A,A. SANTOS, R,B dos. *Keynes e o Keynesianismo Uma Visão Crítica*. CARS – Centro de Análise Económica de Regulação Social. Universidade Autónoma de Lisboa, 2016.
- DUTT, A. *Keynesian Growth Theory in the 21st Century*. In: Arestis, P. e Sawyer, M. (eds.) **International Papers in Political Economy: 21st Century Keynesian Economics**. Palgrave Macmillian, 2010.
- DYMSKI, G. *Bolhas de ativos e crises em Minsky: uma abordagem espacializada*. In: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. **Globalização financeira: ensaios de macroeconomia aberta**. Petrópolis: Vozes, 2004.

- FAZZARI,S.; FERRI,P.; GREENBERG,E. *Bounded rationality and Keynes-Minsky fluctuations*, 2000. Disponível em: <http://www.cfeps.org/events/pk2002/confpapers/fazzariferrigreenberg.pdf>.
- FERRARI FILHO, F. *A crítica pós-keynesiana ao mainstream: os fundamentos e refinamentos teóricos acerca de velhas questões*. In: **III Encontro Nacional de Economia Política**, 1998.
- FISHER, I. “*The Debt-Deflation Theory of Great Depressions.*” **Econometrica** 1, 337-357, 1933.
- FRANCO, E.E. *Ciclos Econômicos: A Escola Austríaca Como Alternativa À Teoria Keynesiana*. Artigo de conclusão de curso UNIJUÍ - Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul, 2015.
- GABARDO DA CAMARA. M.R. *A Instabilidade Do Capitalismo: A Visão De Keynes E Schumpeter*. Semina, 12(3): 146-154, 1991.
- GARRISON, R.W. *Ciclos Económicos: El Enfoque Austriaco*. **Revista Libertas** XII: 43, 2005.
- GARRISON, R.W. *.Time and Money—The Macroeconomics of Capital Structure*. London: Routledge, 2001.
- GARRISON, R.W. “*The Austrian School.*” in: Snowdon B. and Vane H.R, 474-516, 2005.
- GARRISON, R.W. and N. BARRY. *Elgar Companion to Hayekian Economics*, Cheltenham: Edward Elgar, 2014.
- GIERSCH, Herbert. *Money, Trade, and Competition: Essays in Memory of Egon Sohmen*. Springer Science & Business Media, pág. 9, 2012.
- GLORIA-PALERMO, S. *The Evolution of Austrian Economics*. London : Routledge, 1999.
- HARROD, R. *An essay in dynamic theory*. In: SEN, A. (Org.). **Growth economics**. Middlesex: Penguin Books, 1970.
- HAYEK, F. A. *Direito, legislação e liberdade: uma nova formulação dos princípios liberais de justiça e economia política – Volume I: normas e ordem*, 1985.
- HAYEK, F. A. *Individualism and Economic Order*. Chicago: The University of Chicago Press, 1948 [1980].
- HAYEK, F. A. *Monetary Theory and the Trade Cycle*, 1933, in: Salerno J. T. **Prices and Production and Other Works**, 2008.

- HAYEK, F. A. *O uso do conhecimento na sociedade*. Ordem Livre. Disponível em: <http://www.ordemlivre.org/2008/09/o-uso-doconhecimento-na-sociedade/> Acesso em: setembro, 2018.
- HAYEK, F. A. *Os Fundamentos da Liberdade*. Editora Visão, 1983.
- HAYEK, F. A. *Prices and Production*. London: Routledge & Sons, 1931.
- HAYEK, F. A. *Prices and Production*, 2<sup>nd</sup> edn, New York: Augustus M. Kelley, 1945.
- HAYEK, F. A. *Prices and Production*, 2<sup>nd</sup> edn, New York: Augustus M. Kelley, [1935] 1967.
- HAYEK, F. A. *Profits, Interest and Investment and Other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations*. London: Routledge & Kegan Paul Ltd, 1939.
- HAYEK, F. A. *Road to Serfdom*. In **Collected Works**, vol. 2. University of Chicago Press, Chicago, 2010.
- HAYEK, F. A. *The Pure Theory of Capital*. Chicago: Chicago University Press, 1941.
- HAYEK, F. A. “*The use of knowledge in society.*”, 1945. **American Economic Review**, 35 (4): 519-30, reprinted in: Hayek F.A. 77-91, 1948 [1980].
- HAYEK, F. A. *The Use of Knowledge in Society*, **American Economic Review**, 35, 519-530, 1978.
- HAYEK, F. A. *Three Elucidations of the Ricardo Effect*, in F. A. Hayek, **New Studies in Philosophy Politics, Economics and the History of Ideas**, Chicago: University of Chicago Press, 165-178, [1935] 1967.
- HAYEK, F. A. “*Three Elucidations of the Ricardo Effect.*” in: Hayek: 165- 178, [1969] 1978.
- HEIN, E. *Distribution and Growth after Keynes: A Post Keynesian Guide*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2014.
- HORWITZ, S. *Microfoundations and Macroeconomics: an Austrian Perspective*. New York: Routledge, 2000.
- HORWITZ, S. *Monetary Calculation and the Unintended Extended Order: The Misesian Microfoundations of the Hayekian Great Society*, **Review of Austrian Economics**, vol.17, no.4, 2004.
- HUERTA DE SOTO, Jesus. *A Escola Austríaca*. 2. Ed. Tradução de André Azevedo Alves. São Paulo: **Instituto Ludwig von Mises Brasil**, 2010.

- HUERTA DE SOTO, Jesus. *Moeda, Crédito Bancário e Ciclos Econômicos*. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil. 2012.
- IORIO, U. J. *Ação, tempo e conhecimento: A Escola Austríaca de Economia*. 1. Ed. São Paulo: **Instituto Ludwig von Mises Brasil**, 2011.
- IORIO, U. J. *O processo de mercado*. **Instituto Ludwig von Mises Brasil**. Disponível em: <<http://mises.org.br/Article.aspx?id=636>>. Acesso em: setembro, 2018.
- KALECKI, M. "Outline of a Theory of the Business Cycle", in **Studies in the Theory of Business Cycles**. A.N. Kelley, N. York; 1969; trad.port. "Esboço de uma Teoria do Ciclo Econômico", 1933.
- KALECKI, M. **Teoria da Dinâmica Econômica**. São Paulo: Abril Cultural, 1985.
- KALECKI, M. *Teoria da Dinâmica Econômica*. São Paulo: Abril Cultural (coleção "Os Economistas"), 1983.
- KARPOUZANOV , M. *The Study Of Individual Action And The Pillars Of The Austrian School Of Economics*. **UL Journal of Social Sciences** (2:2) LAÜ Sosyal Bilimler Dergisi December-Aralık, 2011.
- KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. Trad. Mário R. da Cruz. São Paulo, Atlas. 1982.
- KEYNES, J. M. *Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda*. Abril Cultura, 1936.
- KEYNES, J. M. *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. 2.ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.
- KEYNES, J.M. *The general theory of employment, interest and money*. New York, HBS Book, 1964.
- KREGEL, J.A. "Minsky's "Two-Price" Theory of Financial Instability and Monetary Policy: Discounting versus Open Market Intervention." in: Fazzari and Papadimitriou: 25 85-103, 1992.
- KREGEL, J. *Yes, 'it' did happen again: a Minsky crisis happened in Asia*. Jerome Levy Institute, 1998. (Working Paper, n. 235), 1998.
- KOPPL, R. *From Crisis to Confidence: Macroeconomics after the Crash*. London: IEA, 2014.
- LACHMANN, L.M. von . *Capital and Its Structure*, Kansas City: Sheed, Andrews and McMeel, [1956] 1978.

- LACHMANN, L.M. von . *Capital, Expectations and the Market Process: Essays on the Theory of the Market Economy*, Sheed Anderson and McMeel, Kansas City., 1977.
- LACHMANN, L.M. von . *Professor Shackle on the Economic Significance of Time*, **Metroeconomica**, 11/1-2, 64-73, 1959.
- LACHMANN, L.M. von . *The Science of Human Action*, 1951. In: GRINDER. **Capital, Expectations and the Markey Process**. Kansas City: Sheed Andrews and McMeel, 1977.
- LAVOIE, M. *The Kaleckian model of growth and distribution and its neo-Ricardian and neo-Marxian critiques*. **Cambridge Journal of Economics**, v. 19, pp. 789-818, 1995.
- LIMA, I.C. *Ciclos Econômicos e Previsão Cíclica: Um Estudo de Indicadores Antecedentes para a Economia Brasileira*. Dissertação de Mestrado, 2005.
- LOPES, R.M. *A Escola Austríaca De Economia E A Função Do Empresário*. Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Instituto Municipal de Ensino Superior de Assis, como requisito do Curso de Graduação de Bacharelado em Administração, 2012.
- LORENZO, D.F. *El pensamiento de Keynes sobre los ciclos económicos*. Trabalho de Conclusão de Curso. Universidad de Valladolid, 2014.
- LOURENÇO. A.L de. *O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade*. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 15, n. 3 (28), p. 445-474, dez. 2006.
- MACEDO e SILVA, A. C. *Macroeconomia sem Equilíbrio: dois ensaios e um livro texto*. Campinas: IE/UNICAMP, tese de doutorado, 1994.
- MARCATO, M. B. *Microfundamentos: Hyman P. Minsky e os modelos de fragilidade financeira*. **Revista de Economia**, v. 40, n. 2(ano 38), p. 39-58, mai./ago. Editora UFPR, 2014.
- MARTINS, D.C. *A relação entre o processo cumulativo e a teoria quantitativa da moeda: uma análise da abordagem monetária de Wicksell e de algumas interpretações posteriores*. Dissertação de Mestrado em Economia. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2007.
- MEHRLING, P. “*The vision of Hyman P. Minsky*.” **Journal of Economic Behavior & Organization**, 39: 129-58, 1999.

- MENGER, C. *Investigations into the Methods of the Social Sciences*. New York University Press, 1985.
- MENGER, C. *On The Origins Of Money*. Auburn. AL: The Ludwig von Mises Institute, 2009.
- MENGER, C. *Princípios de Economia Política*. São Paulo: Nova Cultural, 2a ed., 1986.
- MENGER, C. *Princípios de economia política*. 2. Ed. Tradução de Luiz João Baraúna. São Paulo: Nova Cultural, 1987.
- MENGER, C. *Principles of Economics*, Grove City: Libertarian Press, 1871 [1994].
- MINGA, Eduardo A. P. *Uma Investigação Sobre O Conceito De Não- Neutralidade Da Moeda Na Escola Austríaca E Pós-Keynesiana*. Curitiba: UFPR – PPGDE, 2014. 107 p. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico, Universidade Federal do Paraná, 2014.
- MINSKY, H. P. *An exposition of the Keynesian theory of investment*. In: **MATHEMATICAL methods in investment and finance**. Amsterdam: Elsevier/North Holland, 1972b
- MINSKY, H. P. *Can “it” happen again?* New York: Sharpe, 1982.
- MINSKY, H. P. *Can it happen again? Essays on instability and finance*. New York: M.E. Sharp, 1982.
- MINSKY, H. P. *Capitalist financial processes and the instability of capitalism*. **Journal of Economic Issues**, n. 14, Jun. 1980b.
- MINSKY, H. P. *Debt deflation processes in today’s institutional environment*. **Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review**, n. 143, Dec. 1982b.
- MINSKY, H. P. “*Financial Instability Hypothesis*.” in **Wray** 2012 543-48, 1994.
- MINSKY, H. P. *Financial instability revisited: the economics of disaster*. In: **FUNDAMENTAL reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism**. Board of Governors, Federal Reserve System, 1972a.
- MINSKY, H. P. *Induced Investment and Business Cycles*. Cheltenham: Edward Elgar, 2004.
- MINSKY, H. P. *Integração financeira e política monetária*. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 3, dez. 1994.
- MINSKY, H. P. *John Maynard Keynes*. Columbia University Press, New York, 1975a..

- MINSKY, H. P. *The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to Standard Theory*, 1975.
- MINSKY, H. P. *Securitization*, Policy Note 2. New York: The Levy Economics Institute of Bard College, 2008.
- MINSKY, H. P. *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw Hill, 1986 [2008].
- MISES, Ludwig von. *Ação humana*. 3. Ed. Tradução de Donald Stewart Jr. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2010.
- MISES, Ludwig von. *A mentalidade anticapitalista*. 2. Ed. Tradução de Carlos dos Santos Abreu. São Paulo: **Instituto Ludwig von Mises Brasil**, 2010.
- MISES, Ludwig von. *Economic Calculation in the Socialist Commonwealth*. Auburn, AL: The Ludwig von Mises Institute, 1990.
- MISES, Ludwig von. *Human Action: A Treatise on Economics*, 3<sup>rd</sup> rev. edn, Chicago: Henry Regnery, [1912] 1953.
- MISES, Ludwig von. *Human Action—A Treatise on Economics*. Fourth Revised Edition, New York: FEE. 1949 [1966].
- MISES, Ludwig von. *Human Action: A Treatise on Economics*. San Francisco: Fox & Wilkes, 1996.
- MISES, Ludwig von. *The Theory of Money and Credit*, New Haven, Conn: Yale University Press, 1966.
- MISES, Ludwig von. *The Theory of Money and Credit*. New York: The Foundation For Economic Education, 1971.
- O'DRISCOLL, Gerald P.; RIZZO, Mario J. *The Economics of Time and Ignorance*. London: Routledge, 1996.
- OLIVEIRA, M.J.G. *Demanda Efetiva E Propensão A Consumir*. Revista Matiz Online, 2012.
- OREIRO J. L. *Economia Pós-Keynesiana: origem, programa de pesquisa, questões resolvidas e desenvolvimentos futuros*. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 32, n. 2, p. 283-312, nov. 2011.
- PAPADIMITRIOU, D.B. and L. Randall Wray. *The Elgar Companion to Hyman Minsky*, 2010.
- PASINETTI, L. *Rate of Profit and Income Distribution in Relation to the Rate of Economic Growth*. **The Review of Economic Studies**, v. 29, n. 4, pp. 267-279, 1962.

- PAULA, Luiz F.R. *Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia: uma abordagem keynesiana*. Editora Campus, 2014.
- PERES, G.P. *Teoria austríaca do ciclos econômicos de Hayek*. Monografia de Bacharelado em Economia, PUC-SP, 2012.
- POPPER, K. *The Open Society and Its Enemies*. Vol. I. London: Routledge e Kegan Paul LTD, 1957.
- POSSAS, M L. *A Dinâmica da Economia Capitalista: uma abordagem teórica*. São Paulo: Brasiliense, 1986.
- POSSAS, M L. *Demanda efetiva, investimento e dinâmica: a atualidade de Kalecki para a teoria macroeconômica*. **Revista de Economia Contemporânea**, 1999.
- POSSAS, M L. *Para uma releitura teórica da Teoria Geral*. In: Lima, G.T. e Sicsú, J. (orgs.). **Macroeconomia do Emprego e da Renda: Keynes e o Keynesianismo**. São Paulo: Manole, 2003 .
- REGRA, A. *O Financiamento Do Investimento: A Complementaridade Entre As Abordagens De Keynes, Kalecki E Minsky*, 2005.
- ROBBINS, L. *The Great Depression*, Freeport, N. Y.: Books for Libraries Press, 1934
- RONCAGLIA DE CARVALHO, A. *Equilíbrio, coordenação e conhecimento: um estudo sobre a questão monetária em Hayek*.(Dissertação de Mestrado em Economia, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo), 2007.
- ROTHBARD, M. *America's Great Depression*, 5<sup>th</sup> edn, Auburn, Ala: Ludwig von Mises Institute, 1963.
- ROTHBARD, M. *Praxeology: The Methodology of Austrian Economics*. In: Dolan, E. G. (org.) **The Foundations of Modern Austrian Economics**. Kansas City: Sheed and Ward, 1976.
- SANDRONI, P. *Novíssimo dicionário de Economia*, 3<sup>a</sup> edição, 1987.
- SANTOS SILVA, J, A. *Turismo, Crescimento e Desenvolvimento: uma análise urbano-regional baseada em cluster*. Curso de Doutorado em Ciências da Comunicação. Universidade de São Paulo, 2004.
- SAWYER, M. C.; SHAPIRO, N. *Market structure, uncertainty and unemployment*. In: DOW, S. C.; HILLARD, J. **Keynes, uncertainty and the global economy**. Cheltenham (UK) and Northampton, MA (USA): Edward Elgard, 2002. p. 45-54.

- SCHUMPETER, J. A. *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. New York: McGraw-Hill, 1939.
- SETTERFIELD, M. *Introduction: a dissenter's view of the development of growth theory and the importance of demand-led growth*. In: SETTERFIELD, M. (ed) **The Economics of Demand-led Growth: Challenging the Supply-side Vision of the Long Run**, Cheltenham: Edward Elgar, 2002.
- SIMPSON, D. *The Rediscovery of Classical Economics*. Cheltenham: Edward Elgar, 2013.
- SHACKLE, G. *Expectations in economics*. Cambridge: Cambridge University Press, 1952.
- SKOUSEN, M. *The Structure of Production*, New York: New York University Press, 1990.
- SOROMENHO, J. E. de C. *Hayek, Hicks e a Ascensão do Walrasianismo*. **Economia e Sociedade**, Campinas, Vol. 21, No. 2, p. 219-44, 2012.
- SOROMENHO, J. E. de C. *Um estudo sobre as origens da crítica de Hayek ao conceito de equilíbrio*. Tese (Doutorado)–IPE-USP, São Paulo, 1994.
- TYMOIGNE, E. and L. Randall Wray. *The Rise and Fall of Money Manager Capitalism*. London: Routledge, 2014.
- VAN DEN HAUWE, L. *Understanding Financial Instability: Minsky Versus the Austrians*, MPRA Paper No. 68874, 2016.
- WAPSHOTT, N. *Keynes Hayek: the clash that defined modern economics*, 1st edition, 2011.
- WICKSELL, K. *Interest and Prices*, 2<sup>a</sup>ed. New York: Sentry Press, 1962.