

Felipe Augusto Santos Motta Coimbra

Matricula 11221ECO042

UMA ANÁLISE EXPLORATÓRIA DA RELAÇÃO ENTRE KEYNES E
HAYEK ATRAVÉS DA CONEXÃO WICKSELLIANA

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

INSTITUTO DE ECONOMIA

2024

Felipe Augusto Santos Motta Coimbra

Matrícula 11221ECO042

UMA ANÁLISE EXPLORATÓRIA DA RELAÇÃO ENTRE KEYNES E
HAYEK ATRAVÉS DA CONEXÃO WICKSELLIANA

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da
Universidade Federal de Uberlândia, como requisito
parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências
Econômicas.

Orientadora: Prof. Vanessa Da Costa Val Munhoz

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

INSTITUTO DE ECONOMIA

Felipe Augusto Santos Motta Coimbra

Matrícula 11221ECO042

UMA ANÁLISE EXPLORATÓRIA DA RELAÇÃO ENTRE KEYNES E
HAYEK ATRAVÉS DA CONEXÃO WICKSELLIANA

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da
Universidade Federal de Uberlândia, como requisito
parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências
Econômicas

BANCA EXAMINADORA:

Uberlândia, 13 de dezembro de 2024

Dr. Henrique Daniel Leite Barros Pereira

Prof. Raquel de Azevedo

RESUMO

Dado que recessões são recorrentes nas economias modernas, este trabalho compara as abordagens de Keynes e Hayek sobre as causas das crises e do desequilíbrio econômico, destacando pontos comuns e divergências em suas teorias. Enquanto a abordagem clássica se fundamentava na autorregulação do mercado e na Lei de Say, argumentando que recessões resultam de intervenções externas que impedem o ajuste natural das forças de mercado, Keynes, por sua vez, introduz o conceito de demanda efetiva, enfatizando que a insuficiência de demanda agregada e as flutuações nas expectativas dos agentes são as principais causas das crises, sendo necessária a intervenção estatal para restaurar o equilíbrio. Já a Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos (TACE), liderada por Hayek, identifica na expansão inflacionária do crédito a origem dos desajustes na estrutura de produção, que resultam em maus investimentos e recessões inevitáveis. O presente trabalho também explora a "conexão wickselliana", que destaca a interação entre as taxas de juros monetária e natural na coordenação entre poupança e investimento e sua influência nas teorias de Keynes e Hayek. Por fim, discute-se o papel das expectativas econômicas, destacando como as decisões e previsões dos agentes impactam diretamente os ciclos econômicos e as políticas públicas. Conclui-se que, embora cada escola de pensamento ofereça explicações distintas, ambas possuem raízes na teoria wickselliana sobre o papel da taxa de juros no desequilíbrio entre poupança e investimento, além de reconhecerem o papel da interação entre fatores reais e psicológicos, assim como na importância de entender o comportamento dos agentes econômicos para buscar mitigar os impactos das crises.

Palavras-chave: Keynes; Hayek; Crises Econômicas; Wicksell; Expectativas

ABSTRACT

Given that recessions are recurring phenomena in modern economies, this study compares Keynes and Hayek's approaches to the causes of crises and economic imbalances, highlighting commonalities and divergences in their theories. While the classical approach was based on market self-regulation and Say's Law, arguing that recessions result from external interventions disrupting the natural adjustment of market forces, Keynes introduced the concept of effective demand, emphasizing that insufficient aggregate demand and fluctuations in agents' expectations are the main causes of crises, necessitating state intervention to restore equilibrium. The Austrian Business Cycle Theory (ABCT), led by Hayek, identifies the expansion of inflationary credit as the source of distortions in the production structure, leading to malinvestments and inevitable recessions. This study also explores the "Wicksellian connection," which highlights the interaction between monetary and natural interest rates in coordinating savings and investment and its influence on Keynes and Hayek's theories. Finally, it discusses the role of economic expectations, emphasizing how agents' decisions and forecasts directly impact economic cycles and public policies. It concludes that, although each school of thought offers distinct explanations, both share roots in Wicksell's theory on the role of interest rates in the imbalance between savings and investment, as well as recognizing the interaction between real and psychological factors and the importance of understanding economic agents' behavior to mitigate the impacts of crises.

Keywords: Keynes; Hayek; Economic Crises; Wicksell; Expectations

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	7
2. TEORIAS DA RECESSÃO.....	7
2.1. Recessão Clássica	7
2.2. Recessão em Keynes	9
2.3. Recessão em Hayek	14
3. A “CONEXÃO WICKSELLIANA” E O DEBATE ENTRE KEYNES E HAYEK.....	18
3.1. A “Conexão Wickselliana”	20
3.2. Keynes x Hayek	27
3.3. Hayek sobre Keynes	34
3.4. Keynes sobre Hayek.....	35
3.5. Desenvolvimentos Posteriores.....	36
4. EXPECTATIVAS EM KEYNES E HAYEK	37
5. CONCLUSÃO	45
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	46

1. INTRODUÇÃO

Visto que a recessão econômica é um fenômeno recorrente para as economias modernas, o presente trabalho tem como objetivo comparar as diferentes abordagens, entre Keynes e Hayek, sobre as causas fundamentais da crise e do desequilíbrio econômico, explorando as bases comuns e divergências de suas teorias. Os dois autores oferecem explicações distintas sobre causas e soluções, refletindo visões ideológicas e metodológicas variadas. Enquanto Keynes aponta para a insuficiência de demanda agregada como a principal causa das crises, os austríacos, aqui representados por Hayek, defendem que a expansão excessiva do crédito desorganiza a estrutura produtiva, levando a crises generalizadas. A partir da análise das duas escolas de pensamento, se busca especificamente destacar possíveis pontos de convergência e divergência entre suas proposições, levando em consideração que ambos possuem raízes na teoria de Wicksell ao se analisar o Keynes de *Treatise on Money*. Para isso, será explorada a teoria da demanda efetiva de Keynes na seção 2.2, a teoria dos ciclos econômicos de Hayek na seção 2.3 e, na seção 3, a relação entre poupança e investimento no pensamento de Hayek, Keynes e Wicksell ao introduzir a “conexão wickselliana” e os desenvolvimentos posteriores no pensamento dos economistas, com Keynes se distanciando de Wicksell na *Teoria Geral*. Para finalizar, na seção 4, serão exploradas as diferenças metodológicas de Keynes e Hayek em relação à explicação do comportamento humano e as expectativas.

2. TEORIAS DA RECESSÃO

2.1. Recessão Clássica

A tradição da economia clássica, como exposto por Dillard (1948), enxerga que o sistema de mercado, quando livre de intervenção, sempre tende ao equilíbrio de pleno emprego e pleno uso dos recursos pelo movimento e interação das forças de mercado, principalmente, das curvas de oferta e demanda. Assim como a quantidade produzida de uma mercadoria e o seu preço de venda são definidos pela interação das curvas de demanda e oferta dessa mesma mercadoria, que tende ao preço e quantidade de equilíbrio que otimize a satisfação dos consumidores e os lucros dos

produtores, a taxa de juros, que pode ser definida como o preço do dinheiro, funciona através do mesmo mecanismo de tendência ao equilíbrio e, no caso, equilibra os montantes de poupança e investimento da economia. Similarmente, a mesma noção é aplicada no mercado de trabalho para definir os salários e a quantidade de pessoal empregado. As curvas de oferta de mão-de-obra e de demanda por mão-de-obra interagem uma com a outra no livre mercado e definem o preço do salário de equilíbrio.

O pleno emprego dos recursos de livre mercado da economia clássica tem como fundamento a Lei de Mercado de Say, que diz que toda oferta gera sua própria demanda. No caso, a Lei de Say afirma que uma oferta de um produto ou serviço por um agente é sempre em virtude da sua vontade de demandar recursos de terceiros, culminando no cenário em que toda produção representa uma demanda por outro produto, ou seja, tudo que é produzido pode ser potencialmente demandado. Os casos em que uma produção excede a sua capacidade de ser demandada pode acontecer de forma temporária e pontual em alguma mercadoria específica, mas são rapidamente corrigidos pelas forças de mercado. Tal mecanismo implica que sempre haverá circulação suficiente de renda para manter a economia no pleno emprego ou em direção ao pleno emprego, sendo que a renda só pode ser gasta em consumo ou poupada e, se for poupada, será gasta na forma de investimento em bens de produção. A taxa de juros, quando flexível e livre de intervenção, irá agir para equilibrar os montantes de poupança e investimento e evitar que um se torne excessivamente superior ao outro.

Como o mercado de trabalho, no livre mercado, é equilibrado pelo livre movimento do preço da mão-de-obra, que é o salário, a economia clássica admite que os tipos de desemprego que podem ocorrer são apenas os de caráter friccional ou voluntário, não havendo a possibilidade de existir desemprego involuntário. O desemprego friccional acontece em eventuais momentos de reajuste das forças produtivas e rapidamente é corrigido pelas forças de mercado, quando os trabalhadores desempregados conseguem se inserir em outros empregos. Ou seja, na definição clássica de pleno emprego no livre mercado só podem existir desempregos voluntários e friccionais, mas não involuntários, visto que o salário de equilíbrio irá atuar para o encontro das curvas oferta e demanda de mão-de-obra. Os casos de desemprego involuntário são causados por intervenções governamentais ou de sindicatos no preço do salário, que impedem que este se reajuste para o preço de equilíbrio.

Portanto, a recessão para a economia clássica só poderia acontecer em cenários de intervenção governamental em fatores determinantes do processo de produção e de troca como a taxa de juros ou os salários, impedindo o bom funcionamento das diversas forças de mercado e travando o movimento da economia para o ponto de equilíbrio de pleno emprego. No caso de uma crise generalizada, que inevitavelmente teria tido causa em intervenções na economia, a solução seria uma diminuição ou total eliminação das interferências para que o livre mercado possa corrigir os problemas manifestados.

2.2. Recessão em Keynes

Acompanhando Dillard (1948), aponta-se que a teoria macroeconômica de Keynes gira em torno do conceito fundamental do princípio da demanda efetiva. A demanda efetiva é o ponto de determinação da renda e do volume de emprego a partir do encontro das curvas de demanda agregada e oferta agregada. A ideia é baseada no fenômeno de que à medida que o emprego aumenta, a renda real aumenta e o consumo aumenta em um ritmo menor que o aumento da renda. Para manter uma demanda que seja condizente com o aumento do emprego, é preciso que o excesso de emprego em relação ao consumo seja sustentado por um aumento de investimento.

No caso, a demanda agregada em termos de preço é o valor que os empresários, em conjunto, esperam receber pela produção advinda do uso de determinada quantidade de emprego. À medida que a quantidade de emprego aumenta, aumentando a quantidade produzida, a demanda agregada aumenta. Com a diminuição da demanda agregada, o emprego diminui. Como os empresários empregam visando um lucro futuro, é necessário que haja um valor mínimo de renda lucrativa conquistada pela venda da produção para que haja o incentivo ao investimento, o que foi definido por Keynes como oferta agregada. Se tal renda mínima esperada for maior que o gasto com emprego, a demanda dos empresários por emprego aumenta. Se a renda mínima esperada for menor que o gasto com emprego, se perde o incentivo ao investimento e o emprego diminui. No ponto em que a renda mínima esperada de um volume de emprego é exatamente igual ao lucro necessário para incentivar o investimento, ou seja, no ponto de encontro das curvas de oferta

agregada e demanda agregada, se dá o ponto que Keynes chama de demanda efetiva, que determina o volume de emprego. Pela Lei de Say, qualquer aumento de emprego levaria a um aumento da oferta agregada que seria suficiente para induzir o investimento. Nesse caso, a oferta agregada e a demanda agregada seriam iguais para qualquer volume de emprego e toda a renda seria gasta em consumo ou em investimento, com a competição no mercado de trabalho fazendo com que o emprego se expanda até que não exista mais desemprego involuntário. Mas, em Keynes, os empresários estão maximizando os seus lucros esperados no ponto de demanda efetiva. Se o emprego aumentar ou diminuir, os lucros esperados serão menores. Ou seja, em qualquer ponto no tempo, existe um volume específico de emprego demandado pelos empresários (e ofertado aos trabalhadores) que garantirá a maximização dos lucros esperados. Em contraste com a teoria do emprego da economia clássica, o ponto de demanda efetiva não necessariamente será o ponto de pleno emprego. Para que a demanda efetiva se situe exatamente no ponto de equilíbrio garantidor de pleno emprego, seria necessário que a demanda por investimento fosse igual à diferença entre a oferta agregada condizente com pleno emprego e a renda gasta em consumo condizente com pleno emprego. Porém, de acordo com Keynes, a demanda por investimento normalmente se situa em uma posição que é insuficiente para cobrir essa diferença, fazendo com que a demanda efetiva tenha uma tendência de estacionar em uma posição inferior ao que seria o pleno emprego. Na ausência de alguma mudança externa, que faça com que a oferta agregada aumente, não há razão para supor que os empresários irão aumentar a oferta de emprego a ponto de empregar todos os trabalhadores dispostos a trabalhar. O pleno emprego seria, portanto, um caso isolado e específico de equilíbrio, mas não a regra geral da economia.

A respeito do consumo agregado, Keynes identifica que a propensão a consumir de um país se mantém relativamente estável no curto prazo e depende do montante de renda disponível. Quando a renda aumenta, o consumo aumenta em menor proporção do que o aumento da renda. A diferença entre o aumento da renda e o aumento menos que proporcional do consumo deve ser compensado com aumento de investimento para manter o novo nível de emprego. Se todo aumento de renda fosse sempre gasto imediatamente em consumo, a economia estaria em pleno emprego e mais investimento não seria necessário. Mas, como a renda não é toda

gasta em consumo e não necessariamente o restante será gasto em investimento, a economia irá tender a se equilibrar em pontos inferiores ao de pleno emprego e novos investimentos serão necessários para manter o nível de emprego e de renda.

O investimento é definido como uma produção adicional, em relação ao consumo vigente, que aumenta o montante de riqueza do país. Os tipos mais relevantes de investimento são aqueles em bens de produção como máquinas e equipamentos e construção de novas instalações ou fábricas. Via de regra, o empresário geralmente realiza novos investimentos através da aquisição de empréstimos junto ao sistema bancário e espera obter um lucro futuro com seus empreendimentos. Por isso, é possível determinar que os fatores fundamentais que determinam os montantes de investimento são a rentabilidade esperada do novo empreendimento e o preço relativo do empréstimo, ou seja, a eficiência marginal do capital e a taxa de juros.

A eficiência marginal do capital pode ser definida como o maior retorno esperado da produção ou investimento de uma unidade a mais de capital em relação ao custo, ou simplesmente taxa de retorno esperado do capital, que é sempre medida pelo empresário em relação a taxa de juros vigente e esperada da economia. Para que o investimento seja potencialmente lucrativo, o retorno esperado deve compensar (ser maior) que a taxa de juros. Se a taxa de retorno for maior que a taxa de juros, o investimento continua sendo realizado e, quando ocorre o inverso, o investimento é terminado ou não realizado. Keynes enfatiza o caráter dinâmico da eficiência marginal do capital, reconhecendo a incerteza que os investidores possuem em relação ao futuro e a complexidade da economia. O fato de um empreendimento ser observado como rentável no presente não implica que ele continuará tendo o mesmo rendimento no futuro, podendo ter um retorno maior ou menor que o previsto. Quanto maior for o prazo do retorno esperado do investimento, maior será a incerteza inerente ao mesmo e maior o risco das previsões se mostrarem erradas. Para Keynes, as flutuações da eficiência marginal do capital são as principais causas das flutuações da economia capitalista, ou dos ciclos econômicos. Em um cenário de grande otimismo em relação ao futuro com uma alta eficiência marginal de capital, há um grande aumento no investimento e na produção de bens de capital e grandes retornos lucrativos por um certo período de tempo. Porém, com o grande acúmulo de bens de capital, inevitavelmente a taxa de retorno se torna menor que a taxa de juros e os

investimentos são interrompidos ou liquidados, e a economia caminha para um processo recessivo. Para interromper, pelo menos temporariamente, o caminho da recessão provocado pela queda da eficiência marginal do capital, seria necessário que ocorresse uma queda equivalente da taxa de juros.

A taxa de juros, por sua vez, é determinada pelo estado da preferência pela liquidez (lado da demanda) e pela quantidade de dinheiro em circulação (oferta). Dos motivos de se demandar moeda, os por precaução e transação são relativamente estáveis ao longo tempo e o motivo especulação é o mais instável e relacionado com a preferência pela liquidez e consequentemente mais determinante da taxa de juros. A preferência pela liquidez pode ser definida como a propensão dos agentes de acumular ativos em forma de moeda, que é o ativo com maior grau de liquidez possível da economia. Reter ativo na forma de moeda é especulação por ter fundamento na incerteza a respeito do futuro, onde o agente abre mão de um retorno de investimento mais líquido no presente por considerar que pode obter um retorno maior se esperar um momento futuro. Se os agentes acharem que a taxa de juros está muito baixa e provavelmente irá subir no futuro, há um incentivo para estocar ativo em forma de moeda. Ou seja, se a preferência pela liquidez estiver baixa, a taxa de juros cai; se a preferência pela liquidez estiver alta, a taxa de juros sobe. A taxa de juros é o preço pelo uso do dinheiro e flutua determinada pela oferta de dinheiro e demanda por dinheiro, sendo que a oferta é definida pelo sistema bancário e pelo governo e a demanda é definida pela preferência psicológicas dos indivíduos. Se a autoridade monetária controla a oferta de moeda, é possível que haja política monetária no sentido de responder às flutuações da preferência pela liquidez, aumentando ou diminuindo a oferta de moeda, e consequentemente controlando a taxa de juros. Em um cenário recessivo, onde o pessimismo irá aumentar a preferência pela liquidez, aumentando a taxa de juros e agravando a recessão, é imprescindível, na teoria keynesiana, que a autoridade monetária atue de forma a aumentar a liquidez da economia para satisfazer o psicológico dos agentes e diminuir a taxa de juros para que o sistema possa se recuperar e retomar o crescimento.

De modo geral, o emprego depende da demanda efetiva que é determinada pela propensão a consumir e pelos incentivos ao investimento. Um aumento do investimento causa um aumento do emprego e consequentemente da renda, que aumenta o consumo e causa maiores aumentos de renda. Do mesmo modo, uma

diminuição do investimento causa uma diminuição do emprego e consequentemente uma diminuição da renda, que diminui o consumo e causa maiores quedas da renda. Normalmente, as flutuações acontecem no sentido negativo em direção à igualdade entre renda e consumo e no sentido positivo em direção ao pleno emprego. Ou seja, os movimentos de emprego e renda, uma vez iniciados, tendem a ser cumulativos. Como a estrutura atual do sistema capitalista visa à uma acumulação de bens de capital que inevitavelmente irá diminuir a eficiência marginal do capital, aumentar a preferência pela liquidez e diminuir o investimento, é necessário que exista uma atuação positiva da autoridade monetária para manipular a taxa de juros e cobrir a insuficiência de demanda através dos gastos públicos para empurrar a demanda efetiva em uma direção de maior investimento, mais emprego, mais renda e mais consumo.

No capítulo 22 da *Teoria Geral*, Keynes aplica com mais detalhes a sua teoria de determinação do emprego no problema dos ciclos econômicos e do processo recessivo. A eficiência marginal do capital seria a variável fundamental na explicação das flutuações econômicas, enquanto a taxa de juros e a propensão a consumir cumprem um papel secundário. Sendo que a eficiência marginal do capital pode ser entendida como a taxa de lucro esperada do investimento, os ciclos econômicos são resultado de uma variação na taxa de lucro esperada que influencia o nível de investimento. No período de expansão do ciclo econômico, o investimento cresce em ritmo acelerado, com eficiência marginal do capital alta e otimismo generalizado, aumento de emprego, de renda e consumo. No auge do período de expansão, começam a agir as forças que empurram para baixo a eficiência marginal do capital: o aumento dos custos de produção dos bens de capital e a diminuição dos lucros por conta da abundância de produção dos bens de capital finalizados. Pessimismo a respeito do retorno futuro dos investimentos passa a prevalecer cada vez mais e a taxa de novos investimentos começa a recuar. O colapso da eficiência marginal do capital é o que caracteriza a mudança de direção, da expansão à contração. Quando a taxa de investimento diminui, a renda e o emprego começam a cair, o consumo diminui e se aumenta a preferência pela liquidez. O aumento da preferência pela liquidez causada pelo pessimismo generalizado aumenta a taxa de juros e diminui ainda mais a eficiência marginal do capital, em um processo cumulativo negativo que é característico do processo de contração. O retorno do crescimento da economia

depende da recuperação da eficiência marginal do capital, do tempo necessário para o desgaste e obsolescência dos bens de capital finalizados e para absorção do excesso de produção do período de expansão. Durante o período de contração, a taxa de juros tem uma tendência natural a diminuir, mesmo sem atuação deliberada da autoridade monetária, como resultado da diminuição na demanda de moeda para transações por conta da queda do ritmo da economia e dos preços. Mesmo que a preferência pela liquidez continue alta, a diminuição na demanda de moeda para transação “libera” moeda para satisfazer a demanda por liquidez. A queda dos juros, com a recuperação gradual da eficiência marginal do capital, aumenta gradualmente o investimento e coloca a economia novamente no caminho do crescimento.

Como visto, o ciclo econômico por Keynes tem uma ênfase maior na insuficiência de demanda do que no excesso de investimento, sendo sempre preferível que se aumente o investimento para aumentar o emprego e a renda. Como nas economias capitalistas a propensão a consumir não é de 100% quando se atinge determinado nível de renda, no pleno emprego a diferença entre a renda total e o consumo total se torna grande o suficiente a ponto de o investimento privado, por si só, não ser mais capaz de igualar os dois volumes. Se torna, portanto, imprescindível que haja uma política fiscal ativa da autoridade governamental na forma de gastos do governo, taxação, subsídios ou empréstimos para suprir o déficit de renda em circulação e, eventualmente, uma política monetária ativa na forma de manipulação da taxa de juros para incentivar os níveis desejados de eficiência marginal do capital e de investimento privado.

2.3. Recessão em Hayek

Seguindo Harte-Bunting (2012), a contribuição de Hayek para a discussão do processo recessivo pode ser mais claramente delineada ao revisarmos a Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos (TACE), na qual a teoria de Hayek se integra, juntamente com a participação de outros autores de vertente austríaca. Sendo que uma crise específica em um setor da indústria nas economias capitalistas é normal e algo que os agentes econômicos precisam lidar cotidianamente, o problema da recessão generalizada acontece quando todos (ou a grande maioria dos setores)

entram em crise ao mesmo tempo, como se todos os agentes envolvidos houvessem errado suas previsões e realizado maus investimentos. A TACE pretende explicar tal fenômeno de depressão geral através de um viés monetário, onde a expansão inflacionária do crédito modifica as expectativas dos agentes e eventualmente culmina em uma inevitável recessão. Nas teorias de vertente austríaca, a inflação é sempre um fenômeno monetário, definido como a expansão da oferta de moeda por parte dos bancos ou governos e o aumento dos preços é a consequência da inflação.

A TACE é baseada na ideia do consumo de tempo como inerente ao processo de produção em uma economia capitalista. A produção adiciona valor aos recursos ao longo da cadeia produtiva, mas como a produção demanda tempo, o processo só ocorre naturalmente quando há um adiamento do consumo, ou aumento de poupança, e a produção possibilita àqueles que adiaram seu consumo uma recompensa no futuro. Hayek contribui com a noção de que o capital fixo não é homogêneo, mas altamente desagregado e específico, sendo cada um dedicado a uma função específica para a produção de um determinado bem de consumo ou de capital. Um capital é parte de um dos vários estágios de uma cadeia produtiva determinada, e o seu reaproveitamento em um diferente empreendimento demanda tempo e recurso. A noção de heterogeneidade do capital fixo e da necessidade de tempo para a produção enfatiza a importância da coordenação intertemporal entre decisões de produção e consumo, visto que a alocação dos recursos por parte dos empresários deve ser consistente com os gastos dos consumidores ao longo do tempo e ressalta o problema da realização de maus investimentos, sendo que configura em desperdício de recursos que poderiam estar sendo melhor aproveitados em outro setor. Os recursos empregados em cada estágio da cadeia produtiva devem ser calibrados de modo que, ao final do processo de produção, a oferta seja exatamente suficiente para satisfazer a demanda naquele ponto do tempo. Em uma economia de mercado, os preços e a taxa de juros trabalham como os mecanismos de coordenação da alocação intertemporal, tornando a dinâmica do mercado internamente consistente. Sem a expansão inflacionária do crédito, a fronteira de produção da economia fica restrita ao seu montante real de fundos emprestáveis e a economia cresce de maneira sustentável ao longo do tempo. No caso, os erros de cálculo empresarial são específicos e eventualmente geram falências pontuais e, com o tempo, os recursos do empreendimento mal sucedido são alocados em empreendimentos produtivos.

Com a expansão inflacionária, os agentes agem como se a poupança real houvesse aumentado, a taxa de juros diminui, e os investimentos aumentam nos processos iniciais da cadeia produtiva. O crédito possibilita que a economia cresça além da sua fronteira de produção, mas de maneira insustentável. Os erros de cálculo empresariais são generalizados e as falências ocorrem em quase todos os setores da economia e da indústria. O crescimento só será mantido se a expansão inflacionária continuar indefinidamente.

A coordenação intertemporal entre os planos dos empresários e os planos dos consumidores é realizada no mercado de fundos emprestáveis. Os consumidores adiam o consumo presente para o futuro e formam a poupança; os empresários se utilizam da poupança para realizar os investimentos em processos produtivos. Na teoria austríaca, o preço que coordena as decisões intertemporais de forma internamente consistente é a taxa de juros natural. Quando os consumidores aumentam a sua preferência de adiar mais consumo para o futuro, o montante de fundos emprestáveis é expandido e a taxa de juros natural diminui. O custo do investimento diminui e os gastos com investimento aumentam, aumentando a base de capital fixo. O maior estoque de bens de capital possibilita que sejam realizados processos de produção mais longos, adicionando valor ao longo da cadeia produtiva para a oferta de bens de consumo no futuro.

Dada a importância, para a TACE, da taxa de juros na coordenação das preferências intertemporais, surge a preocupação com a manipulação monetária das autoridades bancárias e governamentais e seus efeitos práticos no mercado de fundos emprestáveis e na possível disfunção da consistência interna do sistema. Quando a política monetária age com o aumento da liquidez para diminuir a taxa de juros e estimular a economia, a taxa cai para abaixo do que seria a taxa de juros natural. As decisões intertemporais dos agentes são afetadas: os consumidores reduzem suas poupanças (em relação ao investimento) e aumentam a preferência de consumo para o presente; os empresários são incentivados a investir mais no presente em processos de longa duração. O sistema passa a apresentar inconsistência interna, pois haverá uma oferta maior de bens de consumo no futuro, mas os consumidores anteciparam seu consumo para o presente. A TACE analisa que o investimento financiado por crédito abaixo da taxa de juros natural não leva em consideração a preferência intertemporal dos consumidores. Ao invés dos fundos emprestáveis agirem como uma

transferência de recursos entre poupadores e investidores, passa a acontecer uma competição por recursos entre os poupadores e investidores.

A discussão dos ciclos econômicos na TACE considera que o *boom* induzido por crédito barato não pode durar indefinidamente devido às inconsistências internas entre as preferências intertemporais geradas pela expansão inflacionária. Os estágios de produção que foram colocados em prática não correspondem com o desejo de consumo futuro dos consumidores. Não houve apenas excesso de investimento, houve também mau investimento. Os empresários investiram em estágios iniciais de processos de longa duração e não terão o retorno esperado na concretização real do investimento no fim do processo de produção. A injeção de liquidez aumenta a demanda de consumo no presente antes que os bens de consumo dos novos investimentos estejam materializados. A relativa escassez de bens de consumo no presente em relação ao novo padrão de consumo aumenta os preços reais dos bens presentes em relação aos novos bens que serão criados no futuro. Os empresários investiram no presente levando em consideração os preços reais mais altos dos bens atuais e a taxa de juros nominal mais baixa, mas ao final do processo de produção os preços reais futuros se materializarão menores do que o esperado, a taxa de juros nominal será mais alta e o empreendimento se mostrará não lucrativo, gerando falências generalizadas, diminuição do emprego e da renda. O *boom* dá lugar ao *burst* e se inicia, lentamente, o processo de reestruturação da economia e realocação do capital fixo e do trabalho, no sentido de retorno ao equilíbrio das preferências intertemporais.

A recessão não é, a princípio, totalmente inevitável. A autoridade monetária e governamental pode agir aumentando mais uma vez a liquidez com o intuito de diminuir novamente a taxa de juros e impulsionar novamente a economia. Mas as forças que empurram o *boom* para o inevitável *burst* agirão novamente e, no futuro, outra injeção de liquidez será necessária. O ciclo de contração só pode ser evitado se houverem constantes e crescentes injeções de crédito mais barato e mais liquidez na economia indefinidamente. No longo prazo, as pressões inflacionárias e a dívida pública acabam se tornando insustentáveis e a autoridade monetária deverá cogitar dar fim ou tentar diminuir a expansão inflacionária, permitindo que a taxa de juros aumente, em detrimento de maus investimentos que finalmente serão liquidados. Ou seja, a partir do momento que os maus investimentos são realizados, os esforços da

autoridade monetária e governamental de impedir sua liquidação e a reestruturação do capital através de novas injeções de liquidez apenas adiam a recessão para um momento futuro ou, na melhor das hipóteses, suavizam o processo de contração e realocação, mas não o impedem integralmente. A TACE ainda considera que as tentativas de se adiar a recessão no presente irá invariavelmente materializar recessões cada vez mais profundas e longas no futuro, visto que a cada injeção de liquidez se aumenta o montante de maus investimentos na economia. Apesar da teoria austríaca considerar que o processo de realocação do capital (recessão) é necessário e até certo ponto saudável pro sistema econômico, não é ignorada a possibilidade de que uma recessão possa desencadear em uma depressão mais grave e muito longa pelo aumento da preferência pela liquidez, aumento geral do pessimismo e queda da confiança dos agentes, havendo a necessidade de que a realocação seja controlável e que a autoridade use da política monetária e fiscal para suavizar a recessão e evitar a depressão.

3. A “CONEXÃO WICKSELLIANA” E O DEBATE ENTRE KEYNES E HAYEK

Para Patruti (2023), os diálogos entre Keynes e Hayek foram pouco construtivos e marcados por incompreensões mútuas, mas embora suas propostas de política pública fossem completamente opostas, isso não implica que suas teorias econômicas, em nível abstrato, sejam completamente antagônicas. No campo das teorias de ciclos econômicos, há similaridades nos argumentos de ambos. O autor argumenta que uma interpretação não ortodoxa de Keynes permitiria identificar pontos em comum entre as teorias de ciclos econômicos dos dois autores. Nos anos 1920 e início dos anos 1930, Keynes e Hayek apresentaram similaridades no desenvolvimento de suas ideias teóricas ao se interessarem pela teoria monetária e compartilhar insatisfações com a teoria quantitativa da moeda, que consideravam estática. A crítica principal era que, embora a teoria explicasse diferenças entre pontos de equilíbrio, ela não elucidava como o mercado alcançava esses estados. Ambos buscaram criar uma teoria do desequilíbrio, explicando a sequência de mudanças nos preços relativos, muitas vezes obscurecidas por tendências gerais no nível de preços. Essas investigações culminaram em suas teorias de ciclos econômicos dos anos 1930. Apesar do diálogo entre os dois ser considerado improdutivo, há consenso de

que eles partilhavam pontos teóricos em comum nos fundamentos de suas análises, como a conexão Wickelliana, ausência de mecanismos de ajuste automático que reequilibrasse rapidamente poupança e investimento e a importância dos preços relativos nas transições típicas de crise.

Em Goodspeed (2012), o autor também reflete sobre as conexões teóricas de Keynes e Hayek no campo da macroeconomia. Ambos enfatizavam que a análise monetária deve estar integrada desde o início e criticavam a ideia da neutralidade da moeda, princípio que sustenta modelos neoclássicos e novos keynesianos, além de considerarem a taxa de juros como fundamental para a coordenação intertemporal. Tal visão destaca o papel do dinheiro como mediador entre consumo e poupança, influenciando a demanda e a oferta de bens de consumo e de capital. Wicksell (apud Goodspeed, 2012), pioneiro dessa abordagem, mostrou como desequilíbrios entre poupança e investimento, mediados pela taxa de juros, podem causar flutuações nos preços. Keynes e Hayek, apesar de suas diferenças, convergiam na necessidade de uma teoria econômica que considerasse o dinheiro como elemento central.

Seguindo com Patruiti (2023), Keynes e Hayek, nos anos 1930, compartilhavam a preocupação com o desequilíbrio entre poupança e investimento, baseando-se nas ideias de Wicksell. Para ambos, o equilíbrio na economia real dependia do equilíbrio no mercado financeiro, mas o mecanismo autorregulador da taxa de juros em uma economia monetária era imperfeito, ou seja, os preços no mercado financeiro frequentemente transmitiam informações equivocadas sobre a escassez real de capital. A base teórica vinha de Wicksell, que demonstrou que, quando a taxa de juros de mercado divergia de sua taxa "natural", que seria a taxa de juros que iguala poupança e investimento na ausência de crédito bancário, o sistema poderia ficar temporariamente desalinhado, gerando um processo cumulativo de ajuste. Como colocado por Goodspeed (2012), o sistema macroeconômico de Wicksell trabalha com a noção de que divergências entre a taxa de juros "natural" e a taxa de juros "monetária" desorganizam a coordenação entre poupança e investimento, ou seja, as divergências poderiam desestabilizar o equilíbrio econômico, gerando flutuações cumulativas. O modelo enfatiza como os choques monetários desestruturam a coordenação intertemporal, especialmente o equilíbrio entre poupança e investimento. O dinheiro desempenha um papel central, funcionando como mais que um meio neutro — ele age como uma espécie de "elo fraco" no sistema econômico, permitindo

falhas de coordenação. Isso contrasta com os modelos de Walras e Fisher, que assumem um alinhamento intertemporal perfeito.

Keynes e Hayek seguiram a tradição wickselliana reconhecendo que expectativas inconsistentes entre consumidores, produtores e investidores poderiam levar a desequilíbrios econômicos persistentes. Um ponto importante é que distúrbios econômicos decorrem de preços relativos incorretos, especialmente entre bens de consumo e bens de capital. Quando a poupança excede o investimento, a flexibilidade no nível geral de preços (ou mesmo a flexibilidade salarial) não consegue resolver o problema. Em vez disso, o problema está nos mercados financeiros, onde as taxas de juros falham em coordenar os planos econômicos adequadamente. Tanto Keynes quanto Hayek, embora com focos diferentes, abordaram como os planos e expectativas individuais podem não se alinhar em um mercado descentralizado. Sua crítica compartilhada ao modelo de equilíbrio walrasiano levou à ênfase na dinâmica econômica, ao invés de resultados estáticos. Ambos analisaram os processos de ajuste da economia a mudanças, rejeitando a ideia de que apenas preços "rígidos" explicam as flutuações econômicas. Ou seja, Wicksell, Keynes e Hayek criticam as limitações dos modelos tradicionais de equilíbrio na explicação da dinâmica macroeconômica. Eles argumentam que a economia frequentemente opera fora do equilíbrio devido a preços e expectativas desalinhados, com o sistema monetário sendo o responsável pelo desajuste na formação desse desequilíbrio. Essa abordagem destaca os processos de ajuste dos mercados ao longo do tempo e a importância da coordenação intertemporal, bem como o potencial de instabilidade sistêmica.

3.1. A “conexão wickselliana”

Continuando com Goodspeed (2012), a taxa de juros é o mecanismo central no modelo da “conexão wickselliana”, onde os juros coordenam a oferta e demanda de dinheiro e o equilíbrio entre poupança e investimento. A conexão wickselliana, no entanto, não é clara por natureza, já que Wicksell contribuiu amplamente para teoria monetária, ciclos econômicos, capital, valor e distribuição. Seu modelo destaca a diferença persistente entre as taxas de juros "monetária" e "natural", que reflete

desvios entre investimento e poupança planejada. Isso ocorre porque o fluxo circular de renda entre famílias, bancos e empresas não garante expectativas e informações consistentes entre os agentes. Assim, uma taxa de juros monetária “errada” pode levar a poupança real superior ou inferior ao investimento real. Além disso, a teoria do capital de Wicksell também desempenha um papel relevante em sua análise monetária. Relacionando a avaliação do capital a mudanças no salário real e na taxa de juros, essa teoria sustenta sua explicação sobre o ajuste monetário. Sem considerar o processo de produção como algo que consome tempo, não seria possível integrar os aspectos nominais e reais do modelo.

Ainda em Goodspeed (2012), o processo cumulativo de Wicksell, ou a sua teoria monetária, busca explicar como a economia transita entre diferentes equilíbrios da teoria quantitativa¹, analisando os ajustes de preços decorrentes de mudanças na oferta monetária. Ele critica a insuficiência da teoria quantitativa em descrever esse movimento e sua incapacidade de incorporar o "paradoxo de Gibson" – a correlação positiva observada entre a taxa de juros e o nível geral de preços, oposta ao previsto pela teoria. A "conexão wickselliana", como dito, se baseia na distinção entre a taxa de juros "natural" e a taxa de juros "monetária". Essa diferença permite que os bancos emprestem mais ou menos do que a poupança disponível, dissociando o investimento da poupança real e quebrando a Lei de Say. O equilíbrio entre poupança e investimento, essencial para a estabilidade dos preços, depende da igualdade entre as taxas natural e monetária. No entanto, enquanto a taxa natural varia constantemente por fatores econômicos, a taxa monetária tende a ser inercial devido a práticas bancárias baseadas em "costume e tradição". Assim, qualquer desvio entre as duas taxas pode gerar desequilíbrios no mercado de fundos emprestáveis, levando a inflação ou deflação. Por exemplo, se a demanda por investimento aumenta e eleva a taxa natural, mas os bancos mantêm a taxa monetária inalterada, surge um excesso de demanda por bens, causando aumento no nível de preços. Por outro lado, uma queda na demanda por investimento pode gerar excesso de oferta de bens e pressão deflacionária se os bancos não ajustarem a taxa monetária. Wicksell, então, conclui que enquanto a taxa monetária divergir da taxa natural, o movimento nos preços será cumulativo. Mesmo que custos como salários e matérias-primas aumentem,

¹ Existe um debate teórico sobre o processo cumulativo de Wicksell ser ou não quantitativista, como colocado no capítulo sobre teoria quantitativa do manual de *Economia Monetária e Financeira* (Carvalho et. al, 2015)

produtores conseguem repassar os aumentos aos preços finais e continuam pagando os mesmos juros, perpetuando o ciclo inflacionário. Esse processo, sem intervenção bancária, resulta em aumentos contínuos de preços, caracterizando o efeito cumulativo.

O processo cumulativo não afeta apenas os preços absolutos, mas também os relativos. Uma redução na taxa de juros monetária tende a favorecer produtores de bens de capital, desviando recursos como trabalho e insumos da produção de bens de consumo para a de bens de investimento. Isso resulta em uma menor oferta de bens de consumo, afetando mais severamente aqueles os assalariados, que sofrem com a inflação de preços e consomem menos em termos reais. Esse fenômeno, chamado de "poupança forçada", é essencial para alinhar a identidade *ex post* entre poupança e investimento. Como a demanda por investimento foi inicialmente atendida pelo sistema bancário por meio da criação de crédito, a realocação de capital da produção de consumo para a de investimento gera a poupança necessária para sustentar esse investimento. Para que o processo cumulativo cesse, seria necessário que a demanda por moeda decorrente do aumento nos preços pressionasse as reservas bancárias. Considerando um sistema bancário de reservas fracionárias, em que a quantidade de crédito em circulação supera em grande medida as reservas disponíveis, uma pequena elevação nos preços pode causar uma contração de maior grandeza relativa nas reservas bancárias, forçando os bancos a aumentar a taxa monetária de juros.

Wicksell conclui que, com o tempo, a taxa de juros monetária tende a, eventualmente, coincidir com a taxa natural, que está em constante mudança. Contudo, ele destaca uma questão teórica importante: se essa convergência ocorre com rapidez suficiente para evitar uma inflação contínua, quando a taxa natural excede a monetária, ou para prevenir uma deflação gradual, quando a taxa monetária é maior que a natural. Ele expressa dúvidas sobre essa possibilidade, considerando que a resposta depende de forças econômicas complexas e, por vezes, contraditórias. Ele admite que uma análise mais detalhada seria necessária para entender completamente os fatores que interromperiam ou reverteriam o processo cumulativo, mas não se aprofunda nessa questão devido à complexidade envolvida.

A conjectura de Wicksell de que a poupança real pode ser “forçada” pela inflação foi criticada por outros economistas, argumentando que a ideia implicaria na noção de que o processo cumulativo não seria realmente cumulativo; a acumulação de capital por meio de poupança forçada levaria, com produtividade marginal decrescente, a uma queda inevitável na taxa natural de juros, eliminando qualquer diferença entre as taxas nominal e natural. Em resposta, o autor defendeu que, embora a poupança forçada permita a acumulação de capital, a produção não consegue absorver quantidades ilimitadas de novo capital sem redução no rendimento líquido. Assim, o processo cumulativo seria interrompido, a menos que os bancos reduzissem ainda mais suas taxas. Isso implica uma defesa mais fraca da poupança forçada, sugerindo que as forças contrárias à acumulação real de capital são “fatores secundários” em relação ao axioma mais fundamental de que a divergência entre a taxa de juros sobre o capital real e sobre o crédito emprestado necessariamente causaria flutuações nos níveis de preços, que poderiam durar por um tempo indeterminado. O recuo parcial de Wicksell em relação à poupança forçada foi, no entanto, injustificado, pois a independência da taxa natural em relação às mudanças monetárias era sustentada pela estrutura teórica estabelecida em seu livro *Interest and Prices* (1898). De fato, o objetivo central de *Interest and Prices* era demonstrar a impossibilidade de as instituições de crédito manterem a taxa de juros de empréstimos indefinidamente em qualquer nível desejado. Em vez disso, elas seriam eventualmente obrigadas, como resultado da operação do mercado monetário e das forças de oferta e demanda, a se alinhar à taxa natural. Ou seja, embora a taxa de juros nominal dependa inicialmente do excesso ou escassez de dinheiro, é tarefa da economia monetária explicar como e por que ela é, eventualmente, determinada pelo excesso ou escassez de capital real. Um dos principais objetivos de Wicksell era conciliar a teoria quantitativa da moeda com o Paradoxo de Gibson. Admitir que a taxa de juros do dinheiro pudesse influenciar a taxa natural implicaria abandonar completamente a teoria quantitativa da moeda. Portanto, uma justificativa teórica para a invariância da taxa natural em relação ao dinheiro, em vez de ser apenas uma suposição tácita, era fundamental para o modelo de Wicksell.

A justificativa para a invariância da taxa natural em relação a mudanças monetárias é difícil de ser fornecida dentro de uma estrutura teórica padrão do capital. O realinhamento das duas taxas — uma pela outra, ou ambas — é inevitável com a

combinação de poupança forçada e a produtividade marginal decrescente. Mas, enquanto o trabalho e a terra podem ser medidos em unidades técnicas específicas (como horas-homem ou acres), o capital heterogêneo precisa ser expresso em termos de valor. O estoque de capital deve ser medido como a soma dos insumos investidos ao longo do tempo e capitalizados à taxa de juros (isto é, custo de produção) ou como um fluxo de receita futura descontado por essa taxa de juros (isto é, receita ao longo do tempo). Ambos os métodos são válidos. No entanto, ao calcular o produto marginal do capital - ou seja, a taxa natural - é necessário derivar o valor dos bens de capital a partir do seu custo de produção ou reprodução, ou de um fluxo de receita futura esperado. Isso significa que cada bem de capital é medido por uma unidade externa a ele.

No entanto, Wicksell observa que, nesse caso, os "custos de produção incluem capital e juros", enquanto um fluxo de receita futura deve ser descontado para termos presentes com a taxa de juros, o que resulta em um "círculo vicioso": é necessário conhecer o valor do capital para calcular a taxa de juros, mas também é preciso saber a taxa de juros para calcular o valor do capital. Esse problema não ocorre com a terra e o trabalho, pois a adição de uma unidade de terra ou trabalho não altera as unidades em que são medidos. No caso do capital, que deve ser medido em termos de valor, cada unidade adicional de capital realmente altera as unidades em que o capital é medido.

Wicksell sugere, então, que podemos "escapar dessa dificuldade" adotando o método do economista austríaco Eugen von Böhm-Bawerk, que resolve todos os bens de capital em termos de trabalho e terra. Ou seja, o capital pode ser visto como uma massa de "terra e trabalho acumulados", ponderada pela data de investimento. Dessa forma, a intensidade de capital não se refere diretamente ao estoque físico de bens de capital, mas sim ao intervalo médio de tempo em que a terra e o trabalho incorporados nesse estoque foram investidos, ou seja, o "período médio de produção" proposto por Böhm-Bawerk. A produtividade do capital é, portanto, uma função do que Wicksell, seguindo Böhm-Bawerk, chama de "elemento temporal na produção"; a terra e o trabalho se tornam mais produtivos quanto mais tempo forem investidos. Assim, a taxa natural de juros sobre o capital pode ser definida como a produtividade marginal de estender o período de tempo em que os fatores originais são investidos; em outras

palavras, a taxa natural é a taxa de retorno sobre o último incremento de capital, onde o capital é uma massa de terra e trabalho acumulados.

A concepção de capital de Wicksell, influenciada por Böhm-Bawerk, está intimamente ligada à sua construção do processo cumulativo. Wicksell observa que as empresas que têm a capacidade de atrair trabalho e terra como resultado de um alívio nas condições de crédito são aquelas em que o período de investimento de capital é relativamente longo, uma vez que salários e aluguéis terão um impacto menor em processos de produção mais longos do que em processos mais curtos. Assim, a produção tende a ser desviada de maneira a aumentar a duração média do período de investimento de capital, com o capital líquido sendo convertido em capital fixo. Em outras palavras, uma taxa de juros monetária abaixo da taxa natural tende não apenas a aumentar o investimento, mas especialmente a aumentar o investimento em projetos com longos períodos de gestação.

Existe, assim, uma distinção entre capital líquido e capital fixo, especialmente o capital que exige um longo período de produção. Bens de capital com durabilidade excepcional, embora mantenham as características do capital, acabam agindo mais como a terra na produção. Esses bens são melhor compreendidos como "bens que geram aluguel", que geram uma renda (semelhante ao aluguel da terra) em vez de bens de capital tradicionais. Embora não sejam considerados capital no "sentido estrito", ainda exigem investimentos contínuos de capital líquido para manter seu valor. Esse investimento contínuo pode ser visto como um novo investimento de capital. À luz da teoria do capital Böhm-Bawerkiana, se enfatiza que uma redução na taxa de juros monetária estimula o investimento, particularmente em projetos com longos períodos de duração. Esses investimentos de longo prazo são menos elásticos em termos de oferta, o que aumenta seu preço relativo em comparação com o capital menos durável. Como resultado, os fatores originais de produção são mais empregados em processos produtivos de mais longo prazo. Embora isso aumente o investimento em capital, causando pressão para cima sobre os salários e aluguéis, não pressiona decisivamente a taxa de juros devido à propriedade da produtividade marginal decrescente.

O ponto principal é que bens de capital altamente duráveis participam da elevação dos salários e aluguéis, aumentando, assim, os lucros do capital fixo, mas

apesar da pressão dos salários e aluguéis para reduzir a taxa de lucro do capital tradicional, esse efeito é contrabalançado pela redução na oferta de capital líquido. À medida que mais capital é imobilizado em investimentos de longa duração, há menos capital líquido disponível, levando a uma redução no "fundo de salários e aluguéis", do qual os salários e aluguéis são pagos a partir de terra e trabalho previamente economizados. Essencialmente, há um efeito "balança" entre os retornos sobre os bens de capital que geram aluguel e os bens de capital no sentido tradicional, com um subindo à custa do outro. Essa dinâmica garante que a taxa natural de juros não caia à medida que o processo cumulativo avança.

Em última análise, a conclusão é que não se pode contar com a taxa natural para ajustar os desajustes de origem monetária. Uma queda na taxa natural implicaria um aumento na oferta de capital real, o que contraria a adesão de Wicksell à teoria quantitativa no longo prazo. Embora ele reconheça que uma taxa de empréstimo mais baixa poderia nivelar a diferença entre as taxas de empréstimo e real, levando à redução do aumento de preços, ele também argumenta que uma taxa real mais baixa exige novo capital real, ou seja, aumento da poupança. O aumento do capital real proveniente da poupança forçada deve superar a diminuição da poupança voluntária causada pela taxa de juros mais baixa, bem como a competição entre o capital fixo e o circulante, que tende a manter a taxa natural elevada.

A teoria de Wicksell sobre a taxa natural de juros e o processo cumulativo depende de uma análise da economia que vai além da teoria da oferta e demanda de fundos emprestáveis. Para o autor, a taxa de juros pode se desviar da taxa natural, e essa divergência gera um processo de desequilíbrio onde a poupança e o investimento não se coordenam. Isso ocorre devido a um ajustamento nos preços, com a taxa de juros sendo o principal fator de ajuste. O processo depende de certos pressupostos, como o uso do conceito de capital da teoria austríaca, que distingue entre o capital "rendimento" e o "capital" no sentido estrito. Embora haja o reconhecimento de que a taxa natural é uma concepção vaga e que sua determinação teórica é complexa, ele insiste que o conceito deve ser mantido como uma forma concisa de refletir a essência do capital produtivo, que envolve o tempo. A conexão entre a teoria de Wicksell e a teoria monetária depende da aplicação da teoria do capital de Böhm-Bawerk, que justifica as mudanças no investimento e nas condições econômicas à medida que a taxa de juros se desvia da taxa natural. O ajuste da

economia ocorre principalmente por meio das alterações na taxa de juros, com o processo sendo cumulativo enquanto o mercado de crédito esteja desajustado.

3.2. Keynes x Hayek

Seguindo com Patruti (2023), Hayek irá argumentar em *Prices and Production* (2008) que uma expansão de crédito pelo sistema bancário pode elevar os investimentos para além da poupança real. Já em *A Treatise on Money* (1930), Keynes explora como os especuladores pessimistas podem impedir o ajuste da taxa de juros, fazendo o investimento cair abaixo da poupança. Embora abordassem o mesmo problema, discordavam quanto à origem do desequilíbrio.

Keynes atribuía as flutuações econômicas a uma ampla gama de fatores, monetários e não monetários, como inovações tecnológicas, confiança empresarial, guerras ou especulação. Embora reconhecesse que uma expansão artificial do crédito pudesse causar ciclos econômicos, considerava essa causa improvável. O sistema bancário seria incapaz ou relutante em equilibrar poupança e investimento de maneira eficiente, permitindo a ocorrência de ciclos de crédito. Hayek via a expansão de crédito como um elemento central do sistema bancário moderno, sendo a principal fonte dos ciclos econômicos. Ele criticava Keynes por não reconhecer explicitamente o papel da oferta monetária na divergência entre a taxa de juros de curto prazo e a taxa "natural". Ambos concordavam que o mercado operava continuamente em desequilíbrio durante as flutuações econômicas, mas divergiam nas explicações para os ciclos. Enquanto Keynes considerava possível que fatores reais e monetários contribuíssem para os ciclos, Hayek focava principalmente no papel das instituições monetárias. Essa concordância temporária no desequilíbrio entre poupança e investimento como fonte de ciclos econômicos marca o ponto de convergência entre os dois economistas.

Como explicado por Goodspeed (2012), na formulação original de Wicksell sobre a "conexão Wickselliana", é possível destacar dois pontos: primeiro, a diferença entre a taxa de juros "monetária" e a "natural" provoca um aumento cumulativo nos preços. O processo inflacionário continua até que os bancos sejam forçados a aumentar a taxa de juros devido à exaustão de reservas monetárias. Segundo, a taxa

de juros de mercado mais baixa estimula o "alongamento" do período médio de produção, transformando capital líquido em capital durável e impedindo que a taxa natural de juros restaure o equilíbrio entre as duas taxas. Tal modelo não é, por si só, uma teoria do ciclo econômico, pois o processo cumulativo descrito ou prossegue indefinidamente ou é interrompido pelo aperto monetário dos bancos. São Keynes e Hayek, posteriormente, que formulam uma "segunda iteração" da conexão Wickselliana, traduzindo o processo cumulativo em um fenômeno cíclico, explicando por que o processo inflacionário se reverte naturalmente. Keynes foca principalmente no caso deflacionário, enquanto ambos colocam as mudanças nos preços relativos como o elemento central do ciclo econômico.

No modelo apresentado por Keynes em *A Treatise on Money*, o núcleo está nas "equações fundamentais", que vinculam o nível de preços aos rendimentos dos fatores de produção e, crucialmente, à discrepância entre poupança e investimento. A primeira equação fundamental relaciona o nível de preços de bens de consumo à proporção entre o custo de produção e o total de produção, levando em conta tanto os bens de consumo quanto de investimento. Já a segunda equação fundamental reflete como o nível geral de preços é influenciado pelos ganhos normais dos fatores de produção e pelos lucros extraordinários ou prejuízos. Disso, Keynes observa que o nível de preços de bens de consumo pode divergir do nível geral de preços por dois motivos: (1) o valor de novos bens de investimento pode diferir de seu custo de produção e (2) a composição da produção pode mudar, afetando a relação entre bens de consumo e investimento. Esses fatores geram mudanças nos preços relativos. Os lucros extraordinários, ou "*windfall profits*", surgem quando há discrepância entre o valor de mercado e o custo normal de produção, refletindo a divergência entre poupança e investimento. Em termos simples, a equação dos lucros totais indica que a presença de lucros extraordinários está diretamente ligada a um desajuste entre poupança e investimento. Ou seja, as equações fundamentais permitem que Keynes relacione a descoordenação de mercado com flutuações nos níveis de preços relativos, o que seria essencial para explicar os ciclos econômicos.

Keynes integra o conceito wickselliano de taxas de juros natural e de mercado, relacionando o desalinhamento entre elas às flutuações de poupança e investimento. O desalinhamento entre essas taxas causa desequilíbrios, alterando os níveis de preços e a composição da produção. O uso das "equações fundamentais" é no intuito

de modelar os níveis de preços por meio dos lucros e rendimentos setoriais. É analisado como os desajustes entre poupança e investimento geram lucros ou prejuízos inesperados entre os setores. Por exemplo, um aumento na poupança em relação ao investimento reduz os preços de bens de consumo, enquanto a demanda por investimento aumenta, redistribuindo lucros entre os setores de bens de consumo e de investimento. Essas mudanças dependem da capacidade da taxa de mercado de se ajustar à taxa natural.

O processo cumulativo de Wicksell é expandido ao se explorar o papel do comportamento especulativo, no argumento de que especuladores que esperam um retorno aos níveis anteriores de juros dificultam os ajustes. A especulação otimista, em cenários inflacionários, subestima as pressões sobre os preços, atrasando o alinhamento da taxa de mercado com a taxa natural. De forma similar, a especulação pessimista em períodos de deflação mantém os desequilíbrios. Contudo, Keynes afirma que esses desequilíbrios não podem persistir indefinidamente, pois erros especulativos ou forças concorrentes no mercado eventualmente corrigem o desalinhamento, restaurando o equilíbrio. Keynes adota o foco de Wicksell na importância da taxa de juros para a estabilidade monetária e de preços, mas acrescenta nuances ao enfatizar a dinâmica do comportamento especulativo e seus efeitos nos ajustes econômicos.

Keynes ainda reconhece que mudanças no produto nominal poderiam, no curto prazo, resultar em ajustes tanto de preços quanto de produção, apontando que a ocorrência de perdas inesperadas e a pressão descendente sobre os preços exigiriam uma redução na produção, especialmente na ausência de flexibilidade perfeita de preços. Tal processo levaria a uma diminuição no volume de emprego dos fatores de produção, mantendo os rendimentos nominais existentes. A situação de desemprego persistiria até que a taxa bancária fosse reduzida ou que algo alterasse a taxa natural de juros, a igualando à taxa de mercado. No entanto, ele sugere que, se os rendimentos nominais dos fatores pudessem ser ajustados proporcionalmente e de maneira simultânea, os impactos negativos poderiam ser evitados.

Em suma, a principal inovação de Keynes em relação a Wicksell foi explicar como as mudanças nos preços relativos, por meio dos lucros empresariais, atuariam de maneira reequilibradora sobre a descoordenação entre as taxas de juros natural e

de mercado, destacando o papel dos mecanismos indiretos na correção dos desequilíbrios econômicos.

O modelo de Hayek em *Prices and Production* (2008), assim como as equações fundamentais de Keynes, é baseado em uma distinção entre as decisões separadas de poupar e investir. Hayek, seguindo a linha de Wicksell e Keynes, observa que apenas em poucos casos as pessoas que poupam dinheiro são as mesmas que desejam utilizá-lo na produção. Na maioria das vezes, o dinheiro destinado a novos usos precisa passar pelas mãos dos intermediários bancários. O equilíbrio só é alcançado se os bancos, em sua política de empréstimos, não alterarem as margens de preços necessárias entre diferentes tipos de bens de capital, especialmente a igualdade dessas margens com uma taxa "natural" uniforme. Essa taxa é essencial para que a produção de bens de consumo ocorra em um ritmo consistente com a demanda dos consumidores. No modelo, a superimposição de Wicksell entre a taxa de juros de mercado e a taxa de juros natural ocupa posição central. Hayek atribui explicitamente a Wicksell a conclusão de que, enquanto a taxa de juros monetária coincidir com a taxa de equilíbrio, a taxa de juros permanecerá 'neutra' em seus efeitos sobre os preços, não tendendo nem a aumentá-los nem a reduzi-los. Nesse caso, o elemento essencial do ciclo econômico é o surgimento de uma desproporção entre as diversas formas de produção devido à influência do dinheiro sobre a taxa de juros. Isso resulta, em particular, na produção excessiva de bens de capital, desestabilizando a economia.

Hayek se diferencia das equações fundamentais de Keynes ao ampliar a desagregação do sistema produtivo. Enquanto Keynes usa um modelo básico de dois setores (consumo e investimento), Hayek propõe um modelo com múltiplos estágios de produção, no qual os bens intermediários dependem de fatores originais e produtos intermediários dos estágios anteriores. A "estrutura de produção" é representada por um triângulo, onde o valor dos bens intermediários depende do tempo de produção e o equilíbrio ocorre quando os retornos e preços em todos os estágios são uniformes, eliminando oportunidades de arbitragem.

Ao considerar o papel da taxa natural de juros, Hayek segue Wicksell considerando que esta seria alcançada em uma economia de escambo, onde a margem de preços entre insumos e produtos seria igual à taxa real de retorno. Ao

incluir a moeda e criar um sistema monetário, a taxa de juros de mercado pode divergir da taxa natural, alterando as margens de preço e impactando os estágios de produção. Com a expansão de crédito e a redução da taxa monetária abaixo da taxa natural, surgem incentivos para processos mais intensivos em capital (estágios mais longos de produção). Isso eleva os preços dos bens de produção inespecíficos, deslocando recursos para processos mais longos, mas reduzindo o fluxo de bens de consumo. Como resultado, a pressão sobre os preços de bens de consumo aumenta, levando a um fenômeno de "poupança forçada" via inflação. A alta nos preços dos bens de consumo permite que estágios mais próximos ao consumo final superem os estágios iniciais na disputa por fatores de produção, o que encarece os bens intermediários e torna processos mais longos inviáveis. Isso resulta no abandono ou redução de projetos de investimento baseados em crédito barato. É também apontado que a capacidade ociosa de capital fixo não indica excesso de capital, mas sim a incapacidade de sustentar processos produtivos mais longos devido à pressão por bens de consumo. Mesmo que o capital fixo permaneça intacto, sua utilização plena requer investimentos contínuos em outros bens de produção, o que pode ser inviável diante da demanda urgente por bens de consumo. O desajuste entre a escala e a composição dos investimentos, aliado às mudanças nos preços relativos, pode levar à subutilização de recursos e até à impossibilidade de venda sem grandes perdas.

De acordo com Hayek, se a taxa de juros monetária acompanhasse a taxa natural, não haveria distorções na estrutura de produção. Transições para métodos mais ou menos intensivos em capital ocorreriam de forma eficiente se a demanda por bens de consumo, expressa em termos monetários, diminuísse (ou aumentasse) em relação à demanda por bens de produção. Diferentemente da poupança forçada induzida pela inflação, um aumento voluntário da taxa de poupança pelos consumidores implicaria na redução das margens de preço nos estágios finais da produção. Isso tornaria viáveis projetos de investimento mais longos, antes incapazes de competir com os estágios finais pelos bens de produção inespecíficos. Além disso, os estágios intermediários absorveriam custos de insumos mais altos devido à menor competição com os estágios finais. Assim, as margens de preço ao longo de toda a estrutura de produção se ajustariam, acompanhando uma nova e menor taxa natural, desde que as autoridades monetárias reconhecessem essa mudança e ajustassem a taxa monetária.

Em resumo, nas versões keynesiana e hayekiana do modelo wickselliano, se destaca a distinção entre a taxa de juros monetária e a natural e o potencial descompasso entre investimento e poupança. Ambas as abordagens descrevem como esse descompasso pode desestabilizar os lucros em equilíbrio e desencadear um deslocamento temporário em direção a processos mais intensivos em capital. Para Keynes, uma redução na taxa de juros monetária estimula uma mudança na estrutura de produção favorecendo métodos mais influenciados pelos custos de juros devido à maior duração dos processos produtivos. Hayek compartilha dessa visão ao afirmar que mudanças na duração dos métodos de produção implicam reorganizações definitivas na estrutura produtiva, influenciadas pelas margens de preço em cada estágio ou pela taxa de juros.

As duas versões concordam que uma taxa de juros monetária abaixo da natural eleva o valor de projetos de capital, permitindo que produtores de bens de capital desviem recursos de processos voltados ao consumo. Porém, embora a taxa natural de juros e as preferências de poupança-consumo não se alterem, a competição crescente por fatores de produção totalmente empregados resultará em um aumento nos rendimentos desses fatores. Esse aumento nos rendimentos, por sua vez, levará a uma readequação dos preços relativos, favorecendo o consumo em detrimento do investimento. Ou seja, a pressão gerada pelo descompasso entre a poupança e o investimento acaba alterando os preços relativos, o que leva a um ajustamento no equilíbrio econômico, com um movimento de retorno a uma maior ênfase no consumo. Enquanto a taxa de juros nominal estiver abaixo da taxa natural, a poupança e o investimento estarão desalinhados, o que manterá a estrutura de produção fora de equilíbrio. Hayek destaca que as margens de preço devem diminuir à medida que os processos produtivos se tornam mais longos, mas admite que uma investigação aprofundada sobre essa relação levaria a problemas mais amplos na teoria geral dos juros, ecoando as mesmas preocupações de Wicksell.

Como resumido e explicado em Patruti (2023), Keynes e Hayek concordavam que os ciclos econômicos são, por natureza, imprevisíveis devido a rigidez ou imperfeições no mecanismo de preços, o que impede os mercados de restaurarem rapidamente o equilíbrio após uma perturbação. Essa incapacidade de antecipar os ciclos decorre da ausência de um mecanismo automático que restabeleça diretamente o equilíbrio entre poupança e investimento quando ocorre um desequilíbrio.

Para Keynes, o problema surge porque as decisões de poupança e investimento são tomadas por grupos distintos—poupadores e empreendedores—com motivações diferentes e em momentos separados. Argumentava que a incerteza sistêmica e as "forças sombrias do tempo e da ignorância" obscurecem inevitavelmente o julgamento empresarial. Como resultado, o investimento se torna volátil, influenciado por expectativas imprevisíveis sobre o futuro, fazendo com que os mercados financeiros frequentemente se assemelhem a um "cassino."

Hayek, por sua vez, atribuía a imprevisibilidade à interferência do sistema bancário de reservas fracionárias. Em sua visão, a taxa de juros de mercado deveria ser o principal sinal que orienta os empreendedores a ajustar intertemporalmente a estrutura de produção. No entanto, os bancos podem desviar a taxa de juros de mercado da taxa natural por meio da expansão de crédito, criando desequilíbrios intertemporais entre poupança e investimento. Hayek sustentava que, se os empreendedores pudessem prever essas variações monetárias, os ciclos econômicos não ocorreriam, mas ele via essa capacidade como improvável. Ou seja, ambos os economistas concluíam que os empresários não conseguem prever os ciclos econômicos nem adotar medidas eficazes para suavizá-los.

Tanto Keynes quanto Hayek buscaram desenvolver teorias alternativas à teoria quantitativa da moeda para explicar as flutuações econômicas, considerando não apenas os níveis gerais de preços, mas também os movimentos nos preços relativos, frequentemente ignorados pela visão tradicional (apesar disso, o desenvolvimento posterior do keynesianismo negligenciou a relevância desses movimentos, sendo que o modelo IS-LM usa apenas o produto agregado sem distinção entre bens de consumo e bens de capital). Ambos também tinham visões semelhantes sobre a sequência "normal" de mudanças nos preços relativos durante uma crise econômica. Ambos descrevem um ciclo que começa com o aumento dos preços dos bens de capital, levando a maior investimento, especialmente em setores de ordem superior, e subsequentemente, ao aumento dos preços dos bens de consumo. A diferença está, principalmente, na análise das fases posteriores do ciclo.

Para Keynes, em sua *Teoria Geral*, o ciclo se desenvolve em cinco etapas: inflação de capital, aumento dos preços de bens de consumo, reação nos preços, colapso da inflação de capital e, finalmente, subinvestimento, devido à persistência de

taxas de juros acima do nível de equilíbrio. Ele também introduz o papel do mercado de capitais, argumentando que especuladores, ao preferirem liquidez, impedem que as taxas de juros se ajustem plenamente. Por outro lado, Hayek vê o ciclo começando com a expansão do crédito, que reduz a taxa de juros, aumentando a demanda por bens de capital e alterando os preços relativos em favor dos bens de capital. Posteriormente, quando os consumidores gastam mais em bens de consumo, os preços destes sobem relativamente, resultando em uma reversão na proporção de demanda entre bens de capital e bens de consumo. Para Hayek, os bancos não podem expandir o crédito indefinidamente sem gerar pressões inflacionárias significativas.

Embora seus modelos compartilhem a ideia de ausência de mecanismos automáticos de ajuste, as diferenças se concentram nas fases finais do ciclo. Keynes enfatiza o papel do mercado financeiro na criação de desequilíbrios duradouros, enquanto Hayek foca na estrutura de produção e nos efeitos de longo prazo da distorção nas taxas de juros. Ambos reconhecem, no entanto, que os ciclos não podem ser ajustados imediatamente, embora os culpados sejam eventualmente pressionados a mudar de comportamento.

3.3. Hayek sobre Keynes

Durante o debate entre os dois economistas no século XX, Hayek criticou Keynes por ignorar questões essenciais relacionadas ao valor do capital existente, o que resultaria em um conceito de capital deficiente. Keynes, em suas equações fundamentais, considera que uma redução na taxa de juros monetária, sem um ajuste correspondente na taxa natural, leva a lucros inesperados que estimulam a produção de bens de investimento, reduzindo a poupança familiar e aumentando os preços de maneira geral. Caso a taxa monetária acompanhe perfeitamente a taxa natural, não haveria lucros inesperados agregados e o nível geral de preços permaneceria estável. Hayek contesta, argumentando que Keynes assume uma estrutura rígida de produção, desconsiderando mudanças nas técnicas produtivas e na eficiência dos fatores de produção (preços relativos e organização produtiva). Keynes também não especifica claramente como tratar o aumento no valor do capital existente: seria

considerado novo investimento ou apenas uma mudança qualitativa no estoque de bens de capital? Hayek relaciona essa crítica à teoria de Wicksell e destaca que Keynes tenta incorporar elementos dessa abordagem sem aceitar sua base teórica completa, especialmente a teoria do capital de Böhm-Bawerk. Assim, Hayek conclui que a tentativa de Keynes de adaptar conceitos wicksellianos falha devido à ausência de fundamentação adequada.

3.4. Keynes sobre Hayek

Keynes, insatisfeito com o tom de Hayek, respondeu com duras críticas ao *Prices and Production*, dizendo ser "uma das confusões mais assustadoras" que já leu, mas reconhecendo a relevância das críticas sobre a teoria do capital. Admitiu que não havia desenvolvido uma teoria satisfatória do capital e do juro, nem abordado adequadamente a relação entre acumulação de capital, taxa de consumo e os determinantes da taxa natural de juros. Ele concordou que essa lacuna enfraquecia sua análise monetária e reconheceu a importância de Böhm-Bawerk e Wicksell para resolver questões centrais sobre capital. Contudo, afirmou que a busca por uma teoria completa do capital desviaria o foco da teoria monetária, que seria seu principal objetivo. Apesar de conceder pontos a Hayek, Keynes também desafiou a interpretação de Hayek da taxa natural de juros. Para Keynes, a "taxa natural" refere-se à taxa que equalizaria poupança e investimento, considerando as condições psicológicas do mercado e os erros temporários de previsão. Já Hayek focava em uma taxa de equilíbrio de longo prazo, ausente de erros de previsão e associada a uma relação estável entre capital e consumo, uma abordagem que Keynes julgava envolver questões de capital excessivamente complexas. Ao final, Keynes reconheceu a contribuição de Hayek ao estimular reflexões sobre o tema, embora criticasse a clareza e as terminologias empregadas. Esse embate marcou o início de um repensar teórico que influenciaria os desenvolvimentos posteriores de ambos.

3.5. Desenvolvimentos posteriores

Segundo Patruti (2023), a teoria do ciclo econômico de Keynes esteve em constante evolução entre 1930 e 1936, impulsionada por críticas ao *Treatise on Money* (1930) de economistas como o próprio Hayek, Pigou e o grupo *Cambridge Circus* (Kahn, Joan e Austin Robinson, Sraffa). Insatisfeito com sua abordagem inicial, Keynes reformulou sua teoria no lento processo que culminou na publicação de *The General Theory* em 1936. As principais diferenças entre o *Treatise* e a *General Theory* estão na introdução da preferência pela liquidez e na mudança na visão sobre como o sistema responde a quedas na eficiência marginal do capital. No *Treatise*, Keynes assumia que o produto era fixo, com os preços se ajustando para equilibrar poupança e investimento. Já na *General Theory*, o produto total tornou-se a variável independente a ser explicada, priorizando problemas de subutilização de recursos. Também rompeu com a taxa natural de juros de Wicksell, substituindo o mecanismo de fundos emprestáveis pela preferência pela liquidez. Assim, a taxa de juros passou a ser determinada pela oferta e demanda por dinheiro, desvinculada da produtividade real. Ainda assim, a influência do conceito de taxa natural de juros não foi completamente eliminada, permanecendo implícita em alguns aspectos. Os ciclos econômicos foram atribuídos às flutuações na eficiência marginal do capital, influenciadas pelas expectativas dos empresários sobre os rendimentos futuros de bens de capital. Sua abordagem enfatizou o papel psicológico nas flutuações e argumentou que o estado seria mais eficaz que os investidores privados em gerir o investimento agregado, visando estabilizar o capitalismo por meio da intervenção estatal. Após a publicação da *General Theory* (1936), Keynes intensificou sua crítica à doutrina dos fundos emprestáveis, defendendo que a poupança não desempenhava papel na determinação da taxa de juros. No entanto, é debatido se sua teoria conseguiu superar totalmente as abordagens anteriores.

Pelo lado de Hayek, ao concluir *The Pure Theory of Capital* (1941) o economista começou a incorporar conceitos keynesianos como o papel do dinheiro como reserva de valor e elementos da teoria de seleção de portfólio de Keynes. Ele passou a utilizar o conceito agregado de "ativos", incluindo capital real, títulos e saldos monetários, o que era atípico tanto para os austríacos quanto para seus trabalhos anteriores. Hayek

ainda reconheceu a importância da "preferência pela liquidez" como um fator de curto prazo na determinação das taxas de juros, embora mantivesse a ênfase nos fatores reais no longo prazo. Nos anos 1970, após receber o Prêmio Nobel, Hayek revisou ainda mais suas ideias, especialmente sobre a deflação. Passou a aceitar que uma crise normal de superinvestimento ou investimento errado poderia ser agravada por uma deflação secundária, em que expectativas pessimistas dos empresários impediriam o investimento completo da poupança, provocando quedas excessivas nos preços. Essa visão se aproximava do conceito keynesiano de recursos ociosos e de uma economia limitada pela renda.

Assim, Hayek passou a defender intervenções governamentais temporárias para evitar espirais deflacionárias, um afastamento considerável de sua posição inicial. Do ponto de vista político, Hayek reconheceu que rigidez, como a dos salários, tornavam irrealista confiar na deflação para resolver crises. Ele admitiu que uma crise típica no estilo austríaco poderia se transformar em uma depressão keynesiana devido a mudanças drásticas nas expectativas empresariais. Essa evolução no pensamento de Hayek demonstra uma aceitação parcial de ideias keynesianas, mantendo, contudo, sua estrutura teórica austríaca.

4. EXPECTATIVAS EM KEYNES E HAYEK

No artigo de Carabelli & De Vecchi (2010) os autores apontam que estudos recentes ampliaram o foco da discussão sobre as similaridades entre Keynes e Hayek para incluir as ideias de ambos sobre filosofia social, metodologia e epistemologia, destacando suas contribuições para abordagens opostas de política econômica no pós-Segunda Guerra Mundial. Keynes é associado à intervenção econômica, predominante até os anos 1970, enquanto Hayek defende o papel do mercado, visão dominante a partir de então.

Curiosamente, apesar de ambos valorizarem princípios liberais como responsabilidade individual e liberdade pessoal, chegam a conclusões opostas sobre políticas econômicas. Assumindo que existem semelhanças metodológicas e epistemológicas entre os dois, o foco principal do artigo supracitado foi a abordagem sobre expectativas de cada um. Embora Keynes e Hayek compartilhem metodologias

similares, como a rejeição de abordagens puramente observacionais, divergem em como explicam a formação de crenças.

Hayek se baseia em uma teoria evolutiva da mente, com premissas psicológicas, enquanto Keynes adota o raciocínio probabilístico, onde a probabilidade é um conceito lógico. Para Hayek, as expectativas são formadas seguindo regras convencionais; para Keynes, essas expectativas são úteis apenas quando o conhecimento é limitado, e agentes, especialmente instituições públicas, devem evitar comportamentos convencionais para mitigar seus efeitos negativos. Essa diferença reflete as divergências fundamentais em suas teorias de expectativas e no papel das políticas públicas. Enquanto Hayek vê o mercado como o principal coordenador da economia, Keynes defende a intervenção pública para alcançar resultados como pleno emprego e distribuição equitativa de riqueza, objetivos que, segundo ele, o mercado sozinho não pode atingir.

Ambos acreditavam que a economia deve desenvolver métodos próprios, adaptados às características de seu objeto de estudo, e rejeitavam a ideia de uma metodologia científica universal e válida para todas as disciplinas. Hayek criticava a redução de fenômenos sociais e mentais a fenômenos físicos, central na abordagem positivista. Ele enfatizava que os eventos mentais não poderiam ser totalmente explicados por estímulos físicos e que as ciências sociais deveriam considerar as interpretações subjetivas das ações e crenças humanas. Sua abordagem era influenciada por sua teoria da mente, que ele descrevia como uma ordem distinta, embora relacionada ao mundo físico.

Keynes, por sua vez, rejeitava o empirismo ao abordar o raciocínio indutivo, que, segundo ele, dependia da lógica e da probabilidade, e não de leis materiais ou previsões empíricas. Ele argumentava que a validade de uma indução está na sua razoabilidade, mesmo que os eventos previstos não ocorram. Para Keynes, a economia era uma ciência moral que lida com introspecção e valores, e não com propriedades físicas mensuráveis.

Os dois criticavam a ênfase na quantificação excessiva em economia, argumentando que isso frequentemente resultava no estudo de aspectos irrelevantes dos fenômenos. Hayek apontava que modelos abstratos não deveriam ser convertidos

em fórmulas quantitativas, enquanto Keynes argumentava que números que não refletem as mudanças futuras tornam os modelos inúteis.

Também destacavam que a economia lida com crenças e disposições humanas, e não com fatos objetivos. Hayek afirmava que fenômenos sociais, como o dinheiro, dependem de significados atribuídos pelas pessoas. De forma semelhante, Keynes enfatizava que mudanças no valor do dinheiro dependem de opiniões e expectativas, mais do que de causas materiais. Ambos também concordavam que, ao analisar fenômenos econômicos, é essencial considerar os significados e motivações atribuídos pelos indivíduos, indo além da simples observação de fatos. Enquanto Hayek usava sua própria mente como ponto de partida para compreender os outros, Keynes rejeitava a analogia entre comportamento econômico e movimento mecânico, destacando a complexidade psicológica, as expectativas e as incertezas que caracterizam a economia.

Sobre as premissas psicológicas, Hayek baseou sua visão econômica em seus estudos de psicologia cognitiva e teoria evolutiva. Ele acreditava que as crenças e ações humanas emergem de um sistema de regras abstratas moldadas pela evolução cultural e pela experiência passada, em vez de serem fruto de raciocínio deliberado. Esse sistema, segundo Hayek, é compartilhado entre os indivíduos devido a estruturas mentais semelhantes, permitindo interpretar e prever ações alheias. Essas regras não são produtos de um design racional, mas surgem da tradição e de práticas habituais acumuladas por gerações, guiando a coordenação social e econômica de forma empírica.

Para Hayek, todo conhecimento sobre o mundo consiste em teorias em constante evolução, influenciadas pela experiência, e o progresso ocorre por meio da adaptação gradual e conformidade voluntária às normas sociais. Já Keynes adotou uma abordagem lógica para o raciocínio econômico, destacando os princípios racionais que fundamentam o pensamento, como apresentado em *A Treatise on Probability*. Embora reconhecesse as influências psicológicas sobre as crenças individuais, ele distinguiu entre as fontes subjetivas das crenças (como hábitos, convenções sociais e emoções) e a validade lógica dessas crenças.

Para Keynes, as crenças racionais são fundamentadas em lógica, não apenas moldadas pela experiência ou processos evolutivos. Ele focou na análise de

mudanças rápidas e singulares no comportamento, como pânico no mercado financeiro, diferentemente da ênfase de Hayek em processos lentos e adaptativos. Keynes também rejeitou a ideia de que os hábitos evolutivos conduzem, necessariamente, a ações racionais, sublinhando a importância da razoabilidade na tomada de decisões econômicas.

Hayek criticou a análise de equilíbrio econômico por não investigar como o conhecimento individual é adquirido e compartilhado. Ele sugere que ações coordenadas em sociedade requerem regras abstratas de conduta, transmitidas pela tradição e evoluídas ao longo do tempo. Essas regras, apesar de não serem plenamente conscientes para os indivíduos, ajudam na adaptação às circunstâncias e na coordenação de planos, promovendo conformidade e cooperação. Enfatiza a influência dos costumes e das instituições públicas em reforçar hábitos adquiridos, mas reconhece que essas regras mudam lentamente conforme são adaptadas às características do ambiente. Para ele, a crença de que eventos seguem regras está conectada à percepção psicológica de que regras devem ser seguidas.

Keynes também reconhece o papel das convenções nas expectativas e ações econômicas, mas as considera ferramentas artificiais usadas para lidar com incertezas. Ele distingue entre expectativas razoáveis, baseadas em conhecimento limitado e probabilidades lógicas, e expectativas convencionais, formadas por hábitos e opiniões de mercado. Keynes vê as convenções como necessárias apenas em casos de ignorância total e critica sua influência negativa, como instabilidade financeira. Ele defende o uso de julgamento autônomo baseado em conhecimento real, enfatizando a importância de avaliar casos específicos em vez de seguir cegamente tradições ou convenções. Para o economista, tanto indivíduos quanto instituições públicas devem se afastar de convenções prejudiciais para evitar consequências sociais negativas.

Carabelli & De Vecchi (2010) refutam quatro posições que são amplamente defendidas na literatura. A primeira refutação é à ideia de que as expectativas de Keynes não têm uma relação sistemática com a realidade econômica, sendo autossuficientes e desvinculadas da realidade subjacente. Os autores argumentam que, ao contrário, as expectativas de Keynes envolvem um conhecimento parcial e objetivo, que está relacionado às circunstâncias cognitivas dos agentes, e que a

formação dessas expectativas é, sim, racional. A segunda refutação é à ideia de que a teoria de Hayek sobre o mercado seria mais abrangente, explicando tanto a coordenação quanto os fracassos do mercado, enquanto a teoria de Keynes só lidaria com os fracassos. Os autores defendem que a teoria de Keynes é igualmente geral, pois ela não só aborda a estabilidade com desemprego, mas também busca explicar como sair dessa estabilidade e alcançar uma nova condição de equilíbrio, com pleno emprego.

A terceira refutação diz respeito à crítica de que Keynes não teria fundamentado sua política econômica em uma teoria econômica sólida. O artigo argumenta que Keynes baseou a sua política discricionária em sua teoria das expectativas e no conceito de julgamento razoável. Para Keynes, as instituições públicas deveriam intervir na economia, já que possuíam um conhecimento razoável, embora parcial, sobre a realidade econômica. Em contrapartida, Hayek defendia que as intervenções públicas deveriam ser limitadas, já que o conhecimento estatal seria incompleto.

Acompanhando Butos & Koppl (1995), o artigo aborda a epistemologia de Keynes enfatizando seu racionalismo e como ele conecta suas ideias sobre expectativas econômicas à teoria da probabilidade. No caso, Keynes adota a definição tradicional de conhecimento como "crença verdadeira justificada" e distingue dois tipos de conhecimento: direto, derivado da experiência, entendimento e percepção, e indireto, adquirido por meio de argumentos baseados em conhecimentos prévios. Ele defende que a intuição desempenha um papel crucial na transformação da experiência em conhecimento, diferentemente do racionalismo cartesiano mais rígido.

Keynes argumenta que o conhecimento pode ser expandido progressivamente através de proposições justificadas, mesmo quando os princípios lógicos que guiam esse processo são intangíveis. Essa abordagem combina elementos de empirismo e raciocínio a priori, destacando a importância da incerteza e da intuição. Críticos como Hayek reconhecem seu racionalismo, embora critiquem sua associação ao "racionalismo construtivista", enquanto Keynes rejeitava tradições e regras externas como irracionais.

Nas reflexões de Keynes em *"My Early Beliefs"*, ele descreve como sua epistemologia influenciou a vida acadêmica e social em Cambridge, levando a debates sobre a natureza do conhecimento e do bem, muitas vezes resolvidos pela autoridade

ou convicção dos interlocutores. Para ele, o conhecimento e o julgamento eram obtidos individualmente, sem a necessidade de se conformar a opiniões gerais, reforçando sua rejeição a normas impostas externamente.

Enquanto Keynes adota abordagem racionalista, argumentando que há pouca correspondência entre expectativas e eventos econômicos, Hayek rejeita o racionalismo e propõe uma epistemologia evolucionária. Para Hayek, o conhecimento não é uma crença verdadeira justificada, mas sim um conjunto de regras práticas, moldadas por um processo de seleção evolutiva que incorpora informações além do que os indivíduos conseguem perceber. Considera o conhecimento mais como um hábito do que uma crença, argumentando que ele emerge de regras de conduta, muitas vezes inconscientes, que evoluíram biologicamente e socialmente. Esse entendimento fundamenta sua visão de que a ordem social não é fruto do design racional, mas do seguimento de regras que sustentam práticas coletivas. Ele argumenta ainda que a cognição é governada por regras e que o cérebro humano, ao classificar estímulos, cria interpretações da realidade baseadas em categorias pré-existentes que podem ser alteradas pela experiência.

Diferentemente de Keynes, que enfatiza a incerteza fundamental e a irracionalidade das expectativas humanas, Hayek acredita que a evolução social e os processos de seleção geram expectativas econômicas coerentes. Sua teoria de que o conhecimento é inerentemente falível e revisável reflete sua visão de que o ambiente cognitivo humano permite a criatividade e o aprendizado contínuo. Assim, enquanto Keynes foca na imprevisibilidade e na irracionalidade dos agentes econômicos, Hayek coloca maior ênfase na ordem emergente das práticas sociais e no papel das regras evolutivas na formação do comportamento econômico.

O artigo também aborda a visão de Keynes sobre a subjetividade das expectativas econômicas destacando as diferenças entre expectativas de curto e longo prazo. As expectativas de curto prazo estão mais ligadas aos valores realizados, sendo ajustadas por *feedbacks* constantes que as mantêm próximas à realidade. Já as expectativas de longo prazo, fundamentais para decisões como investimentos em capital, carecem de fundamentos racionais sólidos, já que não podem ser verificadas ou ajustadas rapidamente.

Keynes argumenta que os empresários não podem prever racionalmente os retornos futuros devido à incerteza inerente ao futuro. Para isso, identifica cinco condições que inviabilizam o uso do cálculo probabilístico para decisões de longo prazo: 1) problema de mensurabilidade, sendo que probabilidades relacionadas a eventos futuros distantes não são mensuráveis; 2) princípio da indiferença não é aplicável ao mundo social e econômico, pois os eventos futuros não podem ser reduzidos a alternativas indivisíveis; 3) uniformidade atômica, considerando que, no mundo social, causas interagem de forma orgânica e não aditiva, inviabilizando a simplificação das interações; 4) variedade independente limitada, visto que a complexidade dos sistemas sociais supera a possibilidade de indução confiável e 5) peso dos argumentos, onde julgamentos probabilísticos baseados em evidências insuficientes tem baixa confiabilidade.

Como consequência, as decisões empresariais não podem ser baseadas em previsões racionais e precisas. Em vez disso, Keynes propõe que os agentes econômicos se guiem por "espíritos animais", uma combinação de instinto e confiança que impulsiona a ação apesar da incerteza. Em tempos passados, antes da predominância do mercado de ações, esse comportamento era menos problemático, pois empresários viam seus empreendimentos como modos de vida, e não apenas como investimentos financeiros.

Hayek, por sua vez, propôs ideias sobre conhecimento e evolução das regras de conduta que sugerem uma teoria de expectativas, embora ele nunca tenha desenvolvido isso de forma explícita. Quatro características principais de uma teoria de expectativas "hayekiana" são destacadas: 1) falibilidade do conhecimento, assumindo que todo conhecimento é interpretativo e incerto e expectativas são formadas em um contexto de ignorância; 2) estruturas mentais, em que as expectativas derivam de sistemas classificatórios do cérebro, que organizam e interpretam informações; 3) mecanismo de adaptação, sendo que esses sistemas evoluem com base em um critério de "adequação", ajustando-se ao ambiente e 4) endogeneidade, assumindo que conhecimento e expectativas são moldados pelo ambiente biológico e social.

A endogeneidade é especialmente importante. Hayek argumenta que as expectativas econômicas surgem dos hábitos de ação, que, por sua vez, são produtos

do ambiente social e econômico. Esses hábitos se adaptam continuamente e o processo competitivo do mercado filtra comportamentos ineficientes por meio do lucro e prejuízo. Assim, métodos mais eficazes sobrevivem, mesmo que os indivíduos não compreendam totalmente por que funcionam. Também há associação entre a competição e a criação de racionalidade, visto sua defesa de que práticas comerciais bem-sucedidas evoluem no mercado, muitas vezes incorporando uma sabedoria maior do que o cálculo racional individual. Esse processo é análogo à evolução de tradições e costumes na sociedade, que moldam a ordem social espontaneamente.

Comparando Hayek a Keynes, os dois diferem radicalmente em suas visões filosóficas sobre conhecimento. Keynes via o conhecimento como "crença verdadeira justificada" e considerava as expectativas como exógenas e voláteis, frequentemente levando à descoordenação do mercado devido aos "espíritos animais". Já Hayek via o conhecimento como uma "propensão para agir", enfatizando seu papel endógeno e coordenador no mercado. Keynes acreditava que a liquidez dos ativos tornava a desordem inevitável nos mercados. Em contrapartida, Hayek atribuía a ordem social e de mercado aos processos evolutivos competitivos, refletindo uma visão mais otimista sobre a capacidade de coordenação do mercado.

Em síntese, Tanto Keynes quanto Hayek adotam posições subjetivistas, mas suas visões diferem devido às suas filosofias subjacentes. Keynes era um "construtivista" influenciado pelo cartesianismo, acreditando que o conhecimento é uma "crença verdadeira justificada". Para ele, as expectativas são estados de crença que não podem ser formulados por cálculo racional dada a incerteza do futuro. Isso leva a decisões frequentemente impulsionadas por "espíritos animais", resultando em flutuações econômicas e, por vezes, em equilíbrios estáveis, mas abaixo do pleno emprego. A intervenção governamental, nesse contexto, é necessária para corrigir desequilíbrios, já que o futuro incerto impede que os mecanismos endógenos do mercado resolvam essas falhas.

Por outro lado, Hayek rejeita o cartesianismo e suas distinções entre expectativas "racionais" e "não racionais". Ele vê as expectativas como incorporadas em hábitos, práticas e normas que evoluem biologicamente e socialmente. Para ele, a incerteza do futuro não implica necessariamente descoordenação, pois os processos evolutivos e de seleção no mercado tendem a eliminar expectativas

inadequadas, favorecendo a coordenação. Ele conecta expectativas ao processo de mercado, argumentando que o contexto institucional, como a competição e regras estáveis, determina o grau de coordenação entre expectativas e realizações.

Essas diferenças entre os dois pensadores revelam dificuldades em integrar suas ideias econômicas. Embora ambos sejam subjetivistas, suas abordagens distintas sobre expectativas e mercado refletem as divergências em suas filosofias epistemológicas. Em especial, há um campo ainda a ser explorado sobre a conexão entre a teoria cognitiva de Hayek e sua visão de mercado.

6. CONCLUSÃO

A análise das teorias da recessão sob as óticas keynesiana e austríaca revela não apenas as divergências entre as escolas de pensamento, mas também as semelhanças nas formas como explicam os desequilíbrios que geram crises econômicas. Enquanto na tradição clássica a recessão é um fenômeno resultante de falhas no mercado, facilmente corrigido por forças autossustentáveis quando as distorções externas, como intervenções governamentais, são removidas, em Keynes a recessão é consequência de uma demanda efetiva insuficiente que só pode ser corrigida por meio de políticas fiscais e monetárias ativas. Na perspectiva austríaca, aqui representada por Hayek, a expansão do crédito distorce os sinais do mercado, levando a investimentos insustentáveis que culminam em crises. Apesar das diferentes explicações, todos os autores reconhecem que o desequilíbrio entre poupança e investimento, seja por falhas de coordenação ou por intervenção externa, é fator determinante nas crises econômicas, em conformidade com a teoria de Wicksell. Além das diferenças nas explicações das causas das recessões, a análise sobre as expectativas econômicas, abordada na seção 4, mostra um ponto a importância das expectativas dos agentes econômicos para o funcionamento dos mercados. Tanto Keynes quanto Hayek, embora com abordagens diferentes, reconhecem que as expectativas influenciam diretamente os ciclos econômicos. Keynes, ao abordar a incerteza e a preferência pela liquidez, destaca como os erros de previsão e o comportamento especulativo podem agravar ou prolongar as crises. Já Hayek, com sua ênfase na teoria da coordenação intertemporal, argumenta que a

desarticulação nas expectativas entre os agentes, causada pela manipulação da taxa de juros, leva a um desajuste na estrutura de produção e, eventualmente, à recessão.

Enquanto as explicações sobre as causas das recessões podem variar entre as escolas, os modelos reconhecem o papel das expectativas no processo econômico. A compreensão das flutuações econômicas e das crises exige, assim, não apenas a análise dos fatores reais de produção e consumo, mas também das percepções e previsões dos agentes econômicos, que, em última instância, pode determinar o sucesso ou fracasso das políticas adotadas.

Ademais, o confronto e a busca por conciliação e similaridades entre escolas de pensamento divergentes pode contribuir para o desenvolvimento das suas respectivas visões e para a ciência econômica como um todo, além de abrir espaço para pesquisas futuras que explorem como essas interações podem ser aplicadas a desafios econômicos contemporâneos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Butos, W. N., & Koppl, R. (1995). **The Varieties of Subjectivism: Keynes and Hayek on Expectations.** History of Political Economy.

Carabelli, A., & Vecchi, N. D. (2010). **Hayek and Keynes: From a common critique of economic method to different theories of expectations.** Review of Political Economy.

Carvalho, F. J. C.; Souza F.E;P; Sicsú, J.; Paula, L.F.; Studart,R. 2015. **Economia Monetária e Financeira – Teoria e Política.** Rio de Janeiro: Elsevier.

Dillard, D. (1948). **The Economics of John Maynard Keynes: The Theory of a Monetary Economy.**

Fuchs, A. M. S.; França, M. N.; Pinheiro, M. S. F. **Guia Para a Normalização de Publicações Técnico-Científicas.** Uberlândia: EDUFU, 2013

Goodspeed, T. B. (2012). **Rethinking The Keynesian Revolution.** Oxford University Press.

Harte-Bunting, R. (2012). **The Mises-Hayek Business Cycle Theory.** Procesos de Mercado: Revista Europea de Economia Política.

Hayek, F. A. v., (2008). **Prices and Production and Other Works.** Auburn:Alabama: The Ludwig von Mises Institute.

Keynes, J. M., (1936). **The General Theory of Employment, Interest and Money.** London: Macmilan.

Patruti, A. (2023). **Keynes and Hayek: Some Common Elements in Business Cycle Theory.** Brazilian Journal of Political Economy, vol. 43.