

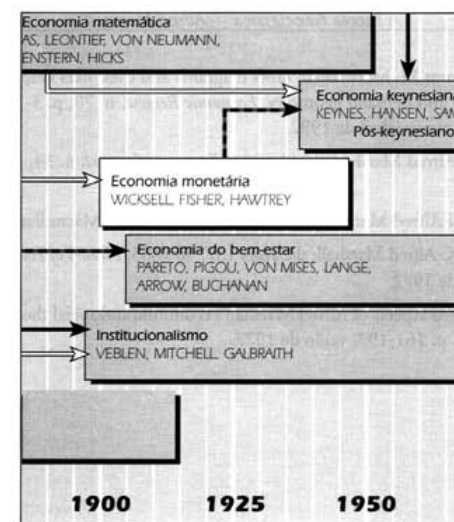
HUMPHREY, Thomas M. Marshallian cross diagrams and their uses before Alfred Marshall: the origins of supply and demand geometry. *Economic Review*, n. 78, p. 3-23. Federal Reserve Bank of Richmond, março/abril de 1992.

KEYNES, John M. Alfred Marshall, 1842-1924. *Economic Journal*, n. 34, p. 311-372, setembro de 1924.

_____. Memorials of Alfred Marshall. Ed. A.C. Pigou. Londres: Macmillan, 1925. p. 427.

WHITAKER, John K. Alfred Marshall: the years 1877 to 1885. *History of Political Economy*, n. 4, p. 1-61, primavera de 1972.

_____. Some neglected aspects of Alfred Marshall's economic and social thought. *History of Political Economy*, n. 9, p. 161-197, verão de 1977.



CAPÍTULO 16

A ESCOLA NEOCLÁSSICA – ECONOMIA MONETÁRIA

Não há uma escola separada de economia monetária, embora alguns economistas contemporâneos sejam chamados de "monetaristas" e algumas escolas econômicas enfatizem o fenômeno monetário mais do que outras. Portanto, vemos na linha do tempo das idéias econômicas que uma seta branca parte da escola neoclássica para a economia monetária e, desta, de volta à escola neoclássica.

As escolas clássica e marxista, assim como os primeiros marginalistas, consideravam a moeda simplesmente como um véu que tem de ser colocado de lado para examinar o mundo real. Acreditavam que a moeda e os preços estavam subordinados a fatores econômicos mais básicos. Outros, como Wicksell e Keynes, combinavam a análise monetária com seu estudo de processos econômicos fundamentais. A moeda, na teoria econômica, estava destinada a ter sua importância aumentada durante os anos com o crescimento dos bancos, do crédito e das flutuações econômicas, assim como as políticas monetárias, cada vez mais importantes, dos bancos centrais e dos governos.

Marshall dedicou alguma atenção à análise monetária. Especificamente, estabeleceu uma versão da equação de troca chamada de *Cambridge equation* (equação de Cambridge). Essa ver-

são é $M = kPT$, onde M é o estoque de moeda, k é a fração de renda que as pessoas coletivamente desejam ter na forma de saldos em moeda, P é o nível de preço geral e T é o volume de comércio ou a renda real. O k de Marshall não é nada mais do que a recíproca da velocidade de circulação, V , na equação de troca mais familiar $MV = PT$. Fisher, um dos assuntos deste capítulo, desenvolveu sua versão posterior da equação. Assim, muito embora certos aspectos das teorias apresentadas por Wicksell, Fisher e Hawtrey estejam mais intrinsecamente associados à macroeconomia do que à microeconomia, esses economistas estão inseridos na tradição neoclássica de Marshall.

Coletivamente, Wicksell, Fisher e Hawtrey deram uma contribuição dupla para a economia. Primeiro, eles exploraram uma área que tinha sido abandonada, mas era de importância cada vez maior e, portanto, exigia ênfase. Segundo, eles ajudaram a integrar a análise monetária na teoria da economia geral. É importante observar, no entanto, que eles podem ter exagerado o papel da moeda. É fácil compensar em demasia por defeitos passados, permitindo que o pêndulo balance muito longe na direção oposta.

Como sugerimos, os economistas monetários da escola neoclássica diferiam consideravelmente dos não-monetaristas da mesma escola, pois os teóricos monetários tinham de lidar com análises agregativas, como demanda total, oferta total de moeda, poupança total e investimento total. Uma separação dentro da tradição neoclássica surgiu. A divisão não-monetária olhava para os sacrifícios reais, renda, consumo, poupança e investimento das pessoas físicas e das empresas. A divisão monetária agregava essas categorias para toda a economia, enfatizando os fatores monetários, juntamente com os fatores reais. Restava aos economistas posteriores sintetizar a economia monetária e a não-monetária, embora o crédito seja de Wicksell como um importante precursor desses economistas posteriores.

JOHN GUSTAV KNUT WICKSELL

John Gustav Knut Wicksell (1851–1926) nasceu em Estocolmo, Suécia, em uma família de classe média. Estudou matemática, idiomas, literatura e filosofia na Universidade de Uppsala, especializando-se em matemática e física. Foi eleito presidente do corpo discente da universidade e se tornou cada vez mais ativo nos debates filosóficos, políticos e literários e nas atividades do círculo estudantil. Como palestrante popular e panfletário, explorou questões sociais como o problema da população, o controle da natalidade, a emigração, o alcoolismo e suas causas, a prostituição, o futuro do casamento, o direito ao sufrágio universal e a necessidade de impostos de renda progressivos diretos. Ele era tanto um acadêmico como um reformista social — duas coisas que, em sua época, eram geralmente consideradas incompatíveis.

O interesse de Wicksell pelos problemas e reformas sociais o levou a estudar economia. De 1885 a 1890 estudou em universidades na Inglaterra, na França, na Alemanha e na Áustria. Sua experiência mais memorável no estudo da teoria econômica foi a descoberta, em uma livraria de Berlim, do livro de von Böhm-Bawerk sobre a teoria do capital, logo após sua publicação, em 1888. Esse livro teve uma profunda influência em seu pensamento econômico.

Wicksell obteve um modesto subsídio do governo em 1896 para iniciar seus estudos monetários em Berlim. De outro modo, sua pequena renda irregular dependia do jornalismo e de palestras populares sobre questões sociais, assim como de aulas particulares ocasionais e do ensino em escolas de ensino médio. Recebeu sua primeira pequena tarefa acadêmica em 1896

e uma cadeira de professor em 1901, aos 50 anos. Em 1909, Wicksell passou um breve tempo na prisão por fazer comentários irônicos sobre a doutrina da Igreja.

Wicksell fez várias contribuições importantes para a economia. Por exemplo, você deve lembrar-se, do Capítulo 14, que ele foi um dos primeiros economistas a sugerir que a empresa típica primeiro vivenciaria rendimentos crescentes e, em seguida, rendimentos constantes e, finalmente, rendimentos decrescentes, à medida que aumenta de tamanho. Como veremos posteriormente neste capítulo, antecipou a teoria da concorrência monopolista que foi posteriormente trabalhada por Chamberlin e Robinson nos anos 1930. Mas o principal motivo da fama de Wicksell se encontra em suas contribuições para a economia monetária. Esses avanços incluem: (1) uma análise do papel das taxas de juros na obtenção de um nível de preço de equilíbrio ou na geração de movimentos cumulativos inflacionários ou deflacionários; (2) o reconhecimento da contribuição potencial do governo e do banco central em retardar ou promover a estabilidade de preços; e (3) uma declaração precoce da abordagem poupança-investimento para o equilíbrio macroeconômico. Essa última contribuição tornou Wicksell o pai da chamada Escola de Economia de Estocolmo¹. Além disso, suas palavras se tornaram uma das origens da economia keynesiana. O próprio Keynes elogiou Wicksell como um importante precursor de suas próprias idéias. O objetivo geral de Wicksell era sintetizar a teoria monetária, a teoria do ciclo comercial, as finanças públicas e a teoria do preço em um único sistema. Embora não fosse totalmente bem-sucedido, promoveu o estado do pensamento econômico nessa área.

Alterações no nível de preço

Para Wicksell, a teoria monetária tornou-se uma questão importante: por que os preços aumentam ou caem coletivamente? Para responder a essa pergunta, ele voltou-se para uma análise das taxas de juros. Aqui ele distinguia entre a taxa de juros nominal ou natural e a taxa bancária.

A taxa de juros *nominal* ou *natural*, ele dizia, depende da oferta e da demanda do capital real que ainda não foi investido. A oferta de capital flui daqueles que adiam consumir parte de sua renda e, portanto, acumulam riqueza. A demanda por capital depende do lucro que pode ser obtido com seu uso ou com sua produtividade original. A interação da oferta e da demanda determina a taxa de juros natural:

A taxa de juros em que as demandas por capital de empréstimo e pela oferta de poupança se harmonizam exatamente e que mais ou menos corresponde ao resultado esperado do capital recém-criado será, portanto, a taxa normal ou natural. Ela é essencialmente variável. Se as perspectivas do emprego de capital se tornarem mais promissoras, a demanda irá aumentar e [a quantidade demandada] irá inicialmente exceder a oferta [quantidade ofertada]; as taxas de juros aumentarão e estimularão mais poupança, ao mesmo tempo em que a demanda dos contratos dos empresários, até que um novo equilíbrio seja atingido a uma taxa de juros ligeiramente maior. E, ao mesmo tempo, o equilíbrio deverá, *ipso facto*, ser obtido — amplamente falando e se isso não for prejudicado por outras causas — no mercado de bens e serviços, de modo que os salários e os preços serão mantidos inalterados. A soma dos rendimentos em moeda irá, então, normalmente, exceder o valor em moeda do consumo de bens atualmente

1. Outros membros dessa escola incluíam Erik Lindahl, Gunnar Myrdal e Bertil Ohlin.

produzidos, mas o excesso de renda — ou seja, o que é anualmente poupado e investido em produção — não produzirá nenhuma demanda para bens atuais, mas somente para trabalho e terra para produção futura².

A taxa de juros normal ou natural aplica-se somente ao crédito entre indivíduos. Os bancos, no entanto, complicam as coisas pois, diferentemente das pessoas, não estão restritos aos seus próprios fundos em seu empréstimo ou aos fundos colocados à sua disposição pelos que poupam. Como os bancos criam crédito, eles podem conceder empréstimos, mesmo a taxas de juros muito baixas. Por outro lado, eles não precisam emprestar todos os fundos colocados à sua disposição pelos que poupam. Portanto, a taxa de juros bancária pode ser menor ou maior que a taxa de juros normal ou natural. Quando qualquer uma dessas duas situações ocorrer, o nível de preço finalmente será alterado. Vamos examinar cada caso.

- Taxa bancária < taxa natural. Se os bancos emprestarem dinheiro a taxas materialmente menores do que a taxa normal ou natural conforme definido na cotação prévia, a poupança será desestimulada e a demanda por bens de consumo e serviços aumentará. Simultaneamente, os empresários buscarão mais investimentos de capital por causa dos lucros líquidos maiores a serem realizados à medida que o custo de tomar dinheiro emprestado cai. À medida que o investimento aumenta, mais renda é acumulada pelos trabalhadores, donos de terras, proprietários de matérias-primas e assim por diante. Os preços dos bens de consumo, portanto, começam a aumentar. Justaposta a essa demanda maior, tanto por bens de consumo como por bens de investimentos, no entanto, está uma oferta de bens inalterada ou até mesmo reduzida, à medida que a poupança é reduzida, supondo que iniciamos em uma posição de emprego total. As antecipações de aumento de preços farão com que os preços aumentem ainda mais. O equilíbrio será perturbado, e um movimento de aumento de preços cumulativo será iniciado. A causa fundamental é uma taxa de juros do banco ou do mercado abaixo da taxa normal ou natural que começaria a equilibrar a poupança real e o investimento real a preços constantes. Os preços aumentarão sem limites, desde que a taxa de juros bancária seja menor que a taxa natural.

- Taxa bancária > taxa natural. De maneira oposta, se a taxa de juros bancária estiver acima da taxa natural ou normal, os preços cairão. O motivo? A poupança aumentará, e os gastos com investimentos cairão. O declínio em gastos com investimentos reduzirá a renda nacional, o que, por sua vez, fará com que os preços dos bens de consumo caiam. Com os preços tanto do capital como dos bens de consumo caindo, o nível geral de preços obviamente cairá, ou seja, ocorrerá deflação. Esperando mais declínios nos preços, os compradores reduzirão seus gastos atuais ainda mais, agravando, portanto, a deflação.

Implicação para a política pública

A análise das taxas de juros de Wicksell e sua predileção pela reforma o levaram a enfatizar o papel do governo e do banco central em promover estabilidade econômica. Em *Interest and prices*,

2. Knut Wicksell. *Lectures on political economy*. Trad. E. Classen. Londres: Routledge & Kegan Paul, 1935, v. 2, p. 193. 2. v. [Originalmente publicado em 1906.] Reimpresso com permissão da editora.

publicado em 1898, ele se tornou o primeiro economista a defender a estabilização de preços do atacado controlando os descontos e as taxas de juros.

A principal causa de flutuações cíclicas, ele disse, é o fato de que o progresso tecnológico e comercial não manteve a mesma taxa de avanço que o aumento nas necessidades, especialmente de uma população em expansão. Com a demanda crescendo, as pessoas procuram explorar a situação aumentando o investimento, mas leva tempo para elevar o volume de produção por meio de novos descobrimentos, invenções e outras melhorias. A pressa em converter grandes massas de capital líquido em capital fixo produz um *boom*. Se, no entanto, as melhorias técnicas já estiverem em operação e nenhuma nova prometer um lucro em excesso da margem de risco, ocorre a depressão.

Wicksell não estudou muito profundamente essas causas reais de flutuações nos negócios. Concentrou sua atenção nas causas monetárias, que já discutimos. Para eliminar a causa monetária, ele defendia que os bancos estabelecessem uma taxa de juros que não aumentasse e nem diminuísse os preços das mercadorias, ou seja, uma em que a taxa de juros bancária se igualasse à taxa de juros normal ou natural. A taxa de juros natural, lembremos, é a taxa que a oferta e a demanda determinariam, se a moeda não existisse e todos os empréstimos fossem na forma de bens de capital. A própria taxa de juros natural, no entanto, não é fixa. Ela flutua com todas as causas reais de flutuações na economia, como a eficiência de produção, a oferta de capital fixo e líquido, a oferta de trabalho e terra, e assim por diante. Uma coincidência exata do mercado e das taxas de juros naturais é, portanto, improvável, a menos que os banqueiros façam alguma coisa sobre isso. Ele escreveu:

Isso não quer dizer que os bancos devam, na realidade, *verificar* a taxa natural antes de fixar suas próprias taxas de juros. Isso seria, claro, impraticável e também relativamente desnecessário, pois o nível atual de preços das mercadorias fornece um teste confiável do acordo ou desvio das duas taxas. Em vez disso, o procedimento deveria ser simplesmente como se segue. *Desde que os preços permaneçam inalterados, as taxas de juros bancárias devem permanecer inalteradas. Se os preços aumentarem, a taxa de juros também irá aumentar e, se os preços caírem, a taxa de juros deverá cair e, portanto, a taxa de juros deverá ser mantida em seu novo nível, até que um movimento de preços posterior peça uma outra alteração em uma direção ou em outra.*

Quanto mais rapidamente essas alterações forem feitas, menor a possibilidade de flutuações consideráveis do nível geral de preços e menores e menos frequentes terão de ser as alterações nas taxas de juros. Se os preços forem mantidos relativamente estáveis, a taxa de juros terá, simplesmente, de manter o passo com esse aumento ou cair para a taxa natural, como é inevitável.

Em minha opinião, a principal causa da instabilidade de preços reside na incapacidade ou na falha dos bancos em seguir essa regra (...)

A objeção de que uma maior redução nas taxas de juros não pode ser vantajosa para os bancos talvez seja, em si mesma, perfeitamente correta. Uma queda nas taxas de juros pode reduzir a margem de lucro dos bancos mais do que provavelmente aumentar a amplitude de seu negócio. Eu gostaria, portanto, com humildade, de chamar a atenção para o fato de que o principal dever dos bancos não é ganhar muito dinheiro, mas fornecer ao público um meio de troca — e fornecer esse meio na *medida adequada*, para visar à estabilidade de preços. De

suas obrigações privadas e, se forem, em última análise, incapazes de atender às suas obrigações para com a sociedade ao longo dessas linhas de empresa privada — o que eu duvido —, então eles forneceriam uma atividade valiosa para o Estado³.

Wicksell temia que a produção e o estoque de ouro crescentes inflacionassem a moeda, causando, assim, uma queda nas taxas de juros e um aumento nos preços. Portanto, a cunhagem livre de ouro deveria ser suspensa e o mundo deveria passar a utilizar um padrão internacional de papel. Esse padrão é normalmente considerado um meio de atender a uma *escassez* crescente de ouro, mas pode também ser utilizado para corrigir uma *abundância excessiva*:

De qualquer maneira, um explorador⁴ não precisa, em uma investigação mais detalhada, ser causa para consternação. Pelo contrário, uma vez que ele existe, seria, talvez, o sistema atual que soaria como um conto de fadas, com seu envio para lá e para cá de engradados de ouro, com sua escavação de tesouros para novamente enterrá-los nos confins da terra. A introdução desse esquema não oferece nenhuma dificuldade, de qualquer maneira, no lado teórico. Nem uma agência central e nem notas internacionais seriam necessárias. Cada país teria seu próprio sistema de notas (e troco). Isso teria de ser resgatável por cada banco central, mas seria permitida sua circulação somente dentro de um país. Seria, então, tarefa simples de cada instituição de crédito regulamentar sua taxa de juros, tanto para manter em equilíbrio a balança de pagamentos internacional, como para estabilizar o nível geral dos preços mundiais. Resumindo, a regulamentação de preços constituiria o principal objetivo da taxa bancária, que não estaria mais sujeita aos caprichos da produção e do consumo de ouro ou da demanda pela circulação de moedas. Ela seria perfeitamente livre para se mover, governada apenas pelos objetivos deliberados dos bancos⁵.

Poupança forçada

Ao discutir poupança e investimento agregados, Wicksell analisou a teoria da poupança forçada. Essa não era uma idéia nova. Bentham havia apresentado essa doutrina, que ele tinha chamado de “frugalidade forçada”, em *Manual of political economy*, escrito por volta de 1804, mas publicado em 1843. Ao analisar o papel do governo no aumento de capital, Bentham havia falado dos impostos e do papel-moeda como uma frugalidade forçada. A criação do papel-moeda, ele havia dito, é um tipo de taxa indireta, pois age como um imposto de renda sobre aquelas pessoas com renda fixa. John Stuart Mill, em *On profits, and interest*, em *Essays on some unsettled questions of political economy*, escrito em 1829 ou 1830, havia afirmado que, se os banqueiros desvalorizam a moeda, ela opera, até um certo ponto, como um acúmulo forçado. Quanto maior o preço do produto, maior a isenção da renda real dos consumidores. Léon Walras havia exposto claramente a teoria da poupança forçada, em 1879, provavelmente inspirando Wicksell e, por meio dele, todos os autores alemães posteriores que lidaram com o assunto.

3. Knut Wicksell. *Interest and prices*. Trad. R. F. Kahn. Londres: Macmillan, 1936. p. 189-190. [Originalmente publicado em 1898.] Reimpresso com permissão da editora.

4. N.R.T. No caso, um caçador de tesouros.

5. Wicksell, *Interest and prices*, op. cit., p. 193-194.

Wicksell expôs um caso hipotético em que uma nova empresa era financiada por meio de um empréstimo bancário — pura criação de crédito — sem um acúmulo correspondente de capital. Supondo o emprego completo no início, mais terra e trabalho seriam empregados na produção de bens de capital do que se não houvesse nenhuma criação de crédito para financiar uma nova empresa, deixando menos crédito disponível para rejeição de bens de consumo. No entanto, a demanda por artigos de consumo se elevaria, em vez de diminuir, pois os empresários aumentariam os preços da terra e do trabalho à medida que expandissem seus investimentos. Com o aumento resultante nos preços, os empresários adquiririam menos bens de capital do que teriam contemplado originalmente, com base no tamanho dos empréstimos que negociariam. Ao mesmo tempo, o consumo seria restrito, à medida que o preço aumentasse. Essa restrição forçada constituiria, na realidade, o acúmulo real de capital que deve ser obtido se o investimento de capital for aumentar. “A poupança real necessária para o período do investimento ser aumentado é, na realidade, *imposta* — exatamente no momento correto — para todos os consumidores.”

A concorrência imperfeita segundo Wicksell

Wicksell reconhecia a não-adequabilidade do modelo puramente competitivo nos mercados de varejo, antecipando assim, em várias décadas, a teoria monopolista ou da concorrência imperfeita proposta por Edward Chamberlin e Joan Robinson (Capítulo 17). É impressionante que 32 anos tenham se passado entre a declaração de Wicksell sobre o problema e seu posterior desenvolvimento sistemático, mas a idéia da livre-concorrência foi central para grande parte do pensamento marginalista, e sua revisão exigiu uma evidência impressionante de tendências monopolistas na economia.

Em 1901, Wicksell escreveu que os varejistas normalmente têm um círculo fixo de clientes e isso lhes permite ter preços fixos, em vez de flutuantes. Enquanto os preços no varejo realmente respondem a alterações nos preços no atacado, eles o fazem somente após um período de tempo e de uma maneira modificada:

Praticamente todo varejista possui, em seu círculo imediato, o que podemos chamar de um monopólio real de vendas, mesmo se, como veremos logo, ele for baseado somente na ignorância e falta de organização dos compradores. Ele não pode, claro, como um verdadeiro monopolista, elevar os preços conforme deseja — pois somente em locais distantes dos centros comerciais um aumento dos preços locais ocorre —, mas se mantiver o mesmo preço e as mesmas quantidades que seus concorrentes, poderá quase sempre contar com sua vizinhança imediata para obter clientes. O resultado, muito freqüentemente, é um excesso de varejistas, aparentemente por conveniência, mas realmente para prejuízo, dos consumidores. Se, por exemplo, duas lojas do mesmo tipo fossem situadas em diferentes extremidades da mesma rua, seria natural que seus mercados respectivos se encontrassem no meio da rua. Agora, se uma nova loja, do mesmo tipo, for aberta no meio da rua, cada uma das outras irá, mais cedo ou mais tarde, perder alguns de seus clientes para a nova loja, já que as pessoas que moram no meio da rua acreditam que, se obtiverem os mesmos bens pelo mesmo preço, estarão poupando tempo e trabalho ao fazer suas compras na loja mais próxima. Nisso, no entanto, elas estão enganadas, pois as lojas originais, que perderam agora alguns de seus clientes sem poder

elevar os seus preços [pois elas não irão operar mais no ponto mais inferior da sua curva de custo médio] — e o mesmo se aplicará aos novos concorrentes, que foram obrigados, desde o início, a se contentar com um movimento menor nas vendas (...). A solução correta, a menos que um dos concorrentes (como uma loja grande) consiga ofuscar todas as outras, é claramente a formação de alguma forma de organização entre os compradores. Mas, já que uma associação dessas não existe — e entre pessoas em diferentes posições de vida e sem vínculos mais íntimos é extremamente difícil estabelecê-la —, deve permanecer a anomalia de que a concorrência pode, algumas vezes, aumentar os preços, em vez de reduzi-los sempre, como seria esperado⁶.

Com relação a um monopólio propriamente dito, Wicksell seguiu Cournot e outros, indicando que o volume de vendas é artificialmente restrito, até o ponto que resulta em lucros máximos. Todo aumento no preço reduz a quantidade de bens demandados. “Mas, como a queda na demanda [quantidade demandada] é menor do que a proporcionada pelo lucro por unidade da mercadoria que resulta do preço maior, o lucro líquido total (...) irá aumentar.” Inversamente, quando a redução nas vendas é maior do que a proporcionada pelo lucro por unidade, aumentos adicionais nos preços são desvantajosos. É importante observar, disse Wicksell, que custos fixos ou gerais não têm nenhuma influência na determinação do preço de monopólio mais lucrativo. Somente os custos variáveis (custos marginais) devem ser considerados.

IRVING FISHER

Irving Fisher (1867–1947), um matemático de Yale que se tornou economista, foi um homem de muitos projetos. Além de suas várias contribuições escritas para a economia, ele publicou vários livros didáticos de matemática bem-sucedidos. Tendo sofrido de tuberculose quando jovem, ele tornou-se adepto das dietas e da vida saudável e cultivou isso durante toda a sua vida, escrevendo vários livros populares sobre como se manter saudável e ter vida longa. Ele defendia a eugenia e se uniu a movimentos contra bebidas alcoólicas e o fumo. Muito tempo antes da Primeira Guerra Mundial, propôs uma liga de nações para preservar a paz. Inventou muitos aparelhos mecânicos, um dos quais era o sistema de índice de cartões visíveis, que podia ser montado em um cavalet de giratório. Posteriormente, Fisher recebeu cerca de um milhão de dólares por isso, sua única invenção comercialmente bem-sucedida. A fortuna que ele e sua esposa possuíam, que aumentou para cerca de nove milhões de dólares no mercado de ações, foi perdida no *crash* de 1929.

A teoria de juros de Fisher

Em *The rate of interest*, publicado em 1906, Fisher primeiro definiu sua sofisticada teoria de como as taxas de juros são determinadas. Publicou uma versão revisada e ampliada de sua teoria em 1930, em *The theory of interest*. Fisher percebeu dois fatores que interagiam para estabelecer a taxa de juros: a *taxa de impaciência* e a *taxa de oportunidade de investimento*.

A taxa de impaciência é a disposição da comunidade em obter o consumo atual (renda), desistindo do consumo futuro (renda). A comunidade valoriza tanto o consumo atual como o

consumo futuro e, embora prefira ter mais dos dois, ela é forçada, pela escassez, em qualquer período no tempo, a desistir do consumo futuro, se desejar ganhar o consumo presente. O montante do consumo futuro do qual está disposta a desistir pelo consumo atual depende de quão impaciente ela está. Quanto menos impaciente, mais ela estará disposta a poupar e investir, ganhando, portanto, consumo futuro. Quanto mais impaciente, menos ela estará disposta a desistir do consumo atual (poupar) para obter *bens* no futuro. Naturalmente, quanto mais consumo atual a sociedade tem em relação ao consumo futuro, menor o valor relativo do consumo atual, na margem. Ou seja, quando a sociedade tem muito consumo atual em relação ao consumo futuro, o valor relativo de montantes *adicionais* de consumo atual é pequeno⁷.

O segundo fator na determinação da taxa de juros, de acordo com Fisher, é a taxa de oportunidade de investimento. Diferente da taxa de impaciência, que envolve avaliações subjetivas, a taxa de oportunidade de investimento é determinada por fatores reais, como a quantidade, a qualidade de recursos e o estágio da tecnologia. Em um extremo, seria possível dedicar esses recursos à produção de bens apenas para consumo atual. No outro extremo, a sociedade poderia usar todos eles para produzir capital, já que o consumo atual era zero, mas o consumo futuro seria grande. No entanto, à medida que a sociedade se move do primeiro extremo (todo o consumo atual) para o outro extremo (nenhum consumo atual), ela vivencia rendimentos marginais decrescentes. Ou seja, à medida que as pessoas cortam o consumo atual para aumentar o investimento e, portanto, obter maior consumo futuro, a taxa de retorno sobre o investimento — a taxa de oportunidade de investimento — cai. Isso é, simplesmente, o anteriormente discutido princípio de rendimentos marginais decrescentes, associado a adições no estoque de capital⁸.

Nas palavras de Fisher,

Quanto mais investimos e adiamos nossa gratificação, menor se torna a taxa de oportunidade de investimento, porém maior a taxa de impaciência. Quanto mais gastamos e apressamos nossa gratificação, menor se torna a taxa de impaciência, porém maior a taxa de oportunidade.

Em outras palavras, à medida que a sociedade poupa e investe, duas coisas acontecem. Primeiro, ela obtém menos e menos consumo futuro de cada unidade adicional de consumo atual anterior. Rendimentos decrescentes para o capital resultam em uma taxa decrescente de retorno sobre o investimento. Segundo, à medida que o consumo atual cai e o consumo futuro aumenta, o valor relativo do consumo atual na margem aumenta. Em outras palavras, a sociedade valoriza o consumo atual relativamente mais do que anteriormente, pois ela tem menos consumo atual do que antes.

Por outro lado, quanto menos poupamos e investimos enquanto sociedade, menor é o valor relativo do consumo atual (taxa de impaciência de Fisher) e maior é a taxa marginal de retorno sobre o investimento.

6. Wicksell, *Lectures on Political Economy*, op. cit., p. 87-88.

7. Na terminologia atual, chamaríamos a taxa de impaciência de taxa marginal de substituição de bens futuros por bens atuais. Fisher está se referindo à inclinação de uma “disposição” ou curva de indiferença que é convexa na origem.

8. Na terminologia atual, Fisher está descrevendo uma curva de possibilidades de produção que é côncava na origem. Fisher, na realidade, apresentou sua teoria graficamente, utilizando curvas de possibilidades de produção e de indiferença.

A taxa de juros de equilíbrio ocorrerá quando a taxa de retorno sobre o investimento e a taxa em que a sociedade está disposta a desistir do consumo atual pelo consumo futuro forem iguais. Vemos, assim, que a taxa de juros depende tanto da *habilidade* tecnológica da sociedade para ganhar maior consumo futuro, desistindo do consumo atual, como da *disposição* da sociedade em desistir do consumo atual para ganhar o consumo futuro. Essa taxa de juros, que normalmente será positiva, refletirá exatamente o ágio que as pessoas estão dispostas a pagar pelo consumo presente, em vez do consumo futuro. Alguns indivíduos decidirão que é mais vantajoso emprestar moeda (adiar o consumo) a essa taxa de juros, enquanto outros decidirão pedir moeda⁹ emprestado (consumir agora, e não mais tarde). Os montantes que as pessoas desejam pedir emprestado à taxa de juros de equilíbrio corresponderão exatamente ao montante que as pessoas desejam emprestar. Além disso, a poupança será exatamente igual ao investimento.

Fisher apontou que essa taxa de juros *real* pode ou não se igualar à taxa de juros *monetária* ou *nominal*. A taxa de juros nominal depende da taxa de inflação esperada. Se, por exemplo, a taxa de inflação esperada for 5% e a taxa de juros real for 3%, a taxa de juros nominal será aproximadamente 8%. Os emprestadores exigirão 8% para garantir que os mutuários lhes retornem o poder de compra completo do capital emprestado, *mais* a taxa de juros real. Esse efeito da inflação na taxa de juros nominal passou a ser conhecido como o *efeito Fisher*. Um rápido aumento no estoque de moeda pode, inicialmente, reduzir as taxas de juros em um montante igual à taxa de inflação esperada durante o período de seus empréstimos. Nesse aspecto, altas taxas de juros nominais podem ser provocadas por altas taxas de inflação esperadas, em oposição a fatores reais, como preferências de tempo e taxas reais de retorno sobre o investimento.

A teoria quantitativa da moeda

Fisher reafirmou e ampliou a antiga teoria quantitativa da moeda, com base na equação de troca. Fisher viu cinco determinantes do poder de compra da moeda, ou seu inverso, o nível de preço: (1) o volume de moeda em circulação, (2) sua velocidade de circulação, (3) o volume de depósitos bancários sujeitos a verificação, (4) sua velocidade e (5) o volume de comércio. A economia monetária, o ramo que trata desses cinco reguladores do poder de compra, é uma ciência exata, dizia Fisher, capaz de formulação precisa, demonstração e verificação estatística.

A equação de troca de Fisher é mostrada como a equação 16-1:

$$MV + M'V' = PT \quad (16-1)$$

onde M é a quantidade de moeda, V é a velocidade de circulação, M' é a quantidade de demanda por depósitos, V' é a velocidade de circulação, P é o nível médio de preços e T é a quantidade de bens e serviços transacionados ou vendidos, com cada unidade sendo contada toda vez que é vendida ou revendida.

A versão da equação de troca de Fisher difere da equação de Cambridge ao enfatizar V , a taxa em que o estoque de moeda se movimenta, enquanto subestima k , a fração de renda que as pessoas desejam manter na forma de equilíbrio de caixa. O k de Cambridge é simplesmente $1/V$.

De acordo com Fisher, os preços variam *diretamente* com a quantidade de moeda (M e M') e com a velocidade de circulação (V e V') e *inversamente* com o volume de comércio (T). A primeira dessas três relações é a mais importante, disse Fisher, pois constitui a *teoria quantitativa da moeda*.

9. N.R.T. Dinheiro.

Fisher supôs que M' , o volume da demanda por depósitos, tende a manter uma relação fixa com M , a quantidade de moeda em circulação, ou seja, os depósitos são normalmente um múltiplo de moeda relativamente fixo e definido. Existem dois motivos para isso. Primeiro, as reservas bancárias são mantidas em taxas definidas fixas para depósitos bancários. Segundo, pessoas, empresas e corporações mantêm taxas relativamente estáveis entre a sua moeda e os balanços de depósitos. Se a taxa entre M e M' for temporariamente alterada, certos fatores entrarão, automaticamente, para restaurá-la. As pessoas depositarão moeda excedente ou resgatarão depósitos excedentes. Períodos de transição de aumento ou queda nos preços também prejudicarão a relação entre M e M' , mas apenas temporariamente. Enquanto a relação normal se mantiver no longo prazo, a existência de depósitos bancários aumenta, mas não distorce o efeito no nível de preços produzido pela quantidade de moeda em circulação.

Para propor uma relação de causa e efeito entre a quantidade de moeda e o nível de preço, Fisher também tinha de supor que a velocidade de circulação e o volume de comércio são constantes. Ele reconhecia que ambos flutuam durante o ciclo comercial, mas sempre tendem a retornar a um nível de equilíbrio. A tendência em direção à estabilidade em T também depende do equilíbrio de emprego total, pois com desemprego considerável, um aumento em M pode muito bem elevar T , em vez de P . O volume de comércio também cresce no longo prazo com a alteração na população, a eficiência da produção e assim por diante. Ainda assim, no curto prazo, com uma economia completamente empregada, a quantidade de moeda em circulação normalmente determina o nível de preço. Ele escreveu:

Voltamos à conclusão de que a velocidade de circulação da moeda ou de depósitos é independente da quantidade de moeda ou de depósitos. Nenhum motivo foi ou é aparente, que possa ser atribuído, para mostrar por que a velocidade de circulação da moeda ou de depósitos deveria ser diferente, quando a quantidade de moeda ou de depósitos é grande, do que ela é quando a quantidade é pequena.

Ainda resta uma maneira aparente de fugir da conclusão de que o único efeito de um aumento na quantidade de moeda em circulação será aumentar os preços. Pode-se dizer — na realidade, já se disse — que esse aumento resulta em um maior volume de comércio. Agora continuamos a mostrar que (exceto durante o período de transição) o volume de comércio, como a velocidade de moeda¹⁰, é independente da quantidade de moeda. Uma inflação da moeda não pode aumentar o produto de fazendas e fábricas, nem a velocidade da frota de trens ou navios. O fluxo de negócios depende de recursos naturais e de condições técnicas, não da quantidade de moeda. Todo o maquinário de produção, transporte e venda é uma questão de recursos fixos e de técnica, nenhum dos quais depende da quantidade de moeda. (...) Concluimos, portanto, que uma alteração na quantidade de moeda não afetará significativamente as quantidades de bens vendidos em moeda.

Assim, portanto, ao dobrar-se a quantidade de moeda: (1) os depósitos sujeitos a verificação irão normalmente dobrar na mesma proporção e (2) isso não afetará significativamente a velocidade de circulação de moeda ou os depósitos ou o volume de comércio. Ocorre, então, necessária e matematicamente, que o nível de preços deve dobrar. (...)

Podemos reafirmar, portanto, em que sentido causal a teoria quantitativa é verdadeira. Ela é verdadeira no sentido de que *um dos efeitos normais de um aumento na quantidade de moeda é um aumento exatamente proporcional no nível geral de preços*.¹¹

10. N.R.T. Circulação.

11. Irving Fisher, *The purchasing power of money*, Nova York: Macmillan, 1911, p. 154-157.

Qual é o “mecanismo de transmissão” por meio do qual aumentos ou reduções em M provocam alterações em P ? De acordo com Fisher, as pessoas desejam manter uma quantidade específica de balanços de caixa em relação aos seus gastos (devemos nos lembrar do k de Marshall). O aumento no montante de moeda na economia altera sua taxa ideal, fazendo com que os indivíduos reajustem suas relações moeda/gasto aumentando seus gastos. Esse gasto adicionado eleva os preços dos produtos na mesma proporção que o aumento de moeda na economia. Assim, existe um vínculo *direto*, dizia Fisher, entre aumento de moeda e aumento de preços. Lembremos que Wicksell tinha enfatizado um vínculo *indireto*: a criação de moeda provocaria alterações na taxa de juros bancária, que definiria alterações na poupança e no investimento, que provocaria, finalmente, uma alteração no nível de preços¹².

Política monetária

A teoria quantitativa da moeda oferece uma maneira de estabilizar o nível geral de preços e, portanto, a economia: o controle rígido da quantidade de moeda em circulação. Isso pode ser obtido com papel-moeda resgatável, mas Fisher tinha uma visão obscura da solução, antes da Grande Depressão da década de 30. O papel-moeda não resgatável em ouro tende a despertar a desconfiança pública, a ser facilmente emitido em demasia pelas autoridades monetárias, a provocar especulação e a alinhar devedores em uma campanha por inflação. O plano que ele defendia faria o papel-moeda resgatável sob demanda, não em qualquer valor necessário, ou moeda, ou ouro, mas em uma quantidade de ouro que representaria um poder de compra constante. O poder de compra do dólar permaneceria, portanto, constante. Quanto mais ouro em um dólar, mais um dólar compraria e menores seriam os preços, e vice-versa.

De acordo com o plano de Fisher, primeiro abandonaríamos as moedas de ouro e utilizaríamos somente certificados de ouro — papel-moeda resgatável em barras de ouro. O governo variaria a quantidade de barras de ouro que ele trocaria por um dólar em papel, ou seja, ele variaria o preço do ouro para manter a estabilidade no nível geral de preços. Se o índice de preços aumentasse 1%, indicando, portanto, que o índice do poder de compra era muito baixo, o valor do dólar em ouro aumentaria 1%. Se o índice de preços caísse 1% abaixo da paridade, o valor do dólar em ouro seria reduzido em 1%. Se essa alteração de valor não corrigisse completamente a alteração indesejável de preços, outras alterações na mesma direção seriam necessárias.

Se um fluxo de ouro entrasse em circulação de fontes domésticas ou externas, certificados de ouro desnecessários ocasionariam um aumento no preço, de acordo com a teoria quantitativa da moeda. A redução no preço do ouro diminuiria a oferta de certificados de ouro por dois motivos: primeiro, o depósito de ouro com o governo seria desestimulado. Segundo, as pessoas trocariam seu papel-moeda por ouro. A moeda em circulação seria, portanto, reduzida e os preços seriam forçados para baixo. Se, de maneira alternativa, o ouro estivesse sendo exportado, os preços cairiam à medida que a moeda em circulação fosse reduzida. O aumento no preço do ouro inverteria o fluxo de saída e, portanto, restauraria o nível de preços anterior:

12. Isso não deve sugerir que Wicksell não tenha reconhecido esse efeito denominado equilíbrio real. Consulte *Interest and prices*, de Wicksell, p. 39-40.

O plano colocaria um fim, de uma vez por todas, a um mal terrível que, por séculos, tem atormentado o mundo, o mal da desorganização de contratos e entendimentos monetários. Todos os contratos, atualmente, embora realizados nominalmente, são falsificados com pesos e medidas falsos utilizados para fornecer carvão ou grão¹³.

Fisher, como a maioria dos monetaristas, acreditava que as flutuações no preço eram a causa, e não o resultado, de flutuações nos negócios. A estabilização dos preços, portanto, por meio do controle da quantidade da moeda eliminaria o ciclo de negócios. Em um artigo publicado em 1925, ele concluiu que as “alterações no nível de preços explicam, quase completamente, as flutuações no comércio, para o período de 1915 a 1923”. Anteriormente ele havia declarado:

Se eu fosse escolher uma comparação física, não seria o balanço do pêndulo de um relógio, mas o balanço das árvores ou de seus galhos. Se, na floresta, puxarmos um galho e o deixarmos voltar, definiremos um movimento para a frente e para trás. Esse é o ciclo real, mas, se não houver nenhuma outra alteração, o balanço logo cessará e o galho ficará novamente imóvel.

Uma outra objeção à teoria da regularidade cíclica no negócio é que ela negligencia o “atrito”. O galho, depois de curvado e deixado sozinho, logo pára de balançar. O mesmo acontece com uma cadeira de balanço e com um pêndulo em um relógio que parou. O atrito os leva ao repouso. Para que eles continuem se movendo, uma força externa deve ser aplicada. Assim, nos negócios, devemos supor que o efeito de qualquer alteração inicial logo se dissiparia, depois de muito poucas oscilações de amplitude rapidamente decrescente. O ciclo comercial resultante pararia rapidamente de uma vez, se dependesse apenas de suas próprias reações. Para que ele continuasse seu movimento, deve ser aplicada uma força externa. Mas, a menos que essa força externa também seja cíclica, e, além disso, que o ritmo dessa força ou forças esteja em sincronia exata com o próprio pêndulo dos negócios, essas forças externas não perpetuarão, mas, sim, ofuscarão o ciclo, como o vento que sopra nas árvores. Não podemos imaginar nada análogo ao “escape” de um relógio que tão gentilmente temporiza a força externa para manter o balanço natural do pêndulo.

Eu, portanto, não tenho fé nenhuma “no” ciclo de negócios. Não duvido que, depois de qualquer alteração em uma direção ou em outra, os negócios tendam a voltar ao normal (e muito pouco além), assim como o faz a árvore¹⁴.

Após o *crash* de 1929, Fisher viu o crescimento de dívidas como a maior causa de deflação e depressão. Dívidas excessivas levam à liquidação, jogando os bens no mercado. Preços de bens em queda levam a uma maior pressão pela liquidação de dívidas. Fisher passou a acreditar que as flutuações na demanda por depósitos são a maior causa de flutuações nos negócios. Em outras palavras, ele perdeu a fé no relacionamento estável entre a moeda e a demanda por depósitos. Também aceitou, implicitamente, uma crítica de seu plano de estabilização anterior — a de que as contas correntes, como meio de pagamento, são tão vastas, se comparadas às reservas de ouro por trás delas, que pequenas alterações no preço do ouro têm pouco efeito no nível médio de preços.

13. Irving Fisher. *Stabilizing the dollar*. Nova York: Macmillan, 1920, p. 108.

14. Irving Fisher. Our unstable dollar and so-called business cycle. *Journal of the American Statistical Association*, n. 20, p. 192-193, junho de 1925. Reimpresso com permissão da editora.

A solução de Fisher era exibir 100% de reservas por trás das demandas por depósitos, separando o processo de criação e destruição de moeda do negócio dos bancos. Primeiro, uma comissão de moeda do governo se ofereceria para comprar ativos bancários líquidos (até 100% dos depósitos em conta corrente dos bancos) para moeda ou emprestar moeda aos bancos com esses ativos como segurança. Em seguida, todo o dinheiro teria de ser 100% garantido pelas reservas de moeda. Em outras palavras, a demanda por depósitos seria, literalmente, depósitos, consistindo em moeda mantida em crédito para o depositante. Os bancos poderiam emprestar somente sua própria moeda ou a moeda colocada em contas de poupança. Isso eliminaria corridas aos bancos, falências bancárias, muito da dívida do governo e a maioria dos ganhos dos bancos. Os bancos teriam de cobrar pelo serviço de depósito para serem compensados por sua perda de ganhos, quando o seu poder para criar crédito fosse destruído. O maior benefício da política de Fisher seria a eliminação de grande inflação e deflação monetárias, mitigando, a partir daí, os *booms* e as depressões econômicas.

Para estabilizar o poder de compra do dólar, a comissão de moeda precisaria comprar títulos quando o índice estivesse abaixo da paridade oficial e vender quando estivesse acima. O mecanismo, hoje familiar, de operações de mercado aberto do sistema do banco central seria um substituto para as variações do preço do ouro, que Fisher defendeu anteriormente. O país já tinha saído do padrão do ouro quando ele começou a defender esse plano "100% moeda", e Fisher não era a favor de se voltar para o padrão do ouro.

É claro que Fisher não pensava que os ciclos de negócios são inerentes à economia. Ele considerava sua causa quase inteiramente monetária e argumentava que sua cura seria efetuada pela estabilização dos preços. Em 1936, Fisher escreveu:

Como explicações do chamado ciclo de negócios, ou ciclos, quando eles realmente são sérios, duvido da adequabilidade da produção excessiva, baixo consumo, capacidade excessiva, deslocamento de preço, ajuste errado entre a agricultura e os preços industriais, confiança excessiva, investimento excessivo, poupança excessiva e gasto excessivo.

Eu me aventuro a dar a opinião, sujeita à correção sob submissão de evidência futura, de que nos *booms* e depressões realmente grandes do passado, cada um dos fatores mencionados acima desempenhou um papel subordinado, se comparado a dois fatores dominantes, isto é, (1) o endividamento excessivo (especialmente na forma de empréstimos bancários) em primeiro lugar, (2) e a deflação (ou valorização do dólar) logo em seguida. Além disso, onde todos os outros fatores se tornam conspícuos, eles são geralmente simples efeitos ou sintomas desses dois.

Embora relativamente pronto para mudar minha opinião, tenho, atualmente, uma forte convicção de que essas duas enfermidades econômicas, que podem ser chamadas "doença da dívida" e "doença do dólar", são, nos grandes *booms* e depressões, causas mais importantes que todas as outras juntas¹⁵.

Fisher fez um trabalho maravilhoso em economia matemática, estatística e em números-índices. Foi um pioneiro no desenvolvimento do novo campo da econometria (Capítulo 18), que tornou os métodos estatísticos uma parte da análise econômica, em vez de simplesmente um mero adjunto dela. Foi honrado por suas contribuições, sendo eleito presidente da American Economic Association, da American Statistical Association e da Econometric Society.

15. Irving Fisher. *100% money*. 2. ed. Nova York: Adelphi, 1936, p. 120-121.

RALPH GEORGE HAWTREY

Ralph George Hawtrey (1879–1975) foi um funcionário do tesouro britânico que encontrou tempo para escrever muitos livros sobre a economia monetária. Sua principal preocupação eram as flutuações nos negócios, que ele atribuía muito à instabilidade de crédito. Poderia haver outras causas de flutuações, ele admitia, mas elas são menos importantes e podem ser controladas por dispositivos monetários.

Teoria monetária do ciclo comercial

A principal figura do esquema de Hawtrey não é o produtor, mas o comerciante ou negociante do atacado, e o principal fator é a taxa de juros. Se os bancos aplicarem restrições de crédito, o efeito direto na produção na agricultura, na mineração e na fabricação provavelmente será pequeno. O lucro dos produtores depende da produção, e eles não podem reduzir o capital de giro abaixo de um certo nível sem reduzir a produção. Se os produtores contarem com empréstimos temporários, a cobrança de juros, mesmo a uma taxa alta, será um item de menor importância entre seus custos.

Os atacadistas, em comparação, são muito sensíveis à taxa de juros. Eles emprestam moeda para manter estoques e, como sua margem comercial é muito pequena, as cobranças de juros são um componente importante de seus custos. Cobranças de taxas de juros mais altas aumentarão o custo do transporte de bens, e eles terão de reduzir seus estoques. Menores taxas de juros facilitarão a manutenção de grandes estoques de bens. Os comerciantes tomam a iniciativa na produção aumentando ou reduzindo pedidos. Suas operações de empréstimo são influenciadas não só pelas condições em que o banqueiro está disposto a emprestar, mas também pelo nível de demanda e pelas perspectivas de movimentos de preços no mercado. Se a expectativa for de aumento nos preços, eles desejaram aumentar os estoques para fazer um lucro extra. Ao fazer isso, devem considerar a cobrança de juros para a moda adicional que devem pegar emprestado, pois a cobrança de juros extra é certa, enquanto o aumento nos preços é especulação.

Por que ocorrem flutuações no comércio? Por causa da instabilidade de crédito inerente que trabalha, por meio dos comerciantes, para desequilibrar o restante da economia em partidas cumulativas de um equilíbrio estável:

Se os bancos aumentarem seu empréstimo, ocorrerá uma liberação de moeda e um aumento da renda e do gasto [com consumo e bens de investimento] do consumidor. O aumento no gasto dos clientes significa maior demanda por bens em geral, e os comerciantes vêem seus estoques de produtos diminuir. Daí, resultam mais pedidos aos produtores, um aumento na atividade produtiva, na renda e no gasto do consumidor e na demanda, ou seja, uma redução maior de estoques. Uma maior atividade significa maior demanda, e uma maior demanda significa maior atividade. Um círculo vicioso é instalado, uma expansão cumulativa da atividade produtiva.

A atividade produtiva não pode crescer sem limite. À medida que o processo cumulativo leva uma indústria após a outra para o limite da capacidade produtiva, os produtores começam a cotar preços cada vez mais altos. O círculo vicioso não é quebrado, mas o crescimento cumulativo da atividade abre caminho para um aumento cumulativo de preços. O círculo vicioso da inflação está instalado.

Depois que a expansão da demanda foi definitivamente iniciada, ela continuará por si só. Nenhum encorajamento posterior dos bancos aos mutuários é necessário.

Um princípio semelhante se aplica a uma retração da demanda. Suponha que os bancos tomem medidas para reduzir seu empréstimo. Uma absorção de moeda e uma retração da renda e do gasto do consumidor [sobre o consumo e os bens de investimento] se seguirão. A demanda cairá, os estoques de produtos acabados dos comerciantes se acumularão, os pedidos aos produtores serão cortados. Atividade reduzida significa demanda reduzida, e demanda reduzida significa atividade reduzida.

O círculo vicioso da depressão é a contraparte do círculo vicioso de atividade, exceto que ele não encontra nenhum limite definido, como a capacidade produtiva impõe no caminho da atividade crescente. Mas o declínio na atividade certamente será acompanhado por uma queda nos preços no atacado, pois os produtores farão concessões, cada um deles se esforçando para obter a maior participação possível do montante limitado de demanda, para manter sua planta funcionando. Aqui vemos o círculo vicioso da deflação¹⁶.

Política monetária discricionária

O banco central pode regulamentar o crédito e, portanto, promover a estabilidade. Algumas vezes, ele simplesmente tem de modificar uma tendência à expansão ou retração. Outras vezes, ele deve inverter a tendência. Como a tendência existente possui um certo momento, é necessária uma força significativa para invertê-la. O maior perigo é que a ação será tardia demais e o sucesso, portanto, mais duvidoso. Se ocorrer, por exemplo, um círculo vicioso de inflação, pode haver tal pressão por empréstimos que somente uma recusa franca em emprestar pode cancelá-la. O banco central anulará, portanto, sua função como emprestador, como um último recurso. De maneira semelhante, uma depressão pode causar pessimismo entre os comerciantes e, portanto, eles não serão induzidos a emprestar.

Hawtrey recomendou várias soluções para restringir a instabilidade de crédito e a consequente instabilidade da atividade econômica: operações de mercado aberto do banco central, alterações na taxa de desconto e variações nos requisitos de reserva dos bancos comerciais. Se a renda nacional tiver de ser mantida constante, tanto o crédito como a moeda devem variar. O aumento nas taxas de juros e a restrição das reservas do banco podem inibir a inflação, pois essas políticas podem sempre ser levadas ao ponto em que se tornam efetivas. Mas o inverso não é necessariamente verdadeiro. Dinheiro barato e maiores reservas bancárias podem não estimular uma retomada. Quando a demanda por bens é baixa, os vendedores no atacado procuram reduzir seus inventários, cortando suas compras a um nível abaixo de suas vendas. Mas se as vendas caírem mais rapidamente do que eles esperam, os bens em estoque poderão, na realidade, aumentar. Em uma situação dessas, os vendedores no atacado não podem ser induzidos a tomar emprestado, mesmo a taxas muito baixas de juros, para aumentar o montante de bens disponíveis. O resultado é o que Hawtrey chamou de um completo bloqueio de crédito, com a estagnação econômica e a profunda depressão, como nos anos 1930. "Um bloqueio é uma ocorrência rara, mas, infelizmente, nos anos 30, ele veio como uma praga no mundo e surgiram problemas que ameaçaram a civilização de destruição"¹⁷.

16. R. G. Hawtrey. *The art of central banking*. Londres: Longmans, Green, 1932, p. 167-168. Reimpresso com permissão da editora.

17. R. G. Hawtrey. *Capital and employment*. 2. ed. Londres: Longmans, Green, 1952, p. 79.

16-1 O Passado como Preâmbulo

HAWTREY E A POLÍTICA MONETÁRIA ATIVA, DE 1982 ATÉ HOJE

Ralph G. Hawtrey enfatizou a necessidade de política monetária na hora certa pelo banco central para interromper tanto o "círculo vicioso de inflação" como o "círculo vicioso de deflação" ou a depressão, porém ressaltou:

Embora seja possível parar [essa depressão] tomando medidas imediatas para relaxar o crédito com o tempo, muito melhor seria regulamentar o crédito o tempo todo, de modo que nenhum dos dois círculos viciosos jamais ocorresse de maneira séria. Em condições de tranquilidade, o crédito responde facilmente aos movimentos moderados para cima e para baixo da taxa [de juros] bancária. Se esses movimentos fossem sempre iniciados em tempo, as condições nunca precisariam ser diferentes das de tranquilidade em um sentido monetário¹⁸.

Da metade para o final dos anos 1980 e início dos anos 1990, a política monetária ativista tornou-se central na tentativa do governo dos Estados Unidos de estabilizar a economia. Um motivo para esse papel principal foi que a política fiscal (alterações no gasto governamental e nos impostos para estabilizar a economia) estava dormente. As pesquisas políticas e as escolhas dos eleitores deixavam claro que os cidadãos eram contra aumentos de impostos, independentemente de como eles eram racionalizados.

Inversamente, as reduções de impostos eram amplamente deixadas de fora por causa dos vários déficits orçamentários federais. Os déficits com altos recortes também tornaram os aumentos nos gastos do governo economicamente incontroláveis. Além disso, uma oposição enorme dos grupos de interesses especiais envolvidos geralmente bloqueava reduções propostas nos gastos governamentais. Resumindo, os grandes déficits dos Estados Unidos e o clima político dos anos 1980 e início dos 1990 congelaram a política fiscal dos Estados Unidos.

a. R. G. Hawtrey, *Capital and Employment*, op. cit., p. 113.

A tarefa de estabilização da economia ficou, portanto, para o Banco Central (o "Fed", Federal Reserve). Por esse motivo, o período pós-1982 nos Estados Unidos serve como um bom estudo de caso da política monetária ativa. Entre 1982 e 1989, o Fed, portanto, procurou projetar uma "aterrissagem sem problemas" para a economia em alto voo. Seus objetivos incluíam taxas de juros mais altas, uma leve desaceleração no crescimento da economia e um declínio na inflação — tudo enquanto evitava a recessão.

A economia aterrissou de acordo com seu próprio *script*. Altas taxas de juros, juntamente com alto endividamento do consumidor, para produzir a oitava recessão pós-Segunda Guerra Mundial. O Fed reagiu facilitando as taxas de juros, exatamente como Hawtrey sugeriria. Após nove meses de recessão, a economia começou, lentamente, a se recuperar, mas essa recuperação era tão anêmica que uma recessão de "dupla imersão" parecia possível. O Fed novamente tomou medidas, dessa vez derrubando drasticamente as taxas de juros. Essas taxas de juros mais baixas auxiliaram na recuperação e, em 1993, a economia tinha começado uma expansão sustentável. A expansão foi suficientemente vigorosa para acomodar um aumento importante nas taxas de juros em 1995. O aumento na taxa de juros, juntamente com o forte crescimento econômico, elevaram tanto a receita com impostos, que o déficit no orçamento federal atingiu um excedente em 1999. Enquanto isso, o Fed ajustou as taxas de juros para manter a expansão viva e a inflação baixa.

A experiência de 1982-1999 reforçou a visão de que a política monetária ativa é útil para impedir "círculos viciosos" de inflação e depressão. No entanto, os economistas modernos concordam que a política monetária permanece uma arte imperfeita. O consenso atual é de que ela pode ajudar a melhorar os ciclos de negócios, mas não necessariamente eliminá-los.

A maneira de evitar um bloqueio, Hawtrey decidiu, é adotar a ação adequada durante o *boom* anterior. Uma ação precoce deve ser empreendida para parar a expansão monetária excessiva. Quando a taxa bancária é elevada de maneira suficiente, o *boom* é invertido. Após a inversão, ocorre que a taxa bancária deve ser reduzida rapidamente para evitar uma inflação cumulativa e viciosa:

Quando supomos que a alta taxa bancária fez o seu trabalho, isso significa que ela superou com êxito o círculo vicioso de expansão e iniciou um círculo vicioso de deflação. Para quebrar o círculo vicioso de deflação, é essencial infundir nos comerciantes uma tendência suficientemente concentrada de aumentar suas compras. Na época em que suas compras ainda estão adaptadas às tendências restritivas de uma alta taxa bancária, uma transição *repentina* para uma baixa taxa bancária terá esse efeito. Se a transição for atrasada e se espalhar por um intervalo maior, seu poder, a qualquer momento, pode ser insuficiente, e o círculo vicioso de deflação continuará a ganhar ímpeto, até que ele se torne irresistível¹⁸.

16-1

O conceito de Hawtrey do mercador como uma figura crucial na vida econômica talvez tenha sido mais adequado para a Inglaterra do que para qualquer outro lugar, pois a Inglaterra era, na época, o líder no comércio mundial. Sua posição declinante no comércio mundial torna essa visão menos controlável hoje. A fé não-crítica de Hawtrey na eficácia da política monetária discricionária por meio de operações de mercado aberto o tornou bem popular nos Estados Unidos durante os anos 20, pois a idéia que prevalecia na época era a de que o sistema do Federal Reserve poderia estabilizar a economia com o dispositivo. Sua identificação lúcida das ferramentas de política monetária foi, na realidade, uma contribuição duradoura para a economia. A ênfase precoce de Hawtrey na importância dos inventários recebeu reconhecimento cada vez maior dos economistas em décadas recentes. Alguns economistas identificaram as flutuações no estoque de bens não-vendidos como um dos principais fatores no entendimento de expansões e exceções pós-Segunda Guerra Mundial.

Nota: Os capítulos posteriores revelarão que os economistas, mais tarde, refinaram, expandiram e, em alguns casos, reorientaram as contribuições de Wicksell, Fisher e Hawtrey. Alguns dos principais debates econômicos de nossa época estão firmemente enraizados no solo cultivado por esses economistas. Dois exemplos de tais debates são o desacordo em causas de instabilidade macroeconômica e a controvérsia com relação à eficiência relativa da política monetária discricionária *versus* regras monetárias.

Perguntas para estudo e discussão

1. Identifique brevemente e estabeleça a importância de cada um dos seguintes pensadores e conceitos para a história do pensamento econômico: Wicksell, taxa de juros normal ou natural, taxa de juros bancária, poupança forçada, Fisher, taxa de impaciência, taxa de oportunidade de investimento, teoria quantitativa da moeda, efeito do equilíbrio real, efeito de Fisher, Hawtrey, operações de mercado aberto e bloqueio de crédito.

18. Hawtrey, *Capital and Employment*, op. cit., p. 113.

2. Suponha que a taxa de juros natural simplesmente se iguale à taxa de juros bancária. Ocorrerá inflação ou deflação, de acordo com Wicksell? Explique, relacionando sua resposta a investimento e poupança.
3. Discuta a seguinte declaração: Wicksell pensava que o foco na política monetária deveria ser a taxa de juros, Fisher acreditava que deveria ser o estoque de moeda.
4. Suponha que a sociedade se torne mais impaciente, que seus membros desejem consumir mais bens hoje em vez de esperar consumi-los no futuro. Qual será o impacto na taxa de juros de equilíbrio, de acordo com Fisher?
5. Explique a distinção entre as taxas de juros reais e nominais. A quem creditamos essa distinção?
6. Suponha que uma nação que tem um sistema bancário de reserva fracional tenha decidido adotar, sem aviso, um outro tipo de medida, um requisito de 100% de reserva. O que você esperaria que acontecesse com o nível de preços? Explique seu raciocínio. Como a proposta de Fisher para um requisito de reserva de 100% espera eliminar esse problema?
7. De acordo com Hawtrey, como um banco central poderia reduzir o estoque de moeda na economia? Com base no conhecimento obtido com lições de economia anteriores, explique cada uma das três ferramentas para a política monetária.
8. O que existe em comum entre as teorias econômicas de Wicksell, Fisher e Hawtrey? Que diferenças distintas existem?

Leituras Seleccionadas

Livros

BLAUG, Mark (ed). *Irving Fisher, Arthur Hadley, Ragnar Frisch, Friedrich Hayek, Allyn Young, and Ugo Mazzola*. Brookfield, VT: Edward Elgar, 1992.

_____. (ed.) *Knut Wicksell*. Brookfield, VT: Edward Elgar, 1992.

CONRAD, J. W. *An introduction to the theory of interest*. Capítulo 4. Berkeley, CA: University of California Press, 1959.

DEUTSCHER, Patrick. *R. G. Hawtrey and the development of macroeconomics*. Ann Arbor, MI: University of Michigan Press, 1990.

FISHER, Irving. *The works of Irving Fisher*. Editado por William J. Barber. Londres: Pickering and Chatto, 1998. 14 v.

_____. *The money illusion*. Nova York: Adelphi, 1928.

_____. *The nature of capital and income*. Nova York: Macmillan, 1906.

_____. *100% money*. 2. ed. Nova York: Adelphi, 1936.

_____. *The purchasing power of money*. Nova York: Macmillan, 1911.

_____. *Stabilizing the dollar*. Nova York: Macmillan, 1920.

GORLUND, Torsten. *The life of Knut Wicksell*. Traduzido por Nancy Adler. Estocolmo: Almqvist and Wiksell, 1958.

HAWTREY, Ralph George. *The art of central banking*. Londres: Longmans, Green, 1932.

_____. *Capital and employment*. 2. ed. Londres: Longmans, Green, 1952.

_____. *Currency and credit*. Londres: Longmans, Green, 1919.

UHR, Carl G. *Economic doctrines of Knut Wicksell*. Berkeley, CA: University of California Press, 1960.

WICKSELL, Knut. *Interest and prices*. Traduzido por R. F. Kahn. Londres: Macmillan, 1936. [Originalmente publicado em 1898.]

_____. *Lectures on political economy*. Traduzido por E. Classen. Londres: Routledge, 1934-1935. 2 v. [Originalmente publicado em 1901 e 1906.]

Artigos de revistas especializadas

BOIANOVSKY, Mauro. Wicksell on deflation in the early 1920s. *History of Political Economy*, n. 30, p. 219-276, verão de 1998.

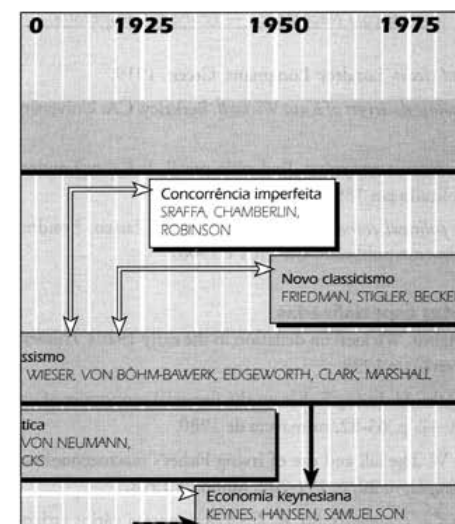
CROCKETT JR., John H. Irving Fisher on the financial economics of uncertainty. *History of Political Economy*, n. 12, p. 65-82, primavera de 1980.

DIMAND, Robert W. The fall and rise of Irving Fisher's macroeconomics. *Journal of the History of Economic Thought*, n. 20, p. 191-202, junho de 1998.

Scandinavian Journal of Economics, 80, n. 2, 1978. Contém vários artigos sobre as contribuições econômicas de Knut Wicksell.

TOBIN, James. Neoclassical theory in America: J. B. Clark and Fisher. *American Economic Review*, n. 75, n. 6, p. 28-38, dezembro de 1985.

TRESCOTT, Paul B. Discovery of the money-income relationship in the United States, 1921-1944. *History of Political Economy*, n. 14, p. 65-88, primavera de 1982.



CAPÍTULO 17

A ESCOLA NEOCLÁSSICA – PARTIDA DA CONCORRÊNCIA PERFEITA

As teorias da concorrência imperfeita estão bem no escopo e tradição da escola marginalista ou neoclássica. Embora essas teorias não estivessem totalmente desenvolvidas até o início dos anos 1930, elas têm raízes muito mais profundas. Por exemplo, lembremos que Cournot desenvolveu modelos de monopólio e duopólio logo no início de 1838 e que Edgeworth e Wicksell analisaram situações em que as curvas da demanda que os concorrentes enfrentavam eram menos do que perfeitamente elásticas. O interesse na concorrência imperfeita surgiu por causa da lacuna na teoria econômica entre modelos perfeitos de concorrência e monopólio e porque a teoria da concorrência perfeita estava se tornando cada vez mais incontrolável. A concorrência perfeita se aplicava mais completamente à agricultura, mas mesmo lá a teoria estava se tornando menos adequada para as condições modernas do que tinha sido em épocas anteriores. Quando somente alguns poucos compradores se ofereciam para comprar produtos agrícolas em um mercado local, como o fumo, a carne, o grão e o leite, a concorrência perfeita não mais reinava. Além disso, embora a análise convencional da formação de preços ajudasse a identificar os impactos econômicos secundários da intervenção crescente do governo na agricultura, essa intervenção reduzia a utilidade do modelo de concorrência perfeita.