

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA E  
DESENVOLVIMENTO

Gabriel Bonora Huppés

**A FINANÇA EM JOHN K. GALBRAITH:**  
ESTUDO SOBRE O PROBLEMA DO DINHEIRO E DAS CRISES  
FINANCEIRAS

Santa Maria, RS  
2024

Gabriel Bonora Huppes

**A FINANÇA EM JOHN K. GALBRAITH:  
ESTUDO SOBRE O PROBLEMA DO DINHEIRO E DAS CRISES FINANCEIRAS**

Trabalho de Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia e Desenvolvimento (PPGE&D), da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS), como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia e Desenvolvimento.

Orientador: Prof. Dr. Orlando Martinelli Júnior  
Coorientador: Prof. Dr. Júlio Eduardo Rohenkohl

Santa Maria, RS

2024

This study was financed in part by the Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Finance Code 001

Huppés, Gabriel Bonora  
A finança em John K. Galbraith: estudo sobre o  
problema do dinheiro e das crises financeiras / Gabriel  
Bonora Huppés.- 2024.  
138 p.; 30 cm

Orientador: Orlando Martinelli Jr.  
Coorientador: Júlio Eduardo Rohenkohl  
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa  
Maria, Centro de Ciências Sociais e Humanas, Programa de  
Pós-Graduação em Economia e Desenvolvimento, RS, 2024

1. Galbraith 2. Finança 3. Dinheiro 4. Crises 5.  
História I. Martinelli Jr., Orlando II. Rohenkohl, Júlio  
Eduardo III. Título.

Sistema de geração automática de ficha catalográfica da UFSM. Dados fornecidos pelo autor(a). Sob supervisão da Direção da Divisão de Processos Técnicos da Biblioteca Central. Bibliotecária responsável Paula Schoenfeldt Fatta CRB 10/1728.

Declaro, GABRIEL BONORA HUPPÉS, para os devidos fins e sob as penas da lei, que a pesquisa constante neste trabalho de conclusão de curso (Dissertação) foi por mim elaborada e que as informações necessárias objeto de consulta em literatura e outras fontes estão devidamente referenciadas. Declaro, ainda, que este trabalho ou parte dele não foi apresentado anteriormente para obtenção de qualquer outro grau acadêmico, estando ciente de que a inveracidade da presente declaração poderá resultar na anulação da titulação pela Universidade, entre outras consequências legais.

**Gabriel Bonora Huppes**

**A FINANÇA EM JOHN K. GALBRAITH:  
ESTUDO SOBRE O PROBLEMA DO DINHEIRO E DAS CRISES FINANCEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia e Desenvolvimento (PPGE&D), da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS), como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia e Desenvolvimento.

Aprovada em 16 de maio de 2024

---

Orlando Martinelli Júnior, Dr. (UFSM)  
(Presidente/Orientador)

---

Solange Regina Marin, Dra. (UFSC)

---

Paulo Sérgio Fracalanza, Dr. (UNICAMP)

---

Adriano José Pereira, Dr. (UFSM)  
(Suplente)

Santa Maria, RS

2024

## RESUMO

### A FINANÇA EM JOHN K. GALBRAITH: ESTUDO SOBRE O PROBLEMA DO DINHEIRO E DAS CRISES FINANCEIRAS

AUTOR: Gabriel Bonora Huppes  
ORIENTADOR: Orlando Martinelli Júnior  
COORIENTADOR: Júlio Eduardo Rohenkohl

A presente investigação é um esforço de compreensão do problema da finança em John K. Galbraith, em específico das temáticas do dinheiro e das crises financeiras. Quanto à primeira temática, subdivide-se em três pontos: (i.) a noção de dinheiro, (ii.) a relação entre a moeda e os preços das mercadorias e (iii.) a questão da não-neutralidade do dinheiro. Quanto à segunda temática, subdivide-se também em três pontos: (i.) a psicologia dos agentes financeiros, (ii.) o ciclo financeiro de negócios e (iii.) as causas das crises financeiras. Tem-se por objetivo fundamental do presente trabalho a exploração da visão histórica de Galbraith nas temáticas sublinhadas e apreciação das principais noções teóricas subjacentes em sua obra acerca do problema. Tal esforço se justifica, sobretudo, pela relativa inexploração do problema pela pesquisa bibliográfica. Os presentes esforços podem ser enquadrados nas modalidades de pesquisa pura e bibliográfica, com algum tangenciamento de pesquisa histórica. Por método de investigação, podem ser assinaladas cinco etapas: (i.) contato exploratório com o problema e mapeamento das obras, (ii.) exame exploratório da bibliografia secundária e mapeamento da pesquisa bibliográfica, (iii.) coleta e reunião das principais citações presentes na obra de Galbraith, (iv.) identificação das principais noções teóricas e análise conceitual e, por fim, (v.) síntese completa do material reunido. Como resultados da investigação, pode-se sublinhar: (i.) a noção de dinheiro em Galbraith enquanto uma convenção instituída pela autoridade monetária em comunhão com a comunidade de pagamentos em ordem à conveniência econômica e assentada em matéria escassa; (ii.) a moeda enquanto causa remota e condicionada das variações no preço das mercadorias, mediada pela pressão efetiva do consumo e em dependência da satisfação das condições de preferência por liquidez imperfeita e utilização dos fatores de produção aproximadamente plena; (iii.) a moeda enquanto não-neutra univocamente em seus efeitos; (iv.) o ciclo financeiro de negócios aparecendo em duas grandes fases, uma ascendente e a outra descendente; (v.) a especulação da fase ascendente enquanto causa próxima das crises financeiras na fase descendente, condicionada pela universalidade de sua prática e pelo grau de vínculo com o endividamento dos agentes; (vi.) a profunda deficiência da psicologia e do obrar humano enquanto causa remota e incondicionada das crises.

**Palavras-chave:** Galbraith. Finança. Dinheiro. Crises.

## **ABSTRACT**

### **FINANCE IN JOHN K. GALBRAITH: STUDY ON THE PROBLEM OF MONEY AND FINANCIAL CRISES**

AUTHOR: Gabriel Bonora Huppés  
ADVISOR: Orlando Martinelli Júnior  
CO-ADVISOR: Júlio Eduardo Rohenkohl

The present investigation is an effort to understand the problem of finance in John K. Galbraith, specifically on the themes of money and financial crises. As for the first theme, it is subdivided into three points: (i.) the notion of money, (ii.) the relationship between currency and the prices of goods and (iii.) the issue of the non-neutrality of money. As for the second theme, it is also subdivided into three points: (i.) the psychology of financial agents, (ii.) the financial business cycle and (iii.) the causes of financial crises. The fundamental objective of this work is to explore Galbraith's historical vision in the highlighted themes and to appreciate the main theoretical notions underlying his work on the problem. Such an effort is justified, above all, by the relative lack of exploration of the problem through bibliographical research. The present efforts can be framed in the modalities of pure and bibliographical research, with some connection to historical research. By investigation method, five stages can be identified: (i.) exploratory contact with the problem and mapping of his works on the problem, (ii.) exploratory examination of secondary bibliography and mapping of bibliographic research, (iii.) collection and gathering of the main citations present in Galbraith's work, (iv.) identification of the main theoretical notions and conceptual analysis and, finally, (v.) complete synthesis of the material gathered. As results of the investigation, it can be highlighted: (i.) the notion of money in Galbraith as a convention instituted by the monetary authority in communion with the community of payment in order to achieve economic convenience and based on scarce material; (ii.) money as a remote and conditioned cause of variations in the price of goods, mediated by the effective pressure of consumption and depending on the satisfaction of the conditions of imperfect liquidity preference and approximately full use of production factors; (iii.) money as univocally non-neutral in its effects; (iv.) the business financial cycle appearing in two major phases, one ascending and the other descending; (v.) speculation in the ascending phase as a proximate cause of financial crises in the descending phase, conditioned by the universality of its practice and the degree of link with the agents' indebtedness; (vi.) the profound deficiency of psychology and human work as a remote and unconditional cause of crises.

**Keywords:** Galbraith. Finance. Money. Crises.

## SUMÁRIO

|  |     |
|--|-----|
| <b>1. INTRODUÇÃO</b> .....   | 8   |
| 1.1. TEMA E PROBLEMA .....   | 8   |
| 1.2. OBJETIVOS .....   | 13  |
| <b>1.2.1. Objetivo Geral</b> .....                                       | 13  |
| <b>1.2.2. Objetivos Específicos</b> .....                                | 13  |
| 1.3. JUSTIFICATIVA .....   | 13  |
| 1.4. REFERENCIAL TEÓRICO .....   | 15  |
| 1.5. METODOLOGIA.....  | 15  |
| <b>2. ELEMENTOS PARA UMA HISTÓRIA DO PENSAMENTO FINANCEIRO</b> .....     | 17  |
| 2.1. O PROBLEMA DO DINHEIRO .....  | 17  |
| 2.2. O PROBLEMA DAS CRISES .....   | 42  |
| <b>3. INVESTIGAÇÃO SOBRE O PROBLEMA DA FINANÇA EM GALBRAITH</b> .....    | 58  |
| 3.1. O DINHEIRO EM GALBRAITH .....                                       | 58  |
| <b>3.1.1. A noção de dinheiro</b> .....                                  | 58  |
| <b>3.1.2. A relação entre o dinheiro e o preço das mercadorias</b> ..... | 68  |
| <b>3.1.3. O problema da não-neutralidade do dinheiro</b> .....           | 80  |
| 3.2. GALBRAITH E O PROBLEMA DAS CRISES FINANCEIRAS .....                 | 87  |
| <b>3.2.1. A psicologia dos agentes financeiros</b> .....                 | 87  |
| <b>3.2.2. O ciclo financeiro de negócios</b> .....                       | 108 |
| <b>3.2.3. O problema das causas das crises financeiras</b> .....         | 125 |
| <b>4. CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....                                     | 131 |
| <b>REFERÊNCIAS</b> .....   | 135 |

## 1. INTRODUÇÃO

### 1.1. TEMA E PROBLEMA

A obra de John Kenneth Galbraith foi objeto de considerável controvérsia nas ciências econômicas ao longo do século XX; em certa medida, permanece sendo-o até os dias de hoje. Com efeito, o economista canadense pode ser contado entre as figuras menos convencionais de seu tempo. Embora tenha passado por universidades como Harvard e Princeton, traçando os protocolos ordinários de uma carreira acadêmica, lecionando classes e publicando em revistas, destacou-se, sobretudo, por seus escritos não-acadêmicos e por seu trabalho de divulgação científica.<sup>1</sup> Publicou diversas obras orientadas ao público geral e, através delas, acumulou uma lista de contendedores – dentre os quais se pode mencionar economistas de renome, tais como Milton Friedman, Thomas Sowell, Paul Krugman e Robert Solow. A crítica parece centrar-se em torno de seu método ou, segundo seus detratores, de sua “falta de método”; segundo tal opinião, a obra de Galbraith careceria de evidências empíricas, de objetividade, de “cientificidade” e, em suma, de “rigor formal” ou de “rigor acadêmico”. Assim, segundo seus opositores, Galbraith seria antes um mero vulgarizador científico, um “crítico cultural” ou, ainda, uma simples “personalidade de mídia” e não um verdadeiro homem de ciência.<sup>2</sup> Com efeito, percebe-se em Galbraith um estilo consideravelmente alheio aos cânones convencionais do ideal positivista; sua prosa certamente não pode ser enquadrada dentro dos preceitos vigentes de “escrita científica”, seus argumentos não são corroborados por nenhum tipo de equação, modelo ou gráficos e, ademais, o próprio autor não pode ser acusado injustamente de escorregar de quando em quando em um humor satírico e mordaz que contrasta vigorosamente com as formas exteriores em que o paradigma da neutralidade habitualmente se reveste. Tais opiniões, entretanto, não são compartilhadas pela totalidade dos economistas, nem mesmo parecem ser pela universalidade dos membros da “ortodoxia” econômica<sup>3</sup>. Dunn (2010), por exemplo, oferece argumentos convincentes de que se hoje algumas das teses de Galbraith nos parecem de algum modo triviais, é porque já foram profundamente incorporados pela

---

<sup>1</sup> Para mais detalhes sobre a vida de Galbraith, consultar PARKER (2015).

<sup>2</sup> Para mais detalhes sobre algumas das polêmicas de Galbraith, ver DUNN (2010).

<sup>3</sup> Paul Samuelson, por exemplo, traça elogios consideráveis à obra e ao estilo de Galbraith. Ver STANFIELD (1996) e DUNN (2010).

análise econômica de diversas abordagens – inclusive, sob certo aspecto, do próprio paradigma convencional<sup>4</sup>. Outras delas, pode-se acrescentar, foram de tal modo assimiladas pelo público geral que já fazem parte do senso comum – tal como parece ser o caso de suas notas sobre o consumismo das sociedades modernas, a obsolescência programada dos produtos industriais ou, ainda, acerca do poder de mercado das grandes corporações.

Com efeito, há em Galbraith uma proposta de ruptura com aquilo que em sua obra aparece sob o nome de *sabedoria convencional*. Tal noção parece fazer referência ao conjunto de supostos, conceitos e métodos tidos por soberana e univocamente aceitáveis pela classe acadêmica em determinado momento histórico – ou, poder-se-ia dizer, ao sistema de crenças e valores do acadêmico médio ou “representativo” de determinada época. Segundo Dunn (2010, p. 65), o conceito galbraithiano encontra alguma equivalência com a noção de “paradigma científico”, tal qual formulada em sua versão clássica por Thomas Kuhn. Nos tempos de Galbraith, a sabedoria convencional se cristalizara em torno do paradigma neoclássico, o qual veio a constituir-se como a “ortodoxia econômica”, a “opinião correta” dos homens de ciência em matéria de economia. Não obstante, há no autor canadense a percepção de uma dissonância entre os cânones convencionais da economia e a própria realidade econômica vivenciada pelos agentes ou, ainda, uma espécie de lacuna explicativa entre ambas (DUNN, 2010), o que o move a rejeitar por completo o paradigma neoclássico, não apenas em suas principais conclusões – o que poderia ser indicativo de um simples capricho ou veleidade ideológica –, senão que em toda a sua fundamentação epistêmica.

Um primeiro ponto de objeção de Galbraith reside na intenção neoclássica de alçar-se univocamente ao plano da universalidade e, para tal intento, lançar mão de formulações de tal modo abstraídas de toda e qualquer particularidade histórica e institucional que já não afirmam mais nada sobre a vida econômica real dos homens (DUNN, 2010). Tal seria o caso, por exemplo, do *homo economicus* enquanto “tipo representativo” do agente econômico, segundo o qual se descreve um indivíduo perfeitamente atomizado, sem história nem instituições, operando em forma de autômato orientado ao cálculo incessante de prazeres e dores e à consecução do

---

<sup>4</sup> Em seu livro *The Economics of John Kenneth Galbraith*, pululam as citações de trabalhos empíricos ou de opiniões de economistas neoclássicos de renome corroborando algumas das principais teses do autor canadense.

resultado econômico “ótimo”, computando custos e projetando receitas de modo ininterrupto e com manejo infalível, ciente de todo o necessário e sem nenhuma orientação prática para além da estrita satisfação de seu egoísmo fundamental. Em Galbraith, por outro lado, os agentes aparecem menos como uma abstração e mais como uma descrição histórica, imersos em um ambiente cuja complexidade os abarca e cujo futuro é radicalmente incerto, agindo de um modo bastante desajeitado, Tateando aqui e ali um resultado satisfatório, porém, sendo presas fáceis de movimentos passionais irracionais ou dos grandes arrebatamentos de delírio coletivo.<sup>5</sup>

Ainda, outro ponto fundamental da objeção de Galbraith, o qual decorre do primeiro, faz referência ao caráter estritamente estático da modelagem neoclássica, o qual acaba por dar às suas formulações um caráter extemporâneo diante de realidades radicalmente mutáveis, implicando, portanto, em uma inadequação histórica fundamental (DUNN, 2010)<sup>6</sup>. Tal seria o caso, por exemplo, da aplicação do suposto da *competição pura e perfeita* às configurações de mercado com estruturação fundamentalmente oligopolista ou, ademais, quanto à afirmação unívoca e estrita do teorema monetário quantitativista em um ambiente dominado por grandes corporações e sindicatos, cujo poder de mercado se fez de tal modo acentuado que traz em si um elemento próprio de dinâmica inflacionária.

Galbraith, devido à influência massiva de Keynes em seus escritos, é frequentemente associado à abordagem pós-keynesiana; outros, todavia, associam-no ao velho institucionalismo norte-americano, segundo o qual a influência de Veblen se faz sentir vigorosamente em matéria de método e de objeto, isto é, quanto às realidades que fazem parte da ciência econômica e quanto ao modo de aproximar-se delas. Sharpe (1973, p. 16), ao tratar dos princípios da Economia Institucional, atribui ao método das narrativas (“*storytelling*”) o fundamento da pesquisa econômica. Segundo o autor, em tal metodologia o pesquisador deve reunir as informações disponíveis sobre um determinado problema e, lançando mão delas, formular uma narrativa coerente sobre o objeto de estudo. Relatos, testemunhos, estórias, mitos, teorias, ideais e, quando disponíveis, dados ou estatísticas podem vir a constituir-se

---

<sup>5</sup> Cremos que Galbraith, em seu *A Short History of Financial Euphoria*, descreve a psicologia das convenções e dos afetos humanos com tal agudeza que poderia servir de estudo próprio.

<sup>6</sup> Trata-se aqui não de uma admissão de tempo puramente teórico ou abstrato no qual uma variável possa oscilar quantitativamente segundo uma dimensão lógica adicional, senão que de uma possibilidade efetiva de transformação, segundo a qual as realidades econômicas possam sofrer “mutações” em suas propriedades fundamentais, ganhando, com o passar do tempo histórico, um novo “teor” ou um novo modo de existência.

como instrumento de pesquisa ou meio material para a compreensão de uma determinada realidade.<sup>7</sup> Assim, poder-se-ia afirmar que o fundamento do problema reside na direção ou sentido epistemológico da pesquisa, o qual, segundo o que parece estar presente em Galbraith, deve ir da indução à dedução e não o contrário – ou, dito de outro modo, a formulação teórica estaria como consequente à pesquisa e não antecedente. É, com efeito, baseando-se nessa chave epistemológica que parece estar contida a obra de Galbraith. Tratar-se-ia, portanto, de uma obra com um pendor notavelmente empirista em contraste ou em resposta ao racionalismo da *sabedoria convencional* neoclássica.

Não obstante, parece haver ainda certa lacuna na pesquisa bibliográfica da obra de Galbraith. Embora algumas das principais teses do autor canadense tenham sido já consideravelmente exploradas ou assimiladas, seu trabalho em matéria de finança não parece ter sido apreciado com semelhante amplitude ou profundidade. Galbraith dedica espaço para o tema em dois de seus principais livros: um primeiro, *Money: Whence it Came, Where it Went*, onde o autor traça considerações bastante agudas acerca do dinheiro, sua noção, seus fundamentos, suas origens antropológicas ou sociológicas e o relato de alguns dos principais eventos históricos que ajudaram a delinear o seu desenvolvimento enquanto realidade concreta<sup>8</sup>; um segundo, *A Brief History of Financial Euphoria*, em que o problema das crises financeiras é abordado a partir da descrição dos principais episódios históricos de euforia e disrupção no mundo da finança e no qual se encontram tanto notas sobre os “denominadores comuns” das crises como também considerações de grande sutileza acerca da psicologia dos agentes financeiros. Segundo uma pesquisa exploratória preliminar, parecem existir basicamente dois trabalhos, Davidson e Dunn (2008) e Dunn (2010), em que o problema é abordado de modo explícito; ambos os trabalhos, malgrado feitos com notável competência, parecem ter por principal intento a exploração e síntese de alguns dos principais conceitos econômicos subjacentes à

---

<sup>7</sup> Cremos que os clássicos trabalhos de Max Weber e Werner Sombart acerca da formação do “espírito capitalista” servem de exemplo, possivelmente não desta metodologia enquanto tal, senão que tratando-se do modo em que um pesquisador pode vir a utilizar-se deste tipo de matéria ou instrumento em ordem a formulação de explicações profícuas para um determinado fato ou transformação histórica.

<sup>8</sup> O que, diga-se de passagem, parece-nos especialmente valioso em contraposição a algumas tendências metodológicas de antepor a precisão matemática à precisão conceitual, a exploração da funcionalidade de certo fenômeno dentro de tal ou qual circunstância em detrimento de sua noção constituinte ou, ainda, a conceptualização puramente nominal ou descrição dos acidentes não-próprios de uma realidade em contraposição à formulação de definições *strictu sensu* com as propriedades que dela decorrem.

obra de Galbraith e, poder-se-ia argumentar, tendo por fim certo esforço apologético quanto à relevância do autor.<sup>9</sup> Todavia, parece-nos haver alguma brecha para uma exploração ainda mais profunda sobre o problema da finança em Galbraith, tal como, a título de exemplo, levantando questões do tipo: (i.) Qual é *precisamente* a noção de dinheiro em Galbraith? (ii.) Como a institucionalidade e a funcionalidade do dinheiro se articulam em sua noção fundamental? (iii.) Quais são as formas em que o dinheiro veio a revestir-se historicamente, sua origem e modos de introdução no sistema, tais quais rastreadas pelo autor? (iv.) Como a questão da relação entre moeda e preços se arma em Galbraith? (v.) De que modo aparece, na obra do autor canadense, a disputa sobre a neutralidade do dinheiro e como essa se articula com o problema das crises? (vi.) Como surgem as crises financeiras e de que modo se articulam com a psicologia dos agentes? Tais são algumas das dificuldades aparentemente inexploradas pela pesquisa bibliográfica na obra do economista canadense, as quais, por conveniência, chamaremos de *problema da finança* em Galbraith.

Deste modo, delineia-se como intenção geral do presente trabalho a exploração e apreciação do *problema da finança* em Galbraith, tendo por problemas específicos as dificuldades acima assinaladas. Pretende-se dividir a presente exploração em dois estudos relativamente autônomos: um primeiro, referente à seção 3.1., abordando de modo mais preciso as cinco primeiras questões levantadas e, ainda, um segundo, referente à seção 3.2., tendo por objeto os últimos três problemas. Como o problema geral da pesquisa é a finança em Galbraith, as questões abordadas em um estudo encontrarão certa ressonância no outro e vice-versa, incorrendo em certa intercomunicação, o que, por sua vez, virá a servir de princípio de unidade para o presente trabalho e de justificação para a reunião dos dois estudos em uma só dissertação. Ademais, trataremos de realizar uma breve reconstituição histórica do pensamento econômico acerca dos problemas do dinheiro e das crises financeiras, referente ao capítulo 2, a modo de Revisão de Bibliografia, tencionando uma ampliação do arcabouço conceitual e analítico do presente trabalho para, então, trabalhar o problema da finança em Galbraith; dada a sua extensão, optamos por alocá-la em um capítulo único, separado desta Introdução.

---

<sup>9</sup> Ademais, a obra de Galbraith acerca das crises parece ser frequentemente citada em trabalhos de autores pós-keynesianos em recomposições históricas sobre tal ou qual grande crise ou evento financeiro, servindo como um certo ponto de referência na bibliografia histórica.

## 1.2. OBJETIVOS

### 1.2.1. Objetivo Geral

Explorar a visão histórica de Galbraith acerca do *problema da finança*, as principais noções econômicas subjacentes à abordagem, bem como o modo em que as principais realidades financeiras se manifestaram e se desenvolveram historicamente segundo a descrição do economista canadense.

### 1.2.2. Objetivos Específicos

i. Realizar uma breve reconstituição histórica dos problemas do dinheiro e das crises financeiras, tal como presente na história do pensamento econômico, em ordem à ampliação do arcabouço conceitual e analítico do presente trabalho;

ii. Apreciar os principais elementos teóricos acerca da moeda presentes na abordagem histórica de Galbraith, bem como a sua relação com a funcionalidade e com a institucionalidade do dinheiro;

iii. Identificar o modo em que o problema da relação entre dinheiro e preços está presente no autor canadense e como a questão da neutralidade da moeda é abordada pelo autor;

iv. Compreender o fenômeno das crises financeiras tal como descritas por Galbraith em sua abordagem histórica – sobretudo em seus elementos permanentes ou perenes –, bem como os principais elementos teóricos presentes ou subjacentes a sua descrição acerca do surgimento das crises, seu desenvolvimento e causas fundamentais.

## 1.3. JUSTIFICATIVA

O problema do presente trabalho pode encontrar justificativa por várias vias. Uma primeira, fazendo referência à própria obra do autor, cuja importância ao longo do século XX pode ser tida por notável – seja por seu trabalho como homem de ciência, divulgador ou, ainda, como homem de Estado e “*policymaker*” – e que, todavia, encontra certa lacuna pouco ou não suficientemente explorada pela pesquisa

bibliográfica. Quanto às obras que servirão de matéria para a presente investigação, pode-se afirmar que são dignas de atenção (i.) pela extensão de abrangência em que o tema da finança é posto em consideração, a qual possibilita uma visão de conjunto da história do problema – coisa que, diga-se de passagem, tende a ser inacessível aos trabalhos aplicados que têm por objeto delimitações estreitas ou demasiado específicas –, (ii.) pela riqueza das descrições históricas, tratando da finança não como um ente de razão etéreo e sim como realidade concreta, cuja expressividade parece dar a tais descrições um caráter de “espécime” ou de “arquétipo” dos grandes problemas da finança e de seus principais conceitos e, por fim, (iii.) pela agudeza de muitas considerações próprias ao realismo cínico de Galbraith, as quais, quase por tautologia, escapam por completo dos trabalhos referenciados em um plano paradigmático de neutralidade positivista. Ademais, conquanto não seja o objeto específico do presente trabalho, cremos que o próprio método histórico do autor canadense é digno de atenção, o qual, assim parece, põe em relevo certas realidades que escapam quase por completo de um raciocínio puramente hipotético-dedutivista ou de um critério estritamente métrico-quantitativo e que, por tal razão, contrasta positivamente com os cânones convencionais da pesquisa econômica.

Quanto aos problemas específicos de cada um dos estudos, cremos que o primeiro deles se justifica por tratar-se de um tema perene, tanto entre os homens de pensamento quanto de ação; presente desde o mundo Antigo – como, por exemplo, nas primeiras especulações de Aristóteles sobre a economia, nos versos de Virgílio (tratando-se da “*auri sacra fames*”), nos moralistas ou nos textos dos ascetas e homens de religião de modo geral –, presente também no Medievo – nas interessantíssimas especulações sobre a metafísica do dinheiro ou sobre a questão da usura – e, por fim, estendendo-se até a modernidade – como, por exemplo, no clássico debate entre a *Currency* e a *Banking School*, nas controvérsias entre metalistas e papelistas, acerca da neutralidade do dinheiro e, contemporaneamente, sobre as novas formas de moeda (cartões de crédito, PIX, tecnologias de *blockchain*, etc.). Quanto ao segundo estudo, por sua vez, pode encontrar justificativa seja em razão de seus efeitos reais sobre a vida dos homens<sup>10</sup> ou, ainda, em razão de sua

---

<sup>10</sup> Assinala-se, a título de exemplo, que no auge da Grande Depressão um a cada quatro homens estava em situação de desemprego (GALBRAITH, 2009, p. 138); ou, ainda, pode-se mencionar também a crise imobiliária norte-americana, mediante a qual aproximadamente 3,8 milhões de famílias/indivíduos perderam suas moradias devido a execuções hipotecárias entre 2007 e 2010 (DHARMASANKAR e MAZUMDER, 2016).

capacidade para elucidar problemas teóricos fundamentais do estudo da economia em geral e do capitalismo em específico (funcionamento e não-funcionamento do sistema, psicologia dos agentes, instabilidade das economias modernas, quadros de transformação estrutural, etc etc.).

#### 1.4. REFERENCIAL TEÓRICO

Tem-se por referencial teórico básico a própria obra de Galbraith em seu estudo sobre a história da finança, *Money: whence it came, where it went* e *A short history of financial euphoria*, tal como já mencionado. Quanto à bibliografia secundária específica, faz-se uso dos trabalhos de Davidson e Dunn (2008) e Dunn (2010), também já mencionados. Ainda, em matéria de bibliografia secundária geral, pode-se mencionar os trabalhos de Dunn (2010), Uzunidis (2005), Parker (2015), Sharpe (1973) e Stanfield (1996), nos quais estão presentes noções gerais, sínteses ou, ainda, comentários acerca das principais ideias de Galbraith, os quais servem de ponto de referência teórico para a estrutura global da obra do autor.

Ademais, destaca-se uma bibliografia econômica geral de caráter auxiliar, tendo por principais autores de referência Keynes, Davidson e Minsky, servem de apoio para a consideração de algumas das principais noções econômicas da obra de Galbraith, sobretudo ao tratar-se daquelas que guardam presença um tanto quanto tácita ou implícita – tais como, a título de exemplo, as noções de incerteza, preferência por liquidez, fragilidade financeira, não-neutralidade ou, ainda, tratando-se da própria psicologia dos agentes.

#### 1.5. METODOLOGIA

O presente trabalho pode ser enquadrado nas modalidades de pesquisa *pura* e *bibliográfica*, tencionando alguma síntese entre ambas, dado que o objeto de interesse não se restringe nem ao puro aprofundamento bibliográfico nem a pura consideração teórica de conceitos econômicos tal qual entendidos pelo autor canadense. Ademais, poder-se-ia assinalar ainda certa proximidade à pesquisa histórica, dado que os interesses do presente trabalho não passam à margem da consideração dos grandes episódios da história da finança.

Quanto aos procedimentos metodológicos, subdividem-se em seis grandes etapas, tal como segue: **(i.)** *contato inicial* com o problema e mapeamento das obras, tendo por intenção o exame exploratório dos dois principais textos de Galbraith onde o tema da finança é abordado, *Money: whence it came, where it went* e *A short history of financial euphoria*; **(ii.)** *exame exploratório da bibliografia secundária e mapeamento da pesquisa bibliográfica* já realizada sobre o problema da finança em Galbraith, tencionando-se a coleta, descrição e síntese das considerações de maior valor ou daquelas que pudessem servir de apoio para a presente investigação; a bibliografia secundária se restringe basicamente aos trabalhos de Davidson e Dunn (2008) e Dunn (2010); **(iii.)** *exame exploratório da bibliografia secundária acerca dos problemas da moeda e das crises financeiras na História do Pensamento Econômico*, com a finalidade não de traçar uma genealogia das influências de Galbraith e sim de fornecer uma visão de conjunto sobre os problemas em si mesmos, ampliando o instrumental teórico-conceitual/analítico do presente trabalho e possibilitando uma abordagem mais profunda sobre o modo que em que os problemas aparecem na obra do autor canadense; **(iv.)** *coleta e reunião das principais citações presentes na obra de Galbraith* acerca do dinheiro enquanto noção, de suas propriedades, de sua funcionalidade e institucionalidade (matéria do primeiro Estudo) e dos elementos perenes das crises financeiras tal como descritos pelo autor canadense (matéria do segundo Estudo). Ademais, nesta etapa houve também a coleta e reunião os principais eventos históricos descritos por Galbraith que pudessem servir de fatos elucidativos das noções teóricas subjacentes a sua abordagem histórica bem como acerca da ação das principais organizações ou instituições que moldaram o dinheiro em seu desenvolvimento histórico, os quais entram como referência para ambos os dois estudos – tais descrições pululam ao longo de ambos os livros e servem de evidência histórica das noções trabalhadas; **(v.)** após a reunião em um arquivo de texto simples dos principais trechos que pudessem servir de matéria para a pesquisa, assinala-se um esforço de *identificação das principais noções teóricas subjacentes* nas passagens selecionadas na fase anterior e sua subsequente *análise conceitual*, procurando estabelecer possíveis relações teóricas e analíticas que elucidassem de algum modo o trabalho do autor canadense; **(vi.)** por fim, *síntese completa do material reunido nas fases anteriores e redação do texto*.

## 2. ELEMENTOS PARA UMA HISTÓRIA DO PENSAMENTO FINANCEIRO <sup>11</sup>

Há, nas próximas duas subseções, um esforço de resgate das principais abordagens ou noções que envolvem o problema do dinheiro e das crises. Tal intento, por sua vez, não se restringe às influências de Galbraith e à opinião de seus opositores, senão que tenciona traçar uma visão de conjunto ou, ao menos, um esboço mais amplo da história da finança enquanto problema teórico e analítico, mediante o qual, assim nos parece, estabelece-se um arcabouço mais profícuo de conceitos e de abordagens, as quais, mesmo não sendo o objeto específico do presente estudo, servem de elementos ou “superfícies” de contraste para as intenções delimitadas. Na primeira subseção, aborda-se o problema do dinheiro e, na segunda, o problema das crises ou das instabilidades econômicas. Explicita-se, por fim, que tal esforço de resgate não é exaustivo, o que não nos seria permitido nem pela disponibilidade de recursos nem pelos fins propostos pelo presente trabalho.

### 2.1. O PROBLEMA DO DINHEIRO

O problema do dinheiro parece, de um modo ou de outro, ter atraído a atenção da universalidade dos homens ao longo do tempo; em considerações de cunho moral ou nos textos de ascetas e homens de religião, nas reflexões sobre a política e sobre a sociedade humana ou nos versos dos grandes poetas, o tema do dinheiro aparece constantemente de algum modo. O primeiro a dar um tratamento propriamente econômico ao problema parece ter sido Aristóteles em sua *Política*. Segundo Meikle

---

<sup>11</sup> Há, neste capítulo, um esforço de resgate das principais visões acerca do dinheiro e das crises financeiras, tendo-se por base sobretudo trabalhos de bibliografia secundária. Destaca-se o caráter potencialmente inadequado de algumas interpretações, as quais, mediante o esforço de síntese do presente trabalho, possivelmente incorporem certos elementos não necessariamente alheios aos autores e sim fora de sua verdadeira proporção de elementos – dando-se, por exemplo, demasiada ênfase em certos componentes tácitos e atenuando outros mais explícitos – ou, ainda, tirando certas conclusões implícitas que os próprios autores não tiraram. Como o fim da presente seção não é a construção de um manual de história do pensamento, não cremos que tais deslizes impliquem em graves consequências; tem-se por fim somente traçar um certo mapeamento das principais ideias sobre os temas trabalhados por Galbraith. Ademais, na própria bibliografia secundária se encontra, em uma frequência bastante desconfortável, contradições de interpretação e de exposição absolutamente intoleráveis, as quais, por sua vez, extrapolam por completo os limites do presente trabalho. Assim, adverte-se o leitor quanto ao problema e, caso houver interesse neste ou naquele autor ou noção, recomenda-se que se entre em contato com os textos originais e que não tome como parâmetro fundamental a presente exposição.

(2000) o filósofo grego trata o dinheiro como uma *conveniência* mercantil, uma facilidade econômica capaz de tornar possível a ocorrência das trocas sem que a necessidade uma dupla coincidência de desejos, tal como é próprio às economias de escambo. É deste ponto que decorre a distinção aristotélica entre *chrêmatistikê* natural e artificial, tendo a primeira por referência o uso do dinheiro segundo a sua finalidade própria e a segunda a insubordinação de um meio frente ao seu fim próprio, o qual passa a ser desejado e procurado em si mesmo, isto é, tomando-se o dinheiro por um fim em si mesmo e não um meio para alcançar um bem ou mercadoria real. Em Aristóteles, portanto, o dinheiro aparece como um meio ou *instrumento de troca*<sup>12,13</sup>

Na Idade Média, o problema parece ser tratado em grande medida como que em sequência e em convergência a Aristóteles, sobretudo tratando-se dos filósofos de cunho realista; Lapidus (1992, p. 50), por exemplo, assinala que o tema da moeda aparece sobretudo nos comentários à obra do filósofo grego. Santo Tomás de Aquino define o dinheiro como um *instrumento de troca* e, ademais, põe em destaque a sua função de *unidade de medida*. Assim, com a introdução deste novo aspecto, a moeda passa a ser concebida também como a referência nominal segundo a qual os bens podem ser comercializados – ao invés de, por exemplo, duas vacas terem por preço três ovelhas e três ovelhas terem por preço duas vacas, ambas passam a ter por preço uma mesma quantidade de dinheiro. De tal função, deduz-se a identidade entre a quantidade total de moeda e de bens reais como nota ou propriedade de qualquer economia monetária<sup>14</sup>. Ademais, o Doutor Angélico propõe o seguinte problema: qual é a diferença entre o dinheiro em forma metálica e um pedaço de metal de iguais propriedades (peso, pureza, etc.)? Resposta: a convenção da comunidade política.

---

<sup>12</sup> Não se deve, com tal descrição, deixar-se levar pela aparência singela da definição. Com efeito, o filósofo grego lança as bases, assim cremos nós, de toda e qualquer compreensão do dinheiro em seus elementos perenes ou atemporais; assim, por mais que o dinheiro se transforme em suas formas exteriores, em seus mecanismos e no *modus operandi* das atividades, agentes e instituições que o introduzem, sustentam-no e o modificam, ele, não obstante, só deve ser considerado como tal caso atender tal função elementar, isto é, se e somente se servir efetivamente de meio de troca. Neste ponto, parece residir o critério de aferição ou princípio de distinção do dinheiro em relação a qualquer outro ativo (real ou financeiro). Ainda, é bastante evidente que de tal definição não se pode deduzir imediata e necessariamente a posição de “neutralidade” da moeda; pelo contrário, cremos haver nela um conveniente argumento contrário a tal concepção – tal como expresso mais à frente ao tratarmos da posição de Hume.

<sup>13</sup> Para mais detalhes sobre a posição do filósofo, ver MEICKLE (1999).

<sup>14</sup> Explicita-se que, a partir de tal constatação, não cremos ser lícito deduzir *sic et simpliciter* a posição monetarista ou estritamente quantitativista; poder-se-ia fazê-lo somente aceitando-se de antemão um sem-número de pressupostos cuja realização pode ou não ser efetivada.

Assim, realiza-se uma distinção fundamental entre o valor que decorre da natureza e um outro que encontra seu fundamento na decisão dos homens; quanto ao primeiro, deriva da utilidade de um bem real, cujo fundamento reside em sua natureza mesma, isto é, naquilo que o bem é – tal é o caso, por exemplo, da luz solar ou da água, as quais, em razão de suas propriedades constituintes, atendem a necessidades objetivas dos seres vivos, independentemente de qualquer deliberação humana; o segundo, por outro lado, deriva de uma decisão do poder político, seja ele o Príncipe ou a comunidade política, segundo o qual é estabelecido uma convenção acerca de um símbolo que deve servir de *bem universalmente desejável* em ordem à conveniência econômica da cidade (facilitação das trocas). Assim, segundo Santo Tomás, o dinheiro é um símbolo, uma convenção ou, tal como diríamos hoje, uma *instituição*. Com efeito, é certo que a moeda, ao revestir-se em forma exterior, pode vir a assentar-se em determinado bem real cujo valor independe da deliberação humana – ouro ou prata, por exemplo –, porém, segundo a abordagem convencionalista do Doutor Angélico, não é nele que reside o valor do dinheiro enquanto dinheiro e sim na adesão da comunidade política, fundamento de sua propriedade essencial de *convertibilidade perfeita*<sup>15, 16</sup>.

Entre os nominalistas, destacam-se as visões de Nicholas d'Oresme e Jean Buridan. Em Oresme, assinala-se a distinção entre riqueza *natural* e *artificial*, sendo o dinheiro enquadrado na segunda categoria, porém ordenando-se ao intercâmbio das primeiras. Em Buridan, tal distinção também aparece sob a forma de riqueza *em si* (decorrente da natureza do bem) e *por acidente* (artificial ou convencional). O religioso francês, ainda, põe em destaque o dinheiro enquanto problema metafísico ou ontológico, ao tratar de suas quatro causas; segundo autor, a moeda encontra sua

---

<sup>15</sup> Tal noção encontra seu fundamento na distinção aristotélica entre *uso primário* e *uso secundário* de um bem, o primeiro fazendo referência ao seu valor de uso propriamente dito – por exemplo, o pão enquanto comida ou o vinho enquanto bebida – e o segundo ao seu valor de troca, isto é, ao seu valor enquanto mercadoria e não enquanto bem passível de uso ou consumo. Ao aplicarmos tal distinção ao dinheiro em forma metálica, por exemplo, poder-se-ia destacar o valor de uso de um metal no qual se assenta a forma exterior da moeda – servir de ornamento ou de enfeite, por exemplo – e seu valor de troca – capacidade de converter-se em qualquer coisa em razão de ser universalmente desejado enquanto mercadoria; caso não houvesse nenhuma convenção acerca do uso de determinado metal precioso, ele deixaria de ser demandado pela universalidade da comunidade política para ser demandado apenas pelos consumidores de bens de luxo e por aqueles que têm por ofício o comércio de tais bens. É certo que alguns metais preciosos – o ouro, notavelmente –, por sua simultânea nobreza e escassez – ou, ainda, pelo especial prestígio social que foram historicamente revestidos –, servem de “*proxy*” especialmente adequada para a representação de um ativo universalmente desejado, porém, não é, segundo o Doutor Angélico, neste ponto que reside o valor do dinheiro enquanto dinheiro, o qual pode ou não estar associado a tais bens.

<sup>16</sup> Para mais detalhes sobre a abordagem de Santo Tomás, ver LAPIDUS (1992, p. 50-51).

formalidade na figura impressa na face que indica o seu valor (*causa formal*), a qual se assenta em uma determinada matéria (*causa material*), tendo por fundamento tanto o poder do Príncipe quanto de sua matéria (*causa eficiente*) e tem por finalidade o homem e sua conveniência econômica (*causa final*)<sup>17</sup>. Ademais, Buridan explora ainda a utilidade do dinheiro enquanto *conveniência econômica*, ao sublinhar algumas das inconveniências do escambo, dentre as quais são citadas: (i.) a dispersão de compradores e vendedores em extensões geográficas de maior escala, (ii.) a ausência de sincronização temporal nas trocas, (iii.) a assimetria ou não-coincidência de desejos entre as partes envolvidas no negócio e (iv.) a indivisibilidade dos bens reais, segundo a qual frequentemente se assenta seu valor de uso – destruir uma roda ou uma lamparina, por exemplo, implica na destruição de sua utilidade enquanto bem de consumo e enquanto bem de troca.<sup>18 19</sup>

Posteriormente, na passagem da Idade Média para o Renascimento, surge uma nova posição com a ascensão da Escola de Salamanca. Tortajada (1992, p. 78-79) sublinha que seus proponentes concebem a moeda enquanto *unidade de conta* e *instrumento de troca*, atribuindo-se à primeira função um valor puramente nominal e à segunda um valor real, porém tendo por fundamento a própria matéria na qual se

---

<sup>17</sup> Não sabemos, com efeito, se Buridan, ao atribuir à figura da moeda sua causa formal, refere-se a forma exterior na qual a moeda se reveste e indica seu peso ou a convenção da comunidade política (imaterial em si mesma, porém materializada no símbolo impresso na espécie física). Em caso da primeira, parece-nos que restaria explicar qual é a diferença entre uma moeda legal (fabricada ou cunhada pelas organizações autorizadas) e a moeda falsificada que tem a mesma forma exterior e se assenta na mesma matéria, pois, assim parece, as moedas falsas só são aceitas em razão de passarem por participantes de uma convenção pré-estabelecida. Ademais, parece-nos que seria necessário também explicar qual é a diferença entre um espécie metálica *atualmente* utilizada como meio de troca e um artefato de moeda com as mesmas propriedades materiais e convencionalmente sem uso enquanto meio de troca; com efeito, o primeiro caso faz referência a uma moeda física que participa de uma convenção e que é utilizada como dinheiro e, em contraste, o segundo diz respeito apenas a um objeto arqueológico que foi moeda e já não o é, participou de uma convenção e já não o participa, malgrado resguarde suas propriedades materiais. A tese tomista anteriormente exposta, por sua vez, também poderia ser expressa dentro de um quadro metafísico/ontológico: o dinheiro, portanto, seria uma convenção (*causa formal*), assentada em determinada matéria (*causa material*), instituída pela comunidade política ou *polis* (*causa eficiente*) em ordem à conveniência econômica (*causa final*).

<sup>18</sup> Para mais detalhes sobre o trabalho de Oresme e Buridan, ver LAPIDUS (1992, p. 50-54).

<sup>19</sup> Adverte-se o leitor quanto a fácil possibilidade de incorrer naquilo que poderíamos chamar de *viés de extemporaneidade*, isto é, projetar sobre o passado as noções de um debate atual tal como se o passado não fosse senão uma antecipação rudimentar do presente. Tal seria o caso se buscássemos interpretar a visão de tais autores e mesmo de muitos dos autores que virão a seguir segundo os critérios da controvérsia monetária atual – tais como as categorias de “neutralidade/não-neutralidade” ou de “endogeneidade/exogeneidade”. Não se pode deduzir, por exemplo, de uma definição do dinheiro enquanto meio de troca necessariamente uma espécie de proto-quantitativismo ou, ainda, de uma visão do ouro enquanto parâmetro invariável de valor em uma economia estática (tanto em produto quanto em oferta de metais preciosos) uma posição “metalista”. O problema da moeda é posto, assim cremos nós, em outra clave de análise, a qual não pode ser ignorada e nem reduzida a chavões de posições atuais.

assenta.<sup>20</sup> Ainda, tratando-se do mesmo período, Tortajada (1992, p. 87-88) destaca também a posição dos novos teóricos do direito natural, Pufendorf e Grotius, segundo a qual a moeda aparece como uma mercadoria como qualquer outra, porém, com a exceção de servir de unidade de medida para as outras mercadorias. Ademais, em tais autores há também uma explicitação do caráter institucional do dinheiro, tratando-se da escolha do bem que deverá servir de moeda.<sup>21</sup>

Quanto ao período renascentista propriamente dito, pode-se destacar como novo eixo fundamental das economias europeias a ascensão do ideal mercantilista, segundo o qual a riqueza se confunde com a posse de metais preciosos e cuja abundância é garantida pela manutenção de excedentes nos saldos da balança comercial. Todavia, com as novas expansões em direção à América, as descobertas de ouro e prata nas colônias espanholas e seu subsequente afluxo em direção às economias do Velho Continente, tem-se o início de um processo de desvalorização dos metais preciosos e simultânea elevação generalizada do preço das mercadorias, o que, por sua vez, cria um novo dilema ou uma espécie de paradoxo: quanto maior o excedente de metais preciosos, menor o seu preço; quanto maior a abundância de riqueza, menor o seu valor.<sup>22</sup> Diante tais circunstâncias e de tal problema, destaca-se a posição de Jean Bodin. O jurista francês propõe como princípio de resolução do problema, em primeiro lugar, a “lei geral das mercadorias” (oferta e demanda), segundo a qual o preço dos bens em circulação varia em proporção inversa a sua abundância ou em proporção direta aos seus níveis de escassez. Ademais, Bodin concede espaço a causas secundárias, dentre as quais se destacam: (i.) a ação dos monopólios, (ii.) a escassez proveniente das instabilidades climáticas, sociais e políticas do período, (iii.) o elevado consumo das aristocracias palacianas e, por fim, (iv.) as manipulações do curso da moeda.<sup>23</sup>

---

<sup>20</sup> Tal posição encontra justificativa ou poderia encontrar, assim, cremos nós, em uma particularidade das economias “pré-capitalistas”: seu equilíbrio estático. Em um ambiente econômico onde não há crescimento sistemático do produto – cujas flutuações respondem mais ou menos a fatores exógenos – e onde a oferta dos metais preciosos é estaticamente escassa, então, tais elementos deveriam parecer efetivamente um parâmetro invariável de valor e, portanto, perfeito remédio quanto a possíveis desvalorizações destrutivas. Assim posto, tal posição é, com efeito, bastante razoável.

<sup>21</sup> Para mais detalhes, consultar TORTAJADA (1992, p. 78-88).

<sup>22</sup> Para mais detalhes sobre o período mercantilista, ver STEINER (1992, p. 116-118).

<sup>23</sup> Para mais detalhes sobre a posição de Bodin, ver BEITONE e RODRIGUES (2017, p. 105) e STEINER (1993, p. 116-117).

Com a queda do ideal mercantilista e subsequente ascensão do liberalismo econômico, são introduzidas algumas novidades na análise econômica. Em John Locke, formula-se o dinheiro como um *meio de pagamento artificial*, o qual não tem nenhum valor senão aquele proveniente da matéria que o constitui. Quanto ao problema das flutuações no preço da moeda, o filósofo britânico atribui estritamente às variações da oferta monetária o seu fundamento, dado que a sua demanda seria sempre “suficiente”<sup>24</sup>. Ademais, Locke parece ter o mérito de ter sido um dos primeiros a tratar do problema da quantidade de moeda necessária para o bom funcionamento do comércio; segundo Steiner (1992, p. 123), tal preocupação está presente também em outros autores do período, tais como Smythe, Petty, North, Culpepe e Child. Locke e Petty, por sua vez, também têm o mérito de terem sido os primeiros a introduzir a noção de *velocidade de circulação da moeda* e de tratarem de seus efeitos sobre a flutuação dos preços das mercadorias.<sup>25</sup>

Durante o período, pode-se destacar também a posição de Pierre de Boisguilbert, a qual, segundo o que parece, é dotada de singular originalidade e pluralidade de elementos, beirando um enquadramento *sui generis*. O jansenista francês, assentado em uma concepção profundamente pessimista da natureza humana, parece ser um dos primeiros economistas a tratar do problema da instabilidade das economias, de suas crises e a introduzir na análise econômica a questão da “idolatria ao dinheiro” – ou, da *auri sacra fames*, segundo a expressão consagrada do poeta romano. Segundo Boisguilbert, o único uso legítimo da moeda residiria em sua *função transacional*; a retenção sistemática do dinheiro assentada na *avareza* dos agentes teria por consequência processos de acumulação ociosa ou infrutífera dos meios de pagamento; os *rentiers*, afirma o autor, interrompem a cadeia de compras e vendas, fazendo com que “a condição tácita do comércio” não se realize ou se realize apenas de modo incipiente. Ademais, com o livre curso do culto de *idolatria* prestado ao dinheiro, tem-se um princípio de alucinação ou delírio coletivo, a *ilusão do dinheiro*, segundo a qual os meios de pagamento ganham uma razão de fim e passam a ser buscados em si mesmos, tendo-se por consequência um processo sistemático de demanda por riqueza improdutiva. Assinala-se, assim, um princípio de

---

<sup>24</sup> Não é claro o que o termo sublinhado quer significar; Steiner (1992, p. 117), interprete-o como algo próximo daquilo que hoje chamaríamos de *elasticidade unitária*.

<sup>25</sup> Para mais detalhes, consultar STEINER (1992, p. 117-123).

tensão ou divisão da sociedade em duas classes, uma *ociosa* e a outra *produtiva*; a primeira, sujeita aos princípios palacianos de *politesse* e *magnificence*, vê-se empenhada ao acúmulo ocioso e ao consumo frívolo de bens de luxo; a segunda, por sua vez, ver-se-ia designada a sofrer as consequências da avareza da primeira. Com efeito, Boisguilbert parece ser um dos primeiros economistas modernos a introduzir na análise econômica as disparidades de uma comunidade política como o efeito da busca ou *amor desordenado* pelo dinheiro.<sup>26</sup>

Em seguida, porém dentro ainda do mesmo quadro, destaca-se a posição de Richard Cantillon, a qual tem por mérito assinalar alguns elementos de relevância atemporal no estudo do dinheiro. A primeira delas seria a introdução de elemento de *precaução* dentre as funções da moeda (MURPHY, 1992, p. 194-195), segundo a qual os agentes, além de fazer uso do dinheiro para fins de troca, podem também vir a entesourar os meios de pagamento a sua disposição como um modo de proteção frente a possíveis dificuldades ou incertezas em relação ao futuro. Sublinha-se, ainda, que a nova noção também serviu para desfazer o pressuposto – até então tácito, aparentemente – de um mecanismo de transmissão automática da moeda em direção ao consumo, segundo o qual uma expansão nos meios de pagamentos teria de traduzir-se necessariamente em uma expansão na demanda por bens reais. Para Cantillon, o aumento na quantidade de moeda disponível não pode traduzir-se em um aumento nos preços senão em razão de uma nova pressão da demanda sobre as mercadorias, a qual não se efetiva caso o dinheiro expandido for estritamente utilizado por razões de precaução. Tem-se, em tal ponto, uma espécie de prenúncio da noção de *armadilha da liquidez*. Não obstante, os efeitos que o economista franco-irlandês atribui à moeda não são estritamente nominais; segundo Cantillon, um alargamento da base monetária tenderá a produzir efeitos reais (*i.*) caso ocorrer em uma economia onde há subemprego ou subutilização dos fatores de produção e (*ii.*) caso a moeda expandida for utilizada por razões da transação; caso a primeira condição não puder ser satisfeita, porém mantendo-se inalterada a segunda, tem-se um cenário de elevação no preço das mercadorias para as economias fechadas; quanto às economias abertas, pode não haver efeito nenhum em tais condições, seja ele real ou nominal – tendo-se em consideração, por exemplo, que a expansão monetária pode vir a traduzir-se em elevação na demanda por bens estrangeiros não produzidos

---

<sup>26</sup> Para mais detalhes sobre Boisguilbert, ver FACARELLO (1993, p.154-175).

internamente nem diretamente nem via bens substitutos. Ademais, assinala-se ainda que tal mecanismo, segundo o economista, opera mediante a expansão da demanda por bens, porém não em genérico e sim em particular, tratando-se deste ou daquele bem em específico<sup>27</sup>. Por fim, destaca-se o posicionamento de Cantillon quanto à matéria na qual a moeda deve estar assentada, a qual, segundo ele, deve ter um valor intrínseco e, sobretudo, estar associada a um ativo metálico.<sup>28</sup>

Em David Hume, a moeda aparece como um *instrumento de troca*, como uma conveniência econômica; segundo a analogia recorrente nos clássicos, o dinheiro não seria “uma das rodas do comércio e sim o óleo que facilita o seu movimento”<sup>29</sup>. Segundo Diatkine (1992, p. 208-211), denota-se, em Hume, o esforço de demonstrar que as regras de uma economia monetária são radicalmente distintas daquelas de uma economia de escambo. Em seu argumento, o cético britânico descreve o desejo de posse ou enriquecimento como uma das paixões humanas, a qual pode vir a demonstrar-se efetivamente “destrutiva”; haveria, então, a necessidade de um princípio de “canalização” para a contenção dos efeitos potencialmente nocivos de tal tendência. O dinheiro, em tal ponto, aparece como uma instituição capaz de servir de “artifício não-arbitrário” em ordem à continência do desejo de enriquecimento, dado tanto sua capacidade de facilitar as trocas quanto de dar estabilidade às posses. Assim, em Hume, a moeda é importante; quanto a sua quantidade, não lhe é concedida grande importância, porém, argumenta Diatkine (1992, p. 208-211), o filósofo britânico parece condicionar tal afirmação dentro de um quadro próximo ao pleno emprego dos fatores, mediante o qual seu alargamento não teria senão efeitos

---

<sup>27</sup> Tal argumento é importante, pois o que a Teoria Quantitativa da Moeda chama de “nível geral de preços” não é senão uma abstração, um ente de razão. Com efeito, o que existe é o preço desta ou daquela mercadoria em particular, o qual pode ser intensamente pressionado por uma “febre” de consumo ou reduzido vertiginosamente por um movimento contrário, mesmo que a quantidade de moeda em circulação varie na direção oposta. Embora seja possível calcular uma média ou índice de preços de modo posterior ao fenômeno inflacionário/deflacionário, tal cálculo permanece sendo efetivamente um ente de razão e não uma realidade concreta.

<sup>28</sup> Para mais detalhes sobre Cantillon, ver MURPHY (1992, p. 194-197) e BEITONE e RODRIGUES (2017, p. 136)

<sup>29</sup> Beitone e Rodrigues (2017), em seu manual de Economia Monetária, tomam por dedução necessária de tal analogia a adesão dos economistas clássicos ao quantitativismo. Embora o manual seja feito com notável competência, cremos estar equivocado neste ponto. Um *instrumento* só pode ser concebido como tal caso for útil ou eficaz na realização do fim que lhe é próprio – um pincel, por exemplo, só é um instrumento de pintura caso sirva de meio para a sua execução, isto é, caso for eficaz ao pintor; caso um instrumento não produza nenhum efeito real sobre o seu objeto próprio, não é instrumento simplesmente e sim uma quinquilharia ou um artefato inútil. Se uma *roda* depende do *óleo* para a execução perfeita de seu movimento, seja parcial ou totalmente, sua presença ou ausência não pode, por tautologia, ser tida por inócua ou irrelevante. Assim, caso definirmos o dinheiro como *instrumento de troca*, ele tem de ser, por tautologia, “não-neutro” em relação ao comércio.

nominais. Ademais, faz-se também uma distinção entre *dinheiro circulante* e *dinheiro entesourado*, sendo no primeiro onde reside o princípio de difusão das riquezas produzidas. Por fim, Hume assinala algumas conveniências no uso de papel-moeda – custos de transporte e de reserva, notavelmente –, porém recusa seu uso estrito em razão de sua facilidade de expansão; propõe como princípio de solução a existência de um banco público nacional que garanta a convertibilidade do papel em metal e restrinja a expansão potencialmente excessiva da base monetária.<sup>30</sup>

Em seguida, pode-se destacar a posição de John Law. Malgrado conhecido antes por sua conduta moral, por sua atividade enquanto banqueiro e por seu derradeiro fracasso enquanto *financier*, o economista escocês parece ter uma abordagem cuja originalidade não pode ser ignorada, a qual, segundo argumenta Murphy (1993, p. 176-186), teria sido ofuscada pelo craque da Bolha do Mississipi; ademais, Schumpeter, em seu *History of Economic Analysis*, conta-o como um dos teóricos da moeda de primeira envergadura. De início, o banqueiro parece ter sido um dos primeiros a formular as clássicas três funções da moeda (meio de troca, unidade de conta e reserva de valor) e também um dos primeiros a identificá-la com o crédito. Em Law, o dinheiro aparece, por um lado, como um princípio de solução para as inconveniências do escambo, porém, é concebido também como uma necessidade do comércio, cujo desenvolvimento não alcança pleno vigor senão em economias monetárias; a moeda, portanto, seria como o fundamento ou a “*causa causans*” do comércio. Ademais, o dinheiro, à medida que favorece os processos de transação, tenderia a pôr em uso os recursos reais de uma economia, os quais poderiam ou tenderiam a permanecer ociosos sob regimes de escambo em decorrência da incipiência das trocas. Assim, em Law, o dinheiro assume uma dupla “não-neutralidade”, isto é, produz efeitos reais tanto sobre o comércio quanto sobre a alocação produtiva de recursos; sob o risco de incorrer em uma extravagância hermenêutica, poder-se-ia atribuir ao banqueiro escocês uma espécie de prelúdio dos métodos contemporâneos de *quantitative easing*. Além disso, são anexados também elementos não-monetários à análise inflacionária, tais como o tamanho do país ou o seu grau de abertura comercial. Quanto à matéria do dinheiro, Law aceita as conveniências do uso de papel-moeda, porém afirma, ao menos teoricamente, uma

---

<sup>30</sup> Para mais detalhes sobre a posição de Hume, ver BEITONE e RODRIGUES (2017, p. 106), DIATKINE (1992, p. 208-211) e BÉRAUD (1992, p. 342-346).

necessidade de *lastro* – a qual poderia fundar-se em qualquer bem real e não necessariamente em metais preciosos –, assumindo, portanto, o papel-moeda a forma de um *título de dívida* emitido contra um ativo real. Por fim, assinala-se que a quantidade “ótima” de moeda emitida residiria (i.) no ponto em que seus níveis de oferta e a demanda se encontram e (ii.) quando a demanda por moeda é compatível com uma atividade econômica de pleno emprego.<sup>31</sup>

Na visão de Adam Smith, em sequência, a moeda aparece como um *meio de pagamento*, como uma conveniência econômica frente às dificuldades de uma economia de escambo. Haveria, segundo o economista escocês, vantagens no uso de papel-moeda, o qual torna possível a alocação dos metais preciosos a outros fins não-monetários e, portanto, favorece a “opulência” das nações. Não obstante, Smith concebe uma necessidade de impor limites à expansão da base monetária e propõe como princípio de resolução a criação de um quadro de convertibilidade entre as espécies metálicas e fiduciárias. Ademais, o economista parece atribuir o valor do dinheiro à própria matéria na qual se assentam as espécies e não à convenção acerca de seu uso; afirma Smith que os metais preciosos também são mercadorias e, portanto, estão submetidas a sua lei geral, têm seu valor determinado pela escassez relativa das minas e pelo trabalho necessário em sua produção e alocação; assim, o valor do papel-moeda residiria no valor do metal que tem por referência em um sistema de livre conversibilidade. Por fim, Smith concede espaço à expansão da base monetária, a qual deve acompanhar o crescimento do produto nacional e a demanda do comércio por moeda; concede-se, por fim, algum espaço ao crédito, cuja expansão seria espontaneamente regulada pela discricção dos banqueiros em um sistema bancário assentado nos princípios da livre-concorrência<sup>32</sup>.<sup>33</sup>

Em seguida, pode-se destacar a visão de James Steuart, a qual parece ser uma das primeiras a dar tratamento explícito a questão do crédito. Segundo Steuart, a produção de novas riquezas depende da antecipação de *poder de compra*, sem a

---

<sup>31</sup> Para mais detalhes sobre o trabalho de John Law, ver BEITONE e RODRIGUES (2017, p. 144) e MURPHY (1992, p. 176-186).

<sup>32</sup> Béraud (1992, p. 342-347) propõe a interessantíssima tese de que o sistema bancário smithiano estaria em estreita dependência do arranjo escocês de seu tempo, o qual parece ter demonstrado gozar de tranquila conciliação entre um sistema de “*free banking*” e a discricção dos banqueiros. Com efeito, a parcimônia dos banqueiros escoceses parece antes ser uma expressão de seu puritanismo que da propriedade do “autointeresse esclarecido” atribuída à universalidade dos agentes, podendo essa ser tanto o princípio da cautela financeira quanto do arrojo “predatório” de um banqueiro mundano.

<sup>33</sup> Para mais detalhes sobre a visão de Adam Smith, ver BÉRAUD (1992, p. 342-347).

qual a atividade produtiva estaria como que “atada” ou limitada pela quantidade de bens reais já existentes e disponíveis. Deste modo, faz-se uma distinção entre *moeda real* e *moeda simbólica*, segundo a qual a primeira faz referência as espécies metálicas – cuja possibilidade de expansão está limitada pela oferta de metais preciosos – e a segunda ao próprio *poder de compra* antecipado – ou, “crédito”, simplesmente. Para o jacobita escocês, um processo de crescimento cumulativo e duradouro em uma economia não poderia dar-se senão através de um mecanismo sistemático de criação de moeda simbólica, segundo a qual o processo de lastreamento ocorre como que “por inverso”, isto é, tendo-se por fundamento a riqueza futuramente produzida cuja antecipação de poder de compra serviu de veículo. Ademais, segundo Steuart, tal mecânica só poderia transformar-se em causa de um processo inflacionário caso a expansão da base monetária viesse a traduzir-se em um aumento efetivo da demanda por bens.<sup>34</sup>

Em Jean-Baptiste Say, a moeda aparece como um *instrumento de troca*, sendo uma espécie de “veículo do valor dos produtos” ou, ainda, um “óleo que suaviza os movimentos de uma máquina”. Quanto ao seu valor, há algo de confuso ou não-linear em sua visão; segundo Beitone e Rodrigues (2017, p. 109-110), o economista francês atribui o valor da moeda à matéria ou mercadoria na qual se assentam as espécies; todavia, Béraud (2016, p. 116-117) assinala que tal posição representa somente uma primeira visão, a qual teria sofrido mutação em decorrência da experiência dos *assignats*; nesta última abordagem, concede-se espaço à ação coercitiva do Estado, ao “*fiat money*”, cujo valor, porém, estaria como consequente da proporção das espécies em circulação.<sup>35</sup>

Em seguida, pode-se destacar a visão de David Ricardo, a qual serve de princípio para a grande polêmica monetária do século XIX. Em 1797, o Reino Unido realizou a suspensão da convertibilidade ouro-*Sterling*, sendo a ocasião de uma elevação no preço do lingote de ouro (*gold bullion*) acima do preço oficial. Segundo um dos grupos que participou da controvérsia, os “anti-bullionistas”, a inflação encontraria seu princípio em causas reais do período (déficit exterior, contração do comércio e “importação” da inflação de países estrangeiros). Ricardo, ao participar da

---

<sup>34</sup> Para mais detalhes sobre a obra de Steuart, consultar DIATKINE (1992, p. 217-218).

<sup>35</sup> Para mais detalhes sobre a abordagem de Say, consultar BEITONE e RODRIGUES (2017, p.109-110) e BÉRAUD (2016, p. 116-117).

controvérsia, interpreta tal elevação como uma resposta do preço do ouro à elevação na quantidade de bilhetes bancários em circulação.<sup>36</sup> Assim, parece haver no banqueiro inglês algo próximo a visão de Smith: o papel seria uma mera conveniência prática e o ouro uma espécie de “parâmetro invariável de valor” capaz de resguardar a estabilidade nominal da moeda. Como consequência, seria necessária a adoção de algo como o padrão-ouro, tendo-se em circulação o papel-moeda em razão de suas facilidades, porém, havendo-se a necessidade de controlar a quantidade de meio circulante, o que, por sua vez, dar-se-ia mediante à manutenção de um sistema de livre convertibilidade.<sup>37</sup>

As ideias de Ricardo sobre o problema da moeda tiveram grande impacto em toda a Europa. Entre seus seguidores, teve-se o princípio de uma “escola” ou, melhor dito, de uma linhagem de pensamento: a *Currency School*. Além da proposta ricardiana fundamental, agrega-se a necessidade de um banco emissor, mediante o qual possa ser garantido, além do princípio de convertibilidade, a emissão de papel-moeda dentro de um quadro discricionário.<sup>38</sup> Em contraposição, houve uma outra linhagem de pensamento, a *Banking School*, segundo a qual se afirma a necessidade de expandir a quantidade de meio circulante para o bom funcionamento da atividade econômica. Segundo a visão de um de seus adeptos mais eminentes, Thomas Tooke, o fundamento das oscilações no volume da base monetária residiria não no grau de discricção da política das autoridades monetárias de um país ou na disponibilidade de metais preciosos, senão que na própria necessidade dos agentes de uma economia, isto é, na dupla disposição (*i.*) dos banqueiros a financiar e (*ii.*) dos homens de negócios a endividar-se. Quanto ao problema da inflação, denota-se também um raciocínio inverso ao *Currency Principle*, tomando-se o aumento nos preços como o fundamento do alargamento na base monetária via elevação da demanda por moeda; tem-se, neste ponto, um certo vislumbre de um dos mecanismos subjacentes ao que, em termos contemporâneos, chamamos de *inércia inflacionária*. Com efeito, parece denotar-se já em tal controvérsia um prenúncio dos debates atuais acerca da exogeneidade/endogeneidade da moeda e de sua neutralidade/não-neutralidade.<sup>39</sup>

---

<sup>36</sup> Para mais detalhes acerca da controvérsia do lingote, consultar BEITONE e RODRIGUES (2017, p. 111-112).

<sup>37</sup> Para mais detalhes sobre a visão de Ricardo, ver BEITONE e RODRIGUES (2017, p. 111-112) e KURTZ (2016, p. 127).

<sup>38</sup> Ver BEITONE e RODRIGUES (2017, p. 113).

<sup>39</sup> Para mais detalhes sobre a *Banking School*, ver BEITONE e RODRIGUES (2017, p. 145-146) e KINDLEBERGER (1989, p. 60-65).

Quanto a John Stuart Mill, frequentemente classificado como o último dentre os economistas *clássicos*, a posição parece um tanto quanto ambivalente ou de difícil categorização; com efeito, parece haver no economista britânico elementos de ambos os lados da controvérsia anterior, tanto da *Currency* quanto da *Banking School*. Por exemplo, Beitone e Rodrigues (2017, p. 110-111) assinalam que, em Mill, a moeda se situa dentro de um quadro de neutralidade, sendo um *instrumento de troca* orientado a tornar a atividade comercial mais “rápida e cômoda” e cujo valor reside em seu poder de compra efetivo ou no valor das mercadorias que permite comprar; adiciona-se, ademais, que a velocidade de circulação da moeda é um elemento importante do problema monetário. Porém, Kindleberger (1989, p. 64) recorre a uma citação de Mill ao afirmar a complexidade do *poder de compra* dos agentes, segundo a qual o dinheiro total que dispõe um determinado indivíduo assume a forma de uma composição ou agregado de elementos, o qual vem a dar na forma da resultante da soma de (i.) quantidade total de moeda em posse física (espécies metálicas e notas bancárias), (ii.) depósitos bancários disponíveis em demanda e, por fim, (iii.) “amplitude” total das linhas de crédito a sua disposição<sup>40</sup>. Ademais, poder-se-ia assinalar também o próprio papel que o economista britânico concede ao crédito em sua teoria das *crises comerciais*, o qual parece implicar em uma posição de “não-neutralidade”. Maricic (1992, p. 543) fornece um princípio de solução satisfatório para tal ambivalência, segundo o qual Mill aceitaria a proposição quantitativista apenas sob a condição de inexistência de crédito e de títulos financeiros.<sup>41</sup>

Contemporâneo aos economistas clássicos, porém em notável contraste e de difícil enquadramento, assinala-se ainda a visão de Karl Marx. No autor alemão, retorna-se a assinalar o aspecto social do dinheiro e as transformações decorrentes de sua introdução na sociedade dos homens. Destaca-se, em primeiro lugar, um

---

<sup>40</sup> “*The purchasing power of an individual at any moment is not measured by the money actually in his pocket, whether we mean by money the metals, or include bank notes. It consists, first, of the money in his possession; secondly, of the money at his banker’s, and all other money due him and payable on demand; thirdly of whatever credit he happens to possess*”.

<sup>41</sup> Tal ambivalência não é, aparentemente, um privilégio de Mill. Com efeito, parece haver em boa parte dos economistas clássicos uma operação analítica em dois níveis, por assim dizer; um primeiro, presente nas grandes obras ou tratados, o qual é abstrato, universal e idealizado; um segundo, em contraste, presente nas cartas, relatos, memórias ou coisas do gênero, onde residem comentários particulares sobre eventos ou situações econômicas da época, os quais assumem forma concreta e se destacam por um realismo bastante notável. O primeiro nível já é mais ou menos bem mapeado pelos manuais, porém não sabemos até que ponto o segundo nível de análise foi suficientemente explorado, o qual certamente é digno de atenção em razão da agudeza e profundidade de muitas das considerações. Ademais, não sabemos até que ponto a articulação de um e outro foram suficientemente exploradas pela pesquisa secundária.

resgate da distinção entre *valor de uso* e *valor de troca*; todos os bens econômicos têm alguma utilidade em si mesmos – e, portanto, valor de uso – porém, só passam a adquirir valor de troca ao se transformarem em mercadoria. Em Marx, a moeda introduz uma diferença fundamental no *modus operandi* das economias. Em uma economia de escambo, os bens se esgotariam em seu valor de uso, as trocas seriam limitadas por restrições de espaço, de tempo e pelas relações sociais do modo de organização econômica e onde a Lei de Say tenderia a se mostrar infalivelmente válida – dado que em qualquer relação de troca não-monetária a dispensação de um bem necessariamente implica na adoção de outro. Todavia, ao introduzir-se o dinheiro em uma economia, dar-se-ia um processo de ruptura com as restrições pelas quais o intercâmbio de bens estivera “atado” pelo escambo e onde já não haveria mais necessidade alguma de equalização imediata entre oferta e demanda – dado que a possibilidade de retenção de valor via entesouramento introduz um princípio de defasagem nas relações de troca –, o que, por sua vez, serviria de princípio para a introdução do elemento das crises dentro do escopo de possibilidades da economia. Dado que tais processos de transformação encontram no dinheiro o seu principal veículo, então, ele tem de ser “não-neutro” desde a base, isto é, desde a sua introdução em uma economia. Ainda, Marx concebe a moeda como um fenômeno endógeno ao sistema, cuja criação está atrelada ou em dependência das necessidades de produção e circulação; em economias propriamente capitalistas, tem-se um processo em que a criação de moeda ocorre via crédito, como consequente das necessidades dos processos de acumulação de capital.<sup>42</sup>

Na segunda metade do século XIX, pode-se assinalar um princípio de ruptura, mediante o qual o problema monetário assume nova feição. Em primeiro lugar, pode-se sublinhar a ascensão da Revolução Marginalista, mediante a qual há um princípio de transformação teórica ou “paradigmática” onde o estudo da economia é situado. Em segundo lugar, pode-se destacar uma transformação concreta ou prática, a partir da qual o dinheiro se reveste de novas formas, tomando novos arranjos ou passando a ser acompanhado de novos fenômenos; tal é o caso, por exemplo, do estabelecimento dos sistemas de padrão-ouro ou, ainda, dos novos sistemas “bimetálicos”, mediante os quais o papel-moeda passa a ser referenciado simultaneamente em ouro e prata; quanto aos novos fenômenos, destacam-se a

---

<sup>42</sup> Para mais detalhes sobre a visão do autor alemão, consultar Beitone e Rodrigues (2017, p. 146-149).

deflação dos preços ou também a suspensão da convertibilidade e uso estrito do papel-moeda, os quais têm por implicação a exigência de um novo exame ou de novos critérios acerca do problema monetário.<sup>43</sup> Assim, com a ascensão do utilitarismo marginalista, boa parcela dos economistas, por um lado, vê sua atenção como que presa ao problema do valor e da utilidade dos bens e, por outro, as novas formas que o dinheiro se reveste tornam impossível a atribuição do valor do dinheiro ao ouro no qual se assentavam ou a concepção do metal enquanto uma espécie de “padrão invariável de valor” – tal como era possível e mesmo razoável em outros tempos.

Com efeito, parece ser dentro de tal quadro que se deve conceber o problema do “círculo vicioso da moeda” de Helfferrich. Segundo o economista alemão, cria-se uma espécie de paradoxo ao levantar o problema acerca do valor do dinheiro: por um lado, atribui-se o valor dos bens a sua utilidade; por outro, deriva-se a utilidade da moeda de seu valor; assim, como explicar o valor da moeda ou sua utilidade se o primeiro decorre do segundo e o segundo decorre do primeiro? Segundo Boyer (2000, p. 576), concebe-se por princípio de solução para o problema a noção de demanda monetária *real* dos agentes, segundo a qual os agentes demandam não uma determinada quantidade nominal de moeda e sim um determinado *poder de compra*.

Dentro ainda do mesmo quadro, outros autores como Knies, von Wieser e Mises propõem uma *teoria regressiva do valor*, segundo a qual o valor presente da moeda está atrelado ao seu valor passado em um processo autoregressivo que tende ao primeiro bem real utilizado como matéria da moeda, do qual se deriva o seu valor fundamental; assim, o valor do papel-moeda utilizado hoje é concebido como conseqüente de seu valor de ontem, o qual, por sua vez, é concebido como conseqüente de seu valor de anteontem e assim sucessivamente até o primeiro bem real que serviu de matéria para o dinheiro em sua expressão primeira<sup>44, 45</sup>

Em seguinte, pode-se assinalar a visão de León Walras, a qual deve certamente ser enquadrada dentro do quadro marginalista anteriormente sublinhado, porém não necessariamente em dependência às também já sublinhadas

<sup>43</sup> Ver BOYER (2000, p. 572-573).

<sup>44</sup> Com efeito, tais formulações parecem ser uma conseqüência da indistinção entre *valor de uso* e *valor de troca*. O dinheiro, enquanto tal e em sua forma mais pura, não parece ter nenhum valor de uso e sim apenas um valor de troca, o qual não deriva do valor de uso da matéria em que acidentalmente está atrelado e sim da convenção acerca de sua convertibilidade perfeita. Ao negar-se tal formulação em um quadro generalizado de “*fiat money*” assentado em matérias essencialmente inúteis (papel-pintado, por exemplo), não se tem refúgio senão aderindo a este tipo de solução.

<sup>45</sup> Ver BOYER (2000, p. 572) para mais detalhes.

transformações monetárias do período ou com alguma preocupação de articulação entre a sua atividade teórica e o fenômeno monetário tal qual se apresenta. O modelo de Walras, tal como habitualmente assinalado pela literatura, parte de uma economia de trocas (*i.*) não-produtiva, (*ii.*) não-monetária e (*iii.*) não-financeira, cuja atividade principal reside na confrontação entre oferta e demanda de bens, a qual é regulada/supervisionada por um pregoeiro ou leiloeiro e que tem por resultante o equilíbrio geral do sistema. O dinheiro, ou “*numéraire*”, assume a forma de um bem que serve de unidade de conta para o restante dos bens, o qual não produz nenhum efeito real, isto é, todos os processos de compra e venda que se deram através do *numéraire* teriam ocorrido igualmente sem ele.<sup>46</sup> Não obstante, argumenta Boyer (2016, p. 586) que teria ocorrido uma progressão na abordagem de Walras tratando-se do dinheiro; segundo o autor, na última edição do *Éléments d'économie politique pure* a moeda teria sido integrada no modelo de equilíbrio geral, sendo feita uma distinção entre ela e o *numéraire*, admitindo-se não apenas um efeito de substituição e sim efeitos reais e, por fim, restringindo as condições para a satisfação do suposto da neutralidade e do quantitativismo estrito. Beitone e Rodrigues (2017, p. 116), em contraste, afirmam que as inovações teóricas das últimas edições da obra citada não têm grande impacto no quadro geral da obra, a qual permaneceria sendo fundamentalmente quantitativista e “dicotômica”.

Em linha de sucessão à Revolução Marginalista, destaca-se por cume ou pináculo da análise monetária neoclássica a Escola de Cambridge e Teoria Quantitativa da Moeda (T.Q.M.), as quais encontram seus expoentes de expressão máxima, no primeiro caso, em Alfred Marshall e Arthur Pigou e, no segundo, em Irving Fisher. Quanto à primeira abordagem, a moeda é considerada, além de instrumento de troca, como um “encaixe” ou como uma parte integrante do patrimônio dos agentes, de tal modo que a demanda monetária faça referência às necessidades tanto de circulação quanto de decisão patrimonial dos agentes. Marshall toma por dinheiro somente as espécies metálicas e o papel-moeda; Pigou, por outro lado, aceita também o dinheiro sob a forma de bilhetes bancários. Ao reduzir-se o problema monetário a cinco variáveis fundamentais ( $Md$  = demanda por moeda;  $k$  = coeficiente de retenção ou inverso da velocidade de circulação da moeda;  $P$  = nível geral de

---

<sup>46</sup> Para mais detalhes, ver BEITONE e RODRIGUES (p. 115-116).

preços;  $Y$  = volume do produto;  $M_s$  = oferta de moeda), a proposição da Escola de Cambridge assume a forma de uma equação geral, tal como segue,

$$M_d = k.P.Y \Leftrightarrow M_d/P = k.Y \Leftrightarrow P = M_d/k.Y \Leftrightarrow 1/k = P.Y/M_d$$

$$M_d = M_s$$

$$M_s = k.P.Y \Leftrightarrow P = M_s/k.Y$$

$$P = M_s, \quad k = const.; \quad Y = const.$$

Assim, atribui-se uma relação de proporção direta entre a demanda monetária  $M_d$  em relação ao produto  $Y$  e ao nível geral de preços  $P$  e inversa em relação à velocidade de circulação da moeda  $1/k$ . Em sua proposição fundamental, afirma-se que, estando em equilíbrio oferta e demanda por moeda,  $M_s$  e  $M_d$ , e mantendo-se constantes o produto  $Y$  e o coeficiente de retenção  $k$ , então, o nível geral de preços  $P$  irá variar em proporção às variações da oferta de moeda  $M_s$ . Tem-se, assim, uma primeira formalização do quantitativismo estrito.<sup>47 48</sup>

A Teoria Quantitativa da Moeda, por sua vez, tem um raciocínio um pouco diferente, porém termina por desembocar basicamente nas mesmas conclusões que a abordagem de Cambridge. Fisher toma por ponto de partida o axioma de que há necessariamente uma relação de igualdade entre a quantidade de moeda utilizada em uma transação e o preço da mercadoria transacionada. Projetando tal proposição em um plano agregado, traça-se uma equação geral com base em quatro variáveis elementares ( $M$  = quantidade de moeda em circulação;  $V$  = velocidade de circulação da moeda;  $P$  = nível geral de preços;  $T$  = volume de transações), de tal modo que,

$$M.V = P.T$$

<sup>47</sup> Para mais detalhes, consultar BEITONE e RODRIGUES (2017).

<sup>48</sup> Tal equação encontraria em Patinkin certo relaxamento do pressuposto de neutralidade. Supondo que os agentes desejam possuir um encaixe monetário real ( $M_d/P$ ) constante, então, um aumento geral dos preços  $P$  teria o efeito de produzir um aumento proporcional da demanda nominal de encaixe  $M_d$ , de tal modo que as variações em  $M_d$  tenham efeitos reais aumentando ou diminuindo a demanda por bens e serviços (com uma elevação na demanda por moeda em resposta ao aumento nos preços, gastar-se-ia menos e vice-versa). Não obstante, ao relaxar-se o pressuposto na neutralidade, teria de se reforçar o pressuposto do mecanismo autorregulador dos mercados. Para mais detalhes, ver BEITONE e RODRIGUES (2017, p. 116-117).

Assim, tomando por pressuposto que (i.) o volume de transações  $T$  é dado e independe de variáveis monetárias, (ii.) a velocidade de circulação  $V$  é estável e (iii.) o sentido da causalidade parte unilateralmente de  $M$  e em direção a  $P$ , então, pode-se concluir que o nível geral de preços  $P$  é determinado pela quantidade de moeda em circulação  $M$ . Tem-se em Fisher, assim, uma segunda formalização da hipótese quantitativista<sup>49</sup>.

O desenvolvimento da análise monetária neoclássica parece dar sequência a tais quadros de análise, acentuando-se, porém, o problema dos *efeitos* da moeda sobre a economia em detrimento do problema do fundamento de seu *valor* (presente, ao menos, em alguns dos primeiros expoentes da Revolução Marginalista). Dentre as principais novas vertentes, pode-se assinalar o Monetarismo, a Nova Economia Clássica e os Novos Keynesianos.

A abordagem monetarista, a qual encontra em Milton Friedman seu expoente mais eminente, trata o dinheiro como um *ativo patrimonial* de perfeita convertibilidade, cuja demanda emana de um processo de maximização dos agentes na composição de sua carteira de ativos. A inflação é concebida como um fenômeno estritamente monetário, guardando com o desemprego uma relação de “*trade-off*”, isto é, o aumento de um implicaria em uma tendência na redução do outro e vice-versa, tal como enunciado pela Curva de Phillips<sup>50</sup>. A moeda, por si mesma, não é capaz de produzir nenhum efeito real sobre a economia, porém, os agentes podem, no curto prazo, ver-se como que “enganados” por uma “ilusão monetária” criada pelo governo, de tal modo que, sendo os agentes incapazes de antecipar a natureza da variação no estoque de moeda, a política monetária teria efeitos reais sobre a economia. Todavia, no longo prazo, os agentes tenderiam a perceber, via correção “adaptativa” de suas expectativas, a natureza de tal variação e a moeda passaria a não exercer mais efeito algum sobre a economia real, apenas sobre o nível geral de preços. Tem-se, assim,

---

<sup>49</sup> Assinala-se, não obstante, que Fisher parece ter mudado em suas convicções após seu fracasso em anunciar a estabilidade dos mercados financeiros norte-americanos pouco tempo antes do Craque de 29 e, decorrência de tal erro, ter perdido parte de sua reputação e uma grande soma em sua atividade como especulador. Em sua teoria da dívida-deflação (*debt-deflation*), publicada nos anos da Grande Depressão, concebe por absurda a noção de equilíbrio estável para uma economia capitalista; ademais, o vigor com que descreve a realidade dos efeitos do dinheiro sobre a economia, tanto dos mecanismos de crédito no *boom* quanto dos processos de deflação no *bust*, parece indicar uma afirmação de sua não-neutralidade. A nova proposição de Fisher, contudo, será explorada com mais profundidade na seção destinada às crises.

<sup>50</sup> Embora tal relação tenha sido constada pelo próprio Friedman durante a estagflação da década de 1970, a Curva de Philips continua sendo até os dias de hoje objeto de estudo por economistas de cunho neoclássico.

um quadro de *neutralidade fraca* da moeda, segundo a qual os efeitos da moeda se reduzem a efeitos nominais, excetuando-se o caso onde há uma “imperfeição” nos mercados que impeça a satisfação dos pressupostos de racionalidade ilimitada dos agentes e perfeita disponibilidade de informação.<sup>51</sup>

Quanto à segunda vertente, a Economia Novo-Clássica, tem-se, em sua versão mais “pura”, um quadro de neutralidade estrita ou *forte*, segundo a qual a moeda não apenas não exerce efeito algum sobre a economia no longo prazo para além do nível de preços, senão que tampouco o faz no curto prazo, dado que os agentes, via expectativas racionais, são capazes de utilizar-se de toda a informação presente, perfeitamente disponível a todos, em ordem à previsão do comportamento futuro da economia e, portanto, antecipando qualquer tentativa de política monetária. Relaxando-se, porém, o pressuposto de perfeita disponibilidade de informação, tem-se alguma margem para a política monetária em razão de que, tendo de assentar-se em informações passadas, as previsões dos agentes podem mostrar-se “imprecisas”, de tal modo que se tenha algum efeito real. Assim, tem-se, na Economia Novo-Clássica, um quadro de neutralidade estrita, excetuando-se em relação às situações especiais em que a informação presente não é perfeitamente disponível aos agentes.<sup>52</sup>

Quanto à abordagem novo-keynesiana, aparentemente não há nenhuma ruptura notável com as duas abordagens anteriores; sua particularidade, por sua vez, parece residir em uma maior inclinação ou condescendência em aceitar a existência de “imperfeições” de mercado, tal como, na parte que toca o presente estudo, quanto a “rigidez” ou “viscosidade” da resposta dos preços frente às variações no estoque monetário. Assim, tal como nas duas primeiras vertentes, a moeda é posta dentro de um quadro de neutralidade, não podendo, por si mesma, produzir nenhum efeito para além de oscilações no nível geral de preços, porém, admitindo-se algum efeito real em casos de “imperfeição” de mercado. Tais efeitos, não obstante, restringem-se ao curto prazo; no longo, a moeda não é capaz de produzir senão efeitos nominais sobre a economia.<sup>53</sup>

---

<sup>51</sup> Para mais detalhes sobre a análise monetarista, ver BEITONE e RODRIGUES (2017, p. 122-128).

<sup>52</sup> Para mais detalhes sobre a análise novo-clássica, consultar BEITONE e RODRIGUES (2017, p. 122-128) e VASSÉI e SPAHN (2016, p. 734-736).

<sup>53</sup> Para mais detalhes sobre a abordagem novo-keynesiana, consultar BEITONE e RODRIGUES (2017, p. 128-132)

Destaca-se, em seguida, a abordagem de Knut Wicksell, a qual exerce influência sobre abordagens frontalmente contrastantes e, por isso mesmo, de difícil mapeamento. Em primeiro lugar, o economista sueco teve presença na formação de Gunnar Myrdal e, junto com ele, é contado entre os nomes de maior influência da Escola de Estocolmo. Ademais, teve alguma influência tanto sobre os desenvolvimentos da Escola Austríaca quanto em relação aos progressos da abordagem de Keynes. Beitone e Rodrigues (2017, p. 150-154) identificam em Wicksell e Myrdal uma adesão aos princípios da não-neutralidade da moeda e de sua endogeneidade em relação ao sistema. Em sua abordagem, o economista sueco estabelece uma espécie de hierarquia às propriedades ou funcionalidades da moeda, segundo a qual se concede à função de *instrumento de troca* o primado sobre às outras funções; assim, o dinheiro é, sobretudo, um meio de pagamento e, ao sê-lo e em razão de sê-lo, é capaz de servir de modo mais adequado ou conveniente como *unidade de conta* e é precisamente de sua convertibilidade perfeita que decorre sua capacidade de, enquanto moeda, servir de *reserva de valor* – o valor da moeda é seu valor de troca ou poder de compra.<sup>54</sup>

Em sequência, pode-se destacar a posição da Escola Austríaca, na qual reside curiosamente um princípio de conciliação entre um liberalismo econômico radical e a afirmação estrita da não-neutralidade da moeda. Friedrich von Hayek condena a Teoria Quantitativa da Moeda como uma “aproximação grosseira de uma explicação adequada”; Ludwig von Mises também se mostra pouco leniente com o quantitativismo neoclássico, assentando sua condenação no argumento de que não existe efetivamente um “nível geral de preços” e sim apenas o preço relativo de mercadorias individuais ou, ainda, tampouco existe uma demanda monetária global, apenas demandas individuais de encaixe. Ademais, Hayek, em sua teoria monetária dos ciclos de negócios, aborda dois aspectos da não-neutralidade da moeda; em primeiro lugar, tem-se um efeito positivo real de uma expansão monetária sobre os negócios, o qual exerce sobre a atividade econômica um *boom* artificial, não assentando-se nas condições reais de negócios e sim em uma espécie de “ilusão” monetária; porém, mediante à extensão prolongada da artificialidade dos processos de expansão, dar-se-ia por contrapartida uma crise de excesso de investimento, tendo por consequência endividamento dos agentes, falência das empresas e inflação

---

<sup>54</sup> Para mais detalhes sobre a posição de Wicksell, ver BEITONE e RODRIGUES (2017, p. 133-136) e BOYER (2000, p. 575; p. 587-592).

generalizada do preço das mercadorias. Em Hayek, portanto, a não-neutralidade da moeda é artificialmente positiva no curto prazo e “nefasta” no longo, produzindo uma espécie de “efeito acordeom” sobre a atividade econômica. Beitone e Rodrigues (2017, p. 135) identificam em Hayek uma tendência constante à expansão monetária, não apenas via Banco Central e sim também via crédito privado (seja ele bancário ou interempresarial), a qual teria por exigência um elemento de contrapeso em ordem à estabilidade do sistema. Uma primeira solução para tal tendência residiria na ação contra-cíclica do Banco Central, o que não parece provável ou exequível para economista austríaco; fiel tanto a sua devoção ao livre-mercado e quanto ao seu pessimismo essencial frente ao Estado, Hayek propõe um sistema privado de livre-concorrência de moedas, segundo o qual, através de um mecanismo evolucionário dos mercados, dar-se-ia um processo inverso à Lei de Gresham, onde as moedas “ruins” seriam repelidas pelas “boas”. Ademais, tanto em Mises quanto em Hayek há uma adesão à proposição de não-neutralidade inflacionária via distorção no sistema de preços tal como preconizado por Richard Cantillon (“*Efeito Cantillon*”).<sup>55</sup>

Destaca-se, em seguida, a abordagem de Ralph Hawtrey, contemporâneo e amigo de Keynes e sobre o qual se fez sentir importante influência. Em Hawtrey, o dinheiro aparece como um *meio de pagamento*; contudo, há a aparente inovação de pôr em relevo a distinção entre a *moeda legal* e os *depósitos bancários*; a primeira faz referência às espécies emitidas pelo Banco Central, a qual pode ser constituída tanto por espécies metálicas quanto por papel-moeda; a segunda, por outro lado, faz referência aos depósitos criados pelos bancos privados, os quais têm por contrapartida necessária uma relação de crédito. Tanto uma quanto a outra são partes constituintes das reservas de poder de compra dos agentes, a qual é denominada por Hawtrey de *margem disponível*. Todavia, em um raciocínio curiosamente inusual, o economista britânico concede primazia ao crédito sobre à moeda legal; tomando por pressuposto uma economia de crédito puro, isto é, onde não há moeda legal, concebe todas as relações de troca como uma relação de crédito (comprador enquanto devedor, vendedor enquanto credor); conclui que tal economia seria intrinsecamente instável e atribui à moeda legal uma função de estrangimento das relações de crédito. Assim, em Hawtrey, a moeda bancária é endógena e tem por finalidade fundamental servir de meio circulante para as relações de troca, porém, devendo ter

---

<sup>55</sup> Para mais detalhes sobre a posição dos autores citados, consultar BEITONE e RODRIGUES (2017, p. 133-136).

alguma referência à moeda legal, a qual é exógena ao sistema e serve de princípio ou elemento estabilizador das relações de crédito.<sup>56</sup>

Em Joseph Schumpeter, ademais, pode-se assinalar outra importante visão sobre o dinheiro. Em sua teoria da inovação, o economista austríaco trata do problema da introdução das inovações sobre dois aspectos: um primeiro, tratando-se de sua *causa agente*, onde Schumpeter deposita na figura do empresário capitalista a função social daquele que introduz *efetivamente* a inovação no sistema; um segundo, tratando-se do papel dos banqueiros, os quais entram nos processos inovativos a modo de *causa instrumental* ou “veículo” pelo qual a inovação pode ser levada a cabo e inserida no sistema. Assim, o economista estabelece na origem da criação monetária uma demanda por fundos da parte dos empresários, a qual será atendida pelos banqueiros via criação de *poder de compra* (crédito), cujo lastro ocorre como que “por inverso”, referenciando-se a moeda na própria riqueza futura que será criada pelos processos de inovação que ela financia. Segundo Schumpeter, o crédito bancário deve ser tido por moeda em razão de atender a propriedade mais essencial do dinheiro que é servir de instrumento de troca; em uma engenhosa analogia, não sem certo tom jocoso, o economista austríaco afirma que malgrado não seja possível cavalgar em um *direito a um cavalo* (título de posse de um cavalo), é perfeitamente possível comprar através de um *direito a determinada quantia de dinheiro*. Assim, em Schumpeter, a moeda aparece como endógena ao sistema capitalista e não-neutra “desde a base”, por assim dizer, dado que é o veículo do próprio processo de investimento em inovação e, portanto, do próprio desenvolvimento econômico tal como entendido pelo autor.<sup>57</sup>

Em seguida, pode-se destacar a visão de John Maynard Keynes, cuja importância para o presente estudo é certamente a mais notável. O economista britânico começa identificando três funções da moeda (transação, precaução e especulação) e a toma por fundamentalmente endógena ao sistema e não-neutra em seus efeitos. Em sua *teoria monetária da produção*, concede íntima relação entre o lado fiduciário de uma economia (monetário e financeiro) e seu lado real (produção), de tal modo que ambos guardam mútua dependência e que tanto uma afirmação de exogeneidade quanto de neutralidade sejam de difícil concepção. Em primeiro lugar, Keynes atribui ao problema das expectativas o fundamento das flutuações do sistema;

---

<sup>56</sup> Para mais detalhes, ver BOYER (2000, p. 599-600).

<sup>57</sup> Para mais detalhes, ver BEITONE e RODRIGUES, (2017, p. 163-164).

antes de qualquer ação, os indivíduos concebem uma perspectiva acerca do futuro da economia, a qual pode ser positiva ou negativa; em caso de otimismo, os homens de negócios se fazem dispostos ao endividamento e os banqueiros ao financiamento, o que, por sua vez, põe em marcha os processos de investimento que virão a traduzir-se em produção, emprego e consumo; no caso contrário, não há investimento propriamente dito e sim um processo sistemático de retenção da moeda, seja via entesouramento ou, ainda, via “aplicação” em ativos líquidos e seguros – ou, segundo a expressão keynesiana, põe-se em curso um processo de *preferência por liquidez* em cenário de *incerteza*. Em Keynes, portanto, há uma espécie de primazia do crédito em relação à poupança, onde a formação de um estoque de fundos aparece como uma consequência dos processos de financiamento à medida que este encontra realização em forma de investimento. Se assim é, tem-se um quadro em que a introdução *efetiva* da moeda no sistema depende das decisões dos agentes econômicos em relação às suas expectativas acerca do futuro da economia, a qual pode ou não ser levada a cabo com relativa independência das decisões da autoridade monetária frente ao “encaixe agregado”, de tal modo que o dinheiro seja fundamentalmente endógeno<sup>58</sup>. Ademais, assinala-se que se, por um lado, a parte fiduciária está intimamente relacionada com o desenvolvimento da parte real de uma economia, por outro, também o está com a sua destruição quando serve de veículo não dos processos de investimento em bens de capital reais e sim de investimento em ativos puramente financeiros – ou, segundo a expressão keynesiana, quando se transforma em um veículo das “operações de um cassino”. Não obstante, argumenta Keynes, tanto em um quanto em outro caso, seus efeitos são realíssimos – no primeiro caso, princípio de crescimento econômico e, no segundo, princípio das grandes crises e depressões, de tal modo que a moeda não possa ser tida por neutra tratando-se de

---

<sup>58</sup> Neste ponto, parece-nos lícito explorar uma distinção tácita em Keynes entre aquilo que poderíamos chamar de introdução *virtual* e de introdução *efetiva* do dinheiro no sistema; a primeira faz referência à introdução de espécies físicas que servem de matéria para a moeda “oficial”, as quais podem ser tanto exógenas quanto endógenas ao sistema e podem ou não vir a servir efetivamente de meio de pagamento; a segunda, porém, faz referência ao *princípio próximo* pelo qual tais espécies são efetivamente empregadas como meio de troca, as quais, dentro da lógica keynesiana, são necessariamente endógenas pois decorrem da ação dos agentes econômicos enquanto agentes econômicos. Assim, o Banco Central, por exemplo, pode tornar disponível uma maior soma de espécies – e mesmo reduzir a taxa básica de juros e as margens de segurança requeridas para os bancos – e ainda assim não ter por consequência nem a alteração da disposição a emprestar dos banqueiros nem disposição de endividar-se dos homens de negócios; em tal caso, tem-se um aumento virtual do “encaixe agregado” (um aumento de espécies físicas à disposição), o qual, porém, não chega a traduzir-se em aumento efetivo do dinheiro em circulação (tal como preconizado pelo quadro da *armadilha de liquidez*).

uma análise real das condições reais de uma economia. Por fim, Keynes tem ainda o mérito de condicionar a validade da proposição fundamental da tese quantitativista; segundo o economista britânico, um aumento da oferta monetária global só poderia traduzir-se em um aumento proporcional do “nível geral de preços” se e somente se (i.) aplicada a uma economia a pleno emprego dos fatores e (ii.) tal expansão de encaixe for estritamente utilizada para fins de transação e especulação, isto é, havendo uma preferência por liquidez nula na totalidade dos agentes<sup>59</sup>.<sup>60</sup>

Quanto aos sucessores de Keynes, destacam-se dois grupos: a síntese neoclássica e a abordagem pós-keynesiana. A primeira delas, encontra sua expressão mais famosa no modelo IS-LM de John Hicks e Alvin Hansen, a qual, segundo Beitone e Rodrigues (2017, p. 161-162), deve ser situada dentro de uma lógica de exogeneidade e neutralidade da moeda – sendo mais tarde contestada por Milton Friedman em sua “Contrarrevolução Monetarista” segundo a sua fórmula consagrada “*money matters*”; ademais, a síntese neoclássica veio a desembocar, de certo modo, na abordagem novo-keynesiana, cujos princípios já foram enunciados anteriormente.<sup>61</sup> O segundo grupo, por sua vez, parece denotar um esforço de aprofundamento e acentuação dos aspectos “inovadores” de Keynes e simultânea rejeição dos traços ou “cacoetes” neoclássicos ainda presentes na obra do economista britânico. Assim, as principais proposições assinaladas em Keynes estão presentes na abordagem pós-keynesiana: endogeneidade e não-neutralidade da moeda, primazia do crédito em relação às reservas e do investimento em relação à poupança, negação e inversão na lógica quantitativista (aumento da demanda por moeda enquanto consequência de um quadro inflacionário antecedente). Destacam-

---

<sup>59</sup> Com base no argumento de Cantillon e dos economistas austríacos, também parece ser necessária como condição que haja certa homogeneidade na dispersão do excedente de encaixe, tanto de sua disponibilidade à universalidade dos agentes quanto de sua conversão em gastos, dado que, no caso contrário, tenderia a ocorrer certa distorção na estrutura da renda e dos preços relativos, o que implicaria em processos seja de acentuação de disparidades já existentes ou de criação de igualdades artificiais em processos de natural disparidade – pouco importando se o cálculo médio da variação nominal da renda e da variação dos preços venham a permanecer proporcionais ao aumento da base monetária. Adiciona-se a isso, claro está, o restante da lista de pressupostos habituais da modelagem neoclássica, cuja aproximação de realização também serve de princípio ou elemento condicionante para a validade da proposição fundamental da TQM.

<sup>60</sup> Para mais detalhes sobre Keynes, ver BEITONE e RODRIGUES (2017, p. 154-160).

<sup>61</sup> Tal abordagem parece antes de tudo neoclássica, tendo de Keynes apenas alguns elementos em dispersão. Joan Robinson, em sua famosa formulação, consagra-lhes a alcunha de “bastardos”, segundo a qual se sabe que a sua mãe é neoclássica, porém o pai não se conhece; sabe-se apenas que não é Keynes.

se, na abordagem, os nomes de Joan Robinson, Paul Davidson, Hyman Minsky e, é claro, o próprio Galbraith.<sup>62</sup>

Com notável semelhança da abordagem pós-keynesiana, assinala-se, ainda, a posição do velho institucionalismo norte-americano, onde se destacam os nomes Thorstein Veblen, Wesley Mitchell e John Commons. Segundo a abordagem, o dinheiro aparece como uma *instituição* e parece ser abordado sobretudo deste ponto de vista. Ademais, repetem-se várias das proposições pós-keynesianas já enunciadas: endogeneidade e não-neutralidade da moeda ou, ainda, crédito enquanto uma resposta do estado real de uma economia e das expectativas dos indivíduos frente ao seu futuro. Arestis e Eichner (1988) argumentam que a proximidade entre a posição institucionalista e a abordagem pós-keynesiana é tal que implica em dificuldades na distinção entre uma e outra. Com efeito, parece haver entre ambas não uma divergência de doutrina e sim de enfoque ou de perspectiva, porém, assentando-se em princípios comuns. Tal proposição ajuda a explicar a adesão simultânea de alguns autores às duas abordagens – Minsky, por exemplo, ou o próprio Galbraith.<sup>63</sup>

Destaca-se, por fim, a visão monetária de Jacques Rueff, conselheiro do General Charles de Gaulle e aberto opositor de Keynes. Com efeito, a posição do autor parece um tanto quanto “ecclética” ou dotada de uma diversidade de elementos de conciliação mediata ou não-evidente. Por um lado, o economista francês afirma a necessidade de fundar-se a moeda sobre um bem real e, de modo mais preciso, sobre metais preciosos; Beitone e Rodrigues (2017, p. 137) assinalam a adesão do autor a um metalismo estrito semelhante a posição de Ricardo ou Pareto. Por outro lado, afirma-se que a moeda, mesmo a metálica, encontra assento em uma crença na autoridade monetária emissora, havendo, portanto, um ato de fé e de esperança por parte dos agentes na “institucionalidade” atrelada ao dinheiro posto em uso. Ainda, tomando por pressuposto as três funções clássicas da moeda, Rueff traça uma distinção entre o dinheiro *orientado à necessidade* (*l'encaisse nécessaire*) e dinheiro *orientado ao acúmulo* (*l'encaisse thésaurisée*), sendo o primeiro associado às necessidades de transação e o segundo aos fins de precaução e especulação. A distinção é importante pois parece servir de fundamento para a sua rejeição ao

---

<sup>62</sup> Para mais detalhes, consultar BEITONE e RODRIGUES (2017, p. 162).

<sup>63</sup> Consultar ARESTIS e EICHNER (1988) para mais detalhes sobre a visão do velho institucionalismo norte-americano.

quantitativismo puro; segundo Rueff, um aumento da base monetária tenderá a produzir inflação se e somente se vier a traduzir-se em uma nova pressão sobre a demanda dos bens de uma economia; havendo, porém, uma transformação na estrutura relativa de preferência monetária dos agentes em direção ao maior consumo – isto é, reduzindo-se a demanda com fins de acúmulo e aumentando-se com fins de transação –, tal transformação tenderá a exercer uma nova pressão inflacionária sobre os bens, ainda que não haja uma variação no estoque global de moeda; não há, portanto, segundo Rueff, uma causalidade automática entre a quantidade de moeda disponível e o “nível geral de preços”. Ademais, o autor reforça o caráter jurídico do dinheiro, concebendo-o com um *direito de propriedade*, um direito a determinada soma de bens. Como consequência de tal concepção, a inflação aparece como o reflexo de um processo de criação sistemática de falsos direitos, isto é, direitos de propriedade que não fazem referência a nenhuma propriedade ou bem. Assim, Rueff afirma a necessidade do lastro metálico ou do constrangimento que ele traz por implícito, dado que os efeitos da inflação não são puramente nominais e sim negativamente reais (*não-neutralidade “perturbativa”*). Segundo o autor, a limitação da moeda emitida tenderia a favorecer, mediante a propriedade autocorretiva dos mercados (seleção via fracasso), a maior discricção e vigilância dos banqueiros em seus processos de criação de crédito.<sup>64</sup>

## 2.2. O PROBLEMA DAS CRISES

Se, ao tratarmos do problema monetário, assinalamos o seu caráter perene ou atemporal na vida dos homens, a questão das crises econômicas – e, sobretudo, das crises financeiras –, em contraste, parece ser um problema ou um fenômeno essencialmente moderno. Com efeito, é certo que as dificuldades econômicas sempre existiram, porém, ao que parece, sempre como uma espécie de resposta mais ou menos imediata a fatores alheios à economia – “choques exógenos”, diríamos hoje; boas ou más colheitas, conquistas de guerra ou invasões, aumentos ou quedas populacionais, intempéries ou coisas do gênero parecem ter sido as principais causas da variação do produto em configurações não-capitalistas ou anteriores ao capitalismo, mantendo-se em si mesmas ou por si mesmas dentro de um quadro de

---

<sup>64</sup> Para mais detalhes sobre a visão de Rueff, consultar BEITONE e RODRIGUES (2017, p. 137-142).

“equilíbrio” estático. Schumpeter (1983), em sua descrição do *fluxo circular da renda*, parece fornecer-nos uma aproximação analítica razoável para tais configurações.

O capitalismo moderno, em contraste com as configurações que o sucederam, parece trazer em si, em sua essência mesma, uma semente de desordem ou de inerente instabilidade. Já em seus primeiros dias de expansão, no período do Renascimento, o capitalismo padece a sua primeira grande crise, a Bolha da Tulipas; no século seguinte, sucedem-se outras duas de semelhante envergadura, o Craque da Compagnie d'Occident e a Bolha do South Sea; a partir do século XIX as instabilidades começam a pulular como que vertiginosamente, as quais, segundo Kindleberger (1989), passam a marcar um *timing* de 10 anos em sua sucessão de ocorrências<sup>65</sup>. Ademais, é também no século XIX que Detzer e Herr (2014) datam o início do estudo das crises, as quais, dada a periodicidade de recorrência, passam a constituir-se como um problema teórico para a Economia Política. Steiner (1992, p. 225) assinala que o termo “crise”, antes reservado à Medicina, foi empregado pela primeira vez pelo fisiocrata François Quesnay. Pode-se ainda sublinhar a utilização de outros termos que acompanharam o fenômeno das instabilidades em seus primeiros dias, cuja expressividade pode soar-nos hoje um pouco extravagante, porém que espelham de algum modo a intensidade dos efeitos produzidos; “craque”, “mania”, “pânico”, “frenesi”, “euforia”, “orgia”, “bacanal”, “delírio coletivo”, “histeria”, “insanidade”, “loucura”, “tolice” ou, ainda, “extravagância” eram contados entre em termos de uso frequente na descrição seja do ambiente anterior à queda nos preços ou ainda posterior. Galbraith (1975, p. 103) assinala o caráter arcaico de tais termos, os quais teriam sido substituídos por uma nomenclatura mais suave ou branda, tais como “recessão”, “depressão”, “oscilações”, “flutuações”, “turbulências” e, é claro, “ciclos econômicos”.<sup>66</sup>

Quanto ao que tange propriamente à matéria do problema, Kindleberger (1989, p.) realiza uma distinção entre o *ciclo de negócios* e os momentos de *boom* e *bust*,

---

<sup>65</sup> Kindleberger (1989, Apêndice B) assinala algumas das instabilidades durante o período nos anos de 1810, 1815-16, 1819, 1825, 1828, 1836, 1837, 1838, 1847, 1848, 1857, 1864, 1866, 1873, 1882, 1890 e, por fim, 1893.

<sup>66</sup> Tvede (2006, prefácio) conta uma anedota sugestiva sobre o elemento eufemístico da nova nomenclatura: certo dia, almoçando em Zurique com um amigo – este administrador de um fundo de *hedge* –, ambos conversavam sobre “como as coisas andam”; em dado momento, o amigo comenta sobre uma possível instabilidade nos mercados russos – “*a giant crash [is] unfolding*”, “*the Russian stock market is falling like a rock*”; porém, tranquilizando-se e consolando-se a si mesmo, afirma ser apenas mais um episódio da história dos ciclos econômicos – “*the familiar old business cycles at work again*” – e, então, pôs-se a considerar sobre as agradáveis temperaturas do clima suíço – “[...], *but the weather's lovely*”.

segundo a qual o primeiro faz referência à completa *revolução* da “roda econômica” e os outros dois apenas ao último movimento de ascendência e de sua queda posterior ao pico ou “crista”. Caso nos for lícito aceitar tal distinção, faz-se desnecessário o resgate bibliográfico acerca do problema dos ciclos econômicos em toda sua universalidade; o próprio Galbraith não parece muito preocupado com isso, somente com os elementos recorrentes ou perenes dos grandes episódios da história da finança – “*the commun denominators*”, segundo a expressão do autor –, os quais estão mais ou menos demarcados desde a euforia que antecede o craque até a depressão o sucede. Assim, para este particular esforço de revisão parece antes necessário destacar a visão de alguns autores acerca do problema da instabilidade financeira ou econômica e de alguns dos elementos nos quais elas se fundam, mas não necessariamente tratando-se de todas as formulações dos *ciclos de negócios*.

A questão da possível ocorrência de instabilidades parece encontrar seu princípio nos clássicos – não necessariamente em seus tratados ou obras principais, senão que em documentos particulares, cartas ou notas de semelhante natureza; Kindleberger (1989, p. 9), por exemplo, chama a atenção para a noção de “*overtrading*” presente em Smith e em seus contemporâneos; ou, ainda, Arena (1992, p. 525) assinala que, nos autores clássicos da virada do séc. XVIII para o séc. XIX, começaram a aparecer preocupações acerca de uma possível convulsão do sistema, girando em torno do risco de superpopulação, da queda das taxas de lucro, dos problemas associados à superprodução ou, ainda, sobre a questão da implementação massiva das máquinas nos processos de produção e o problema do desemprego generalizado.

Jean-Baptiste Say, conquanto trabalhe teoricamente com a noção de *equilíbrio*, ao tratar da crise britânica de 1825, atribui curiosamente aos bancos e ao “espírito de especulação” a causa das dificuldades. Segundo Béraud (2016, p. 116-117), o economista francês não nega a possibilidade de crises, somente que sua causa se encontre em um excesso de oferta ou em um processo de acumulação de capital demasiadamente precipitado.

Em Malthus, aparece a possibilidade de um “abarroamento universal” (*general glut*) como consequência da configuração moderna das economias. Segundo o economista britânico, haveria nos processos capitalistas uma tendência à assimetria ou ao descompasso entre o crescimento da oferta de bens em relação a sua demanda; dado que o impulso intrínseco de todo e qualquer empreendimento capitalista é o de

acumulação, dar-se-ia constantemente um desbalanço entre o dispêndio direcionado ao consumo produtivo (bens de capital) e aquele destinado ao consumo não-produtivo (consumo propriamente dito), o primeiro fazendo-se excessivo e o segundo incipiente. Como consequência, pôr-se-ia em curso um processo sistemático de desequilíbrio, segundo o qual a incipiência de demanda “efetiva” terminaria por produzir as crises de superprodução e de desemprego generalizado. Há, em Malthus, portanto, uma das primeiras formulações de um mecanismo endógeno das economias em direção à instabilidade.<sup>67</sup>

Tratando-se do mesmo período, Arena (1992, p. 528), sublinha que tanto nos liberais franceses quanto nos economistas de cunho ricardiano – com a exceção de Torrens –, admite-se a possibilidade de crises parciais e transitórias, as quais encontrariam sua causa em fatores tais como as mudanças de preferência por parte dos consumidores, eventos políticos graves, abertura de novos mercados, incipiência de informação ou erros de produtores, intervenção demasiado frequente, inovações, crédito ou, ainda, fatores monetários. Não obstante, em razão de uma capacidade de ajuste inerente aos empresários, não haveria a possibilidade de tais crises assumirem um processo cumulativo indeterminado, não podendo, portanto, exercer efeitos nem globais nem duráveis.<sup>68</sup>

Já em John Stuart Mill, parece encontrar-se uma das primeiras formulações do movimento oscilatório dos mercados modernos. Segundo o economista britânico, a Lei de Say seria verdadeira somente para uma economia de escambo, segundo a qual toda transação implica em um simultâneo movimento da “compra” e “venda”; para aplicar-se a uma economia monetária, seria necessário (i.) supor a neutralidade da moeda e (ii.) tomá-la por aplicável somente em panoramas indefinidos de longo prazo – de tal modo que aqueles que venderam sem comprar terminem por comprar algo em algum momento. Não obstante, dentro das condições reais em que as economias se situam, as “oscilações” fazem parte da modalidade ordinária do funcionamento dos mercados. Assim, Mill destaca basicamente duas grandes fases do movimento geral de uma economia: uma primeira de ascensão (*boom*) e outra de queda (*bust*). A fase de expansão da atividade econômica encontra seu princípio em uma expectativa de elevação nos preços dos produtos ou de formação de uma demanda excedente, o que, por sua vez, tende a traduzir-se em uma intensificação da atividade produtiva e

---

<sup>67</sup> Para mais detalhes sobre a visão de Malthus, consultar MARTIN (2016, p. 111-112).

<sup>68</sup> Para mais detalhes, ver ARENA (1993, p. 528).

comercial; tal processo encontra no crédito um mecanismo de veículo, o qual é condição *sine qua non* para a elevação geral dos preços das mercadorias. À medida que os processos de crescimento vão se estabelecendo, dá-se simultaneamente o estabelecimento de um *estado de tranquilidade*, o qual, em razão da ausência prolongada de dificuldades, tende a traduzir-se em uma intensificação da confiança dos agentes em relação às oportunidades de lucro; tal nota é essencial, pois, em comunhão com a “tendência à queda dos lucros”, tende a servir de princípio de comportamentos “arrojados” ou de maior indiscrição por parte dos agentes, os quais passam a lançar mão de investimentos de maior risco ou da própria atividade especulativa em ordem à manutenção de seus níveis de lucro. Dado que a assunção consecutiva e sistemática de risco por parte dos agentes implica em um processo sistemático de “fragilização” de uma economia, não é necessária uma grande contradição para pôr em cheque o movimento global do sistema e servir de princípio para novas instabilidades; uma simples diminuição dos fundos disponíveis para o investimento, por exemplo, já seria capaz de produzir uma “contra-tendência destrutiva”. Assim, pôr-se-ia em marcha um processo inverso, o qual assume a forma de um desarranjo intermitente no funcionamento dos mercados ou, simplesmente, de uma *crise comercial*; havendo um definhamento da atividade produtiva, tem-se a fase de queda ou “*bust*”.<sup>69</sup>

Em seguida, pode-se destacar a visão do Walter Bagehot, banqueiro e ensaísta britânico. Bagehot é conhecido sobretudo por ser um dos primeiros autores a fornecer as bases teóricas ou uma justificativa para a ação daquilo que hoje chamamos de *emprestador de última instância*. O banqueiro parece assentar-se em um raciocínio inverso ao habitual, segundo o qual se concede certa primazia ao crédito em relação à poupança ou, dito de outro modo, concebe-se a atividade econômica como dependente das condições de crédito e não dos “estoques de poupança”, sendo estes antes um efeito da atividade e não sua causa. Assim, Bagehot apresenta as dificuldades financeiras de uma economia capitalista sob a forma de *crises de crédito*, segundo a qual a atividade econômica se vê como que “paralisada” frente à incerteza quanto aos mecanismos de financiamento via endividamento – os homens de negócios não conseguem empréstimo de seus banqueiros porque estes não sabem se conseguirão endividar-se livremente para financiar os processos de financiamento

---

<sup>69</sup> Para mais detalhes sobre Mill, consultar MARICIC (1992, p. 543).

da economia, de tal modo que “ninguém empresta pois ninguém sabe se conseguirá tomar emprestado”. Em tais circunstâncias, faz-se necessária a existência de um banqueiro de banqueiros ou de um banco dos bancos, isto é, de alguma instituição que a um só tempo não tenha necessidade alguma de empréstimos e seja capaz de emprestar livremente. A ascensão histórica dos “bancos nacionais” – ou, tal como chamamos hoje, *bancos centrais* – encontra em tal ponto seu princípio de justificação, porém, ao contrário de uma concepção mais comum, Bagehot formula a função de tais instituições não em uma demanda geral por dinheiro e sim em uma demanda específica por crédito; a finalidade dos bancos centrais, portanto, residiria na manutenção dos processos financiamento via empréstimos, mediante a qual se estabelece um princípio de garantia para as “engrenagens do endividamento” e, portanto, da própria circulação do dinheiro enquanto meio circulante. Não obstante, podendo-se pecar tanto por falta quanto por excesso, Bagehot formula três diretrizes gerais que devem nortear a tomada de decisão dos bancos nacionais, os quais devem (i.) emprestar com liberalidade (ii.) aos bancos solventes (“colaterais *bona fide*”) (iii.) a altas taxa de juros; desviando-se de tais diretrizes por incipiência – isto é, agindo os bancos nacionais segundo às diretrizes de um banco comum –, tem-se uma crise de falta de confiança generalizada e, portanto, de crédito incipiente; desviando-se por excesso, tem-se um cenário de “confiança exagerada”, segundo a qual os banqueiros, em seus processos de tomada de decisão, passam a levar em conta a oferta irrestrita de financiamento e a certeza de resgate a baixo custo em caso de fracasso e, por consequência, permitindo-se folgarem com qualquer parâmetro discricionário.<sup>70</sup>

Em sequência, pode-se destacar a visão de Karl Marx, segundo a qual não parece ter uma teoria das crises financeiras *per se*, senão que uma teoria das crises do capitalismo enquanto tal, isto é, enquanto sistema. O autor alemão concebe o capitalismo como intrinsecamente “móvel”, como um sistema em “constante movimento” e, portanto, concebendo-o não dentro de um paradigma de equilíbrio e sim de ruptura; tanto a transformação de suas estruturas quanto as oscilações na dinâmica de seu movimento fazem parte de sua natureza constitutiva. A tendência fundamental do sistema reside no movimento essencial do capital em direção ao acúmulo, os quais guardam um e outro relação de “consustancialidade”; seria parte constituinte da natureza mesma do capital a constante procura de uma “reprodução”,

---

<sup>70</sup> Para mais detalhes sobre Bagehot, consultar ROCHES (2016, p. 242-243).

de um alargamento. Segundo Faccarello et al. (2016, p. 224) não há, em Marx, uma única explicação coerente ou síntese global para o problema das crises, senão que algumas explicações ou abordagens para o problema. Não obstante, todas elas parecem derivar da característica fundamental assinalada pelo autor germânico do *movimento do capital em direção ao acúmulo*. Assim, a primeira das abordagens de Marx destacada pelos autores é a criação e estabelecimento de assimetrias através dos processos de “reprodução” do capital, o qual produz necessariamente desproporções em seu movimento de acumulação; os mecanismos de competição premiam os melhores participantes do processo e punem os piores, os quais se veem, no primeiro caso, cada vez mais favorecidos e, no segundo, postos em desvantagem cada vez maior, o que, por sua vez, serviria de princípio para um processo unilateral de acumulação do capital e, portanto, de sua centralização mesma. Todavia, em razão da “lei da tendência geral à queda dos lucros”, os capitalistas, mesmo aqueles favorecidos pelos processos de competição, encontrar-se-iam impelidos à constante contração da remuneração do trabalho para a manutenção de suas margens de lucro, o que, por sua vez, implica em um novo elemento propiciador de assimetrias; há, neste ponto, uma segunda abordagem. Por fim, assinala-se ainda que os processos de reprodução do capital encontrariam um correlato necessário nas relações sociais ou de “classe” do sistema; com a centralização do capital por parte da classe burguesa e a contração salarial da classe operária em razão do esforço capitalista de manutenção dos lucros, tem-se o fundamento para um processo que tende simultaneamente em direção à superabundância da produção do lado da oferta e escassez generalizada de consumo no lado da demanda. Segundo Marx, portanto, haveria uma tendência inerente do sistema capitalista em direção às crises.<sup>71</sup>

Já em Knut Wicksell, há uma abordagem cuja importância se destaca seja pelo caráter inovativo de alguns de seus elementos fundamentais seja pela importância que veio a exercer sobre o desenvolvimento histórico do pensamento sobre as crises. O economista sueco concebe um sistema com duas taxas de juros, uma *natural* e a outra *monetária*; a primeira diz respeito à remuneração do investimento em bens de capital e a segunda ao custo dos fundos de capital (taxa de juros de mercado). A estabilidade de uma economia teria por condição de necessidade o equilíbrio entre as duas taxas; sendo a segunda inferior à primeira, põe-se em curso um processo de

---

<sup>71</sup> Para mais detalhes sobre a visão de Karl Marx, consultar FACCARELLO et al. (2016, p. 223-224).

excesso de investimento e de demanda, tendo-se, por consequência, um quadro inflacionário; sendo a segunda superior à primeira, dá-se a situação inversa, tendo-se por resultante um quadro de baixo investimento, demanda incipiente e deflação dos preços. Porém, segundo Wicksell, não haveria um mecanismo de ajuste automático e necessário entre ambas as taxas, sobretudo em razão da ação dos bancos privados como princípio endógeno de criação monetária via crédito; não havendo tal ajuste, podem dar-se, via mecanismos de auto-organização dos mercados, processos que consolidam uma economia dentro de um quadro de instabilidade ou crise, os quais encontram em si mesmos seu fundamento ou seu próprio princípio de movimento, tendo, portanto, uma natureza “auto-reprodutória” ou *cumulativa* e podendo vir a perpetuar-se indefinidamente; tratam-se, justamente, dos *processos cumulativos wicksellianos*, frequentemente assinalados pela literatura. A primeira noção sublinhada, tratando-se do desequilíbrio entre as duas taxas de juros como princípio da mecânica das crises, parece ter sido incorporada sobretudo pelos economistas da Escola Austríaca; a segunda, tratando-se dos processos cumulativos que podem consolidar uma economia em um estado de crise via mecanismos endógenos, é incorporada sobretudo por Keynes e pelos economistas pós-keynesianos.<sup>72</sup>

Em seguida, destaca-se a abordagem de Friedrich von Hayek, a partir da qual se tem uma *teoria monetária das crises*. O economista austríaco parte de um princípio de arbitragem intertemporal dos agentes em seus processos de tomada de decisão; diante de uma determinada disponibilidade de renda, pode-se ou optar por uma satisfação imediata via consumo ou por uma satisfação futura via poupança. Em seguida, ao afirmar-se a primazia da poupança sobre o investimento, tem-se que a alocação produtiva de recursos depende de uma renúncia do consumo presente; o juro, por sua vez, não é senão o preço ou remuneração de tal sacrifício e encontra seu equilíbrio de mercado na confrontação entre a oferta e a demanda por fundos; não havendo nenhuma “perturbação externa”, a taxas de juros *monetária* e *natural* se equalizam. A estabilidade do sistema, por sua vez, depende da manutenção de tal

---

<sup>72</sup> Alguns autores abordam Wicksell de um modo aparentemente próximo ao neoclassicismo; outros, porém, tratam-no quase como uma espécie de pós-keynesiano *avant la lettre*. Com efeito, tal contraste é o princípio de contradições bastante desconfortáveis na literatura secundária; na questão do padrão-ouro, por exemplo, Beitone e Rodrigues (2017, p. 153) assinalam que, em Wicksell, preconiza-se o abandono do padrão-ouro, o que, por sua vez, serviria de princípio para a estabilização do sistema em razão de facilitar a ação reguladora da política monetária; Boyer (2000, p. 592), por outro lado, afirma que, para o economista sueco, a adesão à moeda metálica é condição necessária para a estabilização do sistema. Não sabemos como conciliar tais interpretações. Em todo caso, para mais detalhes sobre Wicksell, consultar BEITONE e RODRIGUES (2017, p. 150-153) e BOYER (2000, p. 587-592).

igualdade, mediante a qual o investimento e a poupança encontram seu ponto de equilíbrio. Não obstante, havendo a ocorrência de algum elemento externo “perturbativo”, põe-se em marcha um processo de desarticulação do eixo de equilíbrio do sistema e, por consequência, introduz-se nele um elemento ou princípio de “artificialidade”. O principal elemento exógeno de perturbação assinalado por Hayek parece ser a emissão de moeda associada à ação do Estado via política monetária<sup>73</sup>; em tal caso, produz-se uma queda artificial da taxa de juros *monetária*, criando-se um desbalanço em relação a sua taxa *natural*, o que, por sua vez, emite um sinal positivo para os agentes acerca das possibilidades reais de investimento, produzindo-se uma elevação do nível de endividamento e criando-se um princípio de desigualdade entre investimento e poupança; assim, com a elevação artificial nos níveis de investimento, dá-se um processo de elevação artificial do produto, renda e consumo, o que, por sua vez, vem a traduzir-se em um quadro de “superaquecimento” da economia; porém, com o aumento contínuo na quantidade de moeda, tem-se por consequência uma elevação progressiva no preço das mercadorias, o que, por sua vez, termina por ocasionar uma redução na demanda por tais bens e, por consequência, criando um princípio de desbalanço entre aquilo que se produz e aquilo que se consome; com a queda na demanda por mercadorias, tem-se um processo de queda dos preços e, por consequência, do investimento, do produto e do emprego, estabelecendo-se, assim, um quadro de recessão ou depressão; por fim, destaca-se que como a expansão monetária produziu uma alteração na estrutura relativa de preços – e, portanto, da própria “normalidade” na disposição de preferências dos consumidores –, não somente as firmas financiadas pela expansão passam por dificuldades, senão que também aquelas financiadas pela parcela “não-artificial” de fundos, de tal modo que a depressão estabeleça a economia em um patamar inferior ao quadro inicial anterior à emissão. Assim, Hayek coloca na moeda – ou, mais precisamente, em sua emissão “descontrolada” – o próprio fundamento dos ciclos de negócios; uma fase de expansão e superaquecimento em primeira instância e, em seguida, sua conversão em um

---

<sup>73</sup> Beitone e Rodrigues (2017, p. 135) assinalam que, para Hayek, quantidade total de meio circulante aumentaria quase que necessariamente durante a “fase ascendente” do ciclo, seja via política monetária seja via crédito privado; ademais, Hayek teria ido mais além ao afirmar que, ainda que houvesse algum mecanismo de controle do crédito privado bancário, surgiria um mecanismo de crédito interempresarial, o que, por sua vez, implicaria na necessidade do estabelecimento de um elemento monetário anticíclico em ordem à manutenção da estabilidade do sistema; tal elemento poderia ser estatal – possibilidade vista com ceticismo pelo autor – ou privado (seleção via “mecanismo evolucionário” dos mercados).

quadro de depressão; tanto em uma quanto em outra, seus efeitos são reais, malgrado assentados em mecanismos “artificiais”<sup>74, 75</sup>.

Destaca-se, em sequência, a abordagem de Thorstein Veblen, cuja contribuição merece ser assinalada em razão de pôr em evidência os mecanismos microeconômicos internos dos ciclos de negócios em economias onde há assimetria de poder e onde predominam as estruturas oligopolistas de mercado. No princípio de sua análise, Veblen toma por pressuposto a heterogeneidade entre as firmas, as quais distinguem-se por tamanho e por produto; quanto a primeira distinção, assinala-se a existência de firmas grandes e pequenas que têm por fim a produção de uma mercadoria “comum” ou orientada ao público em geral, havendo uma superioridade do primeiro grupo em relação ao segundo tratando-se de capacidade produtiva e de mobilização financeira de recursos; quanto à distinção por produto, assinala-se ainda a existência de firmas orientada à produção de bens de luxo para a *classe ociosa*. Partindo da distinção inicial entre firmas grandes e pequenas, Veblen argumenta que o sistema tende a favorecer aquelas de maior tamanho, dada tanto suas maiores prospecções de retorno quanto sua maior quantidade de bens a servirem de colateral; assim, as firmas maiores tendem a gozar de maior disponibilidade de crédito em relação às menores, o que, por sua vez, tenderiam a acentuar as assimetrias vigentes em razão dos ganhos de escala; as firmas menores, por consequência, tenderiam a ter suas margens de lucro e capacidade produtiva reduzidas ou poderiam mesmo ver-se em situação de falência, o que, por sua vez, tenderia também a acentuar os níveis de concentração industrial. Com a acentuação das estruturas de assimetria vigentes, as firmas grandes passam a haurir de novas possibilidades de intensificar tal processo, tal como, por exemplo, via investimento em publicidade e propaganda, reduzindo a elasticidade-preço da demanda de seus bens e lançando mão de barreiras à entrada. Com a maior capacidade das firmas de lucrarem via elevação dos preços em detrimento do alargamento da produção, tem-se por consequência um quadro de elevação dos níveis de capacidade ociosa, o que, por sua vez, implicaria em uma queda do produto, do emprego e dos salários reais; com a redução do poder de compra dos trabalhadores, há um processo de queda da demanda por bens normais, o que, por sua vez, implicaria em uma queda nas expectativas dos homens

---

<sup>74</sup> Em tal ponto, diga-se de passagem, parece residir uma das especificidades do autor em relação aos seus correligionários neoclássicos.

<sup>75</sup> Para mais detalhes sobre Hayek, ver BEITONE e RODRIGUES (2017, p. 133-136).

de negócio acerca do futuro da economia e, portanto, em uma queda do investimento; havendo um quadro de “desaceleração” da produção e intensificação da concentração de mercado, tem-se um princípio daquilo que hoje chamamos de *estagflação*. Ademais, o aumento nas reversas de recursos das grandes firmas via redução da utilização da capacidade produtiva é capaz de fomentar o consumo não-produtivo e acabar por servir de veículo para o crescimento e consolidação das firmas produtoras de bens de luxo, o que, por sua vez, é princípio de novas assimetrias. Assim, segundo Veblen, o transcurso natural de uma economia capitalista seria em direção à concentração dos mercados e à criação de assimetrias nas relações interindividuais ou organizacionais. Por fim, pode-se assinalar alguns outros elementos laterais ou “periféricos” da posição de Veblen, os quais são dignos de destaque pela provável influência que exerceram sobre a visão de Galbraith, tais como (i.) o enquadramento da relação inversa entre juros e investimento condicionado pela inexistência de um otimismo universal entre os agentes, (ii.) a atribuição da confiança da comunidade de investidores acerca do futuro da demanda agregada como um dos elementos-chave das oscilações dos mercados, (iii.) a influência das crenças correntes acerca da direção das políticas de governo sobre as decisões dos agentes e, sobretudo, (iv.) a aceitação de uma ampla margem de indeterminação quanto à causa das oscilações na estrutura de expectativas dos agentes, concebendo-as antes como uma questão de instinto ou de psicologia de massas que um problema puramente técnico, econômico ou material.<sup>76</sup>

Em seguida, assinala-se a posição de Irving Fisher, não a primeira – em concordância e em dependência aos pressupostos neoclássicos –, senão que aquela posterior ao Craque de 29 e concomitante à Grande Depressão, segundo a qual se concebe um modelo de sistema intrinsecamente instável; para o economista norte-americano, nesta nova visão, a aplicação da noção de equilíbrio estável para uma economia capitalista seria tão absurda quanto imaginar “o oceano Atlântico sem nenhuma onda”. Assim, nesta segunda tentativa de compreender a finança moderna, Fisher elabora uma teoria dos *ciclos do crédito*. Em um primeiro momento, destaca-se um processo de crescimento das economias; há investimento, produção e emprego até o aquecimento e superaquecimento do sistema; a euforia generalizada do ambiente e a perspectiva que galgar níveis cada vez mais elevados de lucro movem

---

<sup>76</sup> Para mais detalhes sobre a posição de Veblen, consultar DAVANZATI e PACELLA (2014).

os agentes ao endividamento, os quais alcançam sucessivamente graus cada vez maiores mediante às práticas de alavancagem por parte de investidores e especuladores; os ativos financeiros que servem de objeto para a atividade especulativa têm seu preço elevado em resposta às pressões da demanda, o que, por sua vez, exerce novas pressões sobre a atividade especulativa e, portanto, sobre o próprio crédito e assim sucessivamente em um movimento “auto-reprodutório” e cumulativo. Não obstante, em algum momento e por alguma razão, os preços dos ativos que serviram de objeto da atividade especulativa tenderão a alcançar seu cume ou ponto máximo; dado que a estagnação dos preços torna inócua a mecânica da especulação, tem-se em seguida necessariamente um movimento inverso, mediante o qual há uma espécie de inundação progressiva quanto à oferta dos ativos e, por consequência, um processo massivo de derrocada em seus preços. Porém, embora os ativos padeçam um quadro de intensa deflação, o nível de endividamento nominal permanece inalterado, o que, por sua vez, implica que grau de endividamento real ou, melhor dito, o “peso” do endividamento efetivamente aumenta, dado que os ativos que servem de contrapeso ao passivo estão como que “minguando” por inanição em seu valor de mercado, o que, por sua vez, implica em uma nova pressão sobre a venda dos ativos em derrocada e assim sucessivamente. Assim, põe-se em curso um processo “auto-reprodutório” e cumulativo da crise subsequente ao craque, o qual, mediante os mecanismos de auto-organização dos mercados, tende a servir de princípio de um quadro de depressão; Fisher denomina tais processos como mecanismos “deflação-divida” (*debt-deflation*). Como os quadros de instabilidade que as economias padecem (*i.*) encontram seu fundamento em um movimento endógeno do sistema e (*ii.*) produzem efeitos reais sobre a atividade econômica, Fisher põe na ação do Estado e dos bancos centrais o princípio de solução para tal tendência, porém, possivelmente esmagado ou pela visão das penúrias da Grande Depressão ou por seu fracasso mesmo enquanto especulador, termina por propor a completa abolição da reserva fracionária, de tal modo que o “multiplicador bancário” seja reduzido a 1 e os bancos não exerçam senão um ofício de meros intermediários de recursos já existentes.<sup>77</sup>

Em sequência, destaca-se a posição de Keynes, a qual já teve na subseção anterior alguns de seus principais elementos destacados. Em sua *teoria monetária da*

---

<sup>77</sup> Para mais detalhes sobre a segunda posição de Fisher, ver BEITONE e RODRIGUES (2017, p. 164-165).

*produção*, o economista britânico concebe a causa dos movimentos de *boom* e *bust* de uma economia capitalista como uma resposta às flutuações do investimento, a qual, por sua vez, está em direta dependência das decisões de investir dos homens de negócios; em caso de otimismo frente às possibilidades futuras de retorno, realiza-se o investimento, o qual vem a traduzir-se em aumento no produto, emprego e consumo, o que, por sua vez, serve de alimento para o otimismo dos agentes e para a sua confiança no sistema; no caso contrário, o investimento produtivo não é realizado e os agentes ou recorrem ao entesouramento de seus recursos ou à “aplicação” em ativos líquidos e de baixo risco (*preferência por liquidez*). Assim, Keynes atribui à questão das expectativas um papel de centralidade nas decisões de investimento<sup>78</sup>. Ademais, em Keynes parece residir uma das primeiras explicitações (i.) do papel da *incerteza* nas decisões de investimento, isto é, tratando-se do peso da ausência de conhecimento dos agentes em seus processos de tomada de decisão e (ii.) da influência que as paixões humanas podem exercer sobre as decisões de investimento – “*animal spirits*”, segundo a expressão consagrada de Keynes –, acentuando tanto os movimentos de *boom* via entusiasmo ou euforia quanto os movimentos de *bust* via medo ou mesmo pânico. As crises financeiras, por sua vez, são concebidas por Keynes como endógenas e a atribuição de suas causas parece encontrar-se, sobretudo, na transformação das características do investimento ao longo do ciclo de negócios, de tal modo que, à medida que os processos de euforia dos agentes se acentuem, o investimento migre do capital produtivo em direção ao capital especulativo, tornando a economia uma espécie de objeto das “operações de um cassino”.<sup>79</sup>

Destaca-se, ainda, a posição de Hyman Minsky, a qual merece ser considerada sobretudo pela visível proximidade entre sua Hipótese da Instabilidade Financeira e a abordagem galbraithiana sobre o problema das crises. Em sua composição fundamental, o ciclo minskyano em nada difere da proposta keynesiana; sua diferença específica reside antes na acentuação ou explicitação do papel da finança e o modo pelo qual ela serve de elemento amplificador da altura ou intensidade das oscilações ao longo do ciclo em razão de seu comportamento pró-cíclico. Ademais, a principal

---

<sup>78</sup> Tal elemento é fundamental, pois quebra com a noção de um ajuste automático na relação juros e investimento; ainda que houvesse um quadro de juros nulo ou mesmo negativo, a realização do investimento não é garantida senão mediante a confiança dos agentes frente ao futuro da economia e as possibilidades de retorno.

<sup>79</sup> Para mais detalhes sobre Keynes, ver BEITONE e RODRIGUES (2017, p. 154-160).

inovação da abordagem minskyana parece residir na identificação de um elemento psicológico sutil, o qual serve de princípio para uma espécie de correlação ou causalidade que se estabelece ao longo do tempo entre a estabilidade e a instabilidade dos sistemas. Segundo o economista norte-americano, um período demasiadamente prolongado de crescimento estável ou de prosperidade tranquila produz uma alteração na estrutura de expectativas das unidades financeiras, as quais se fazem cada vez mais arrojadas à medida que o otimismo se transforma em euforia; tal como assinalado por Keynes, há um processo de migração do investimento do capital produtivo em direção ao especulativo e, tal como sublinhado por Fisher, crescem os níveis de endividamento das unidades frente às possibilidades de potencialização dos lucros via alavancagem, o que, por sua vez, implica em um processo de progressiva *fragilização* do sistema, o qual se faz cada vez mais vulnerável frente às contradições, tanto externas quanto internas. Assim, dada a fragilização crescente do sistema e a contingência própria à realidade econômica, então, em algum momento alguma contradição (externa ou interna) irá pôr em cheque o movimento de euforia financeira e trazer à luz a vulnerabilidade atual da economia; põe-se em marcha, então, um processo de deflação-dívida, o qual tenderá a culminar em um quadro de depressão caso não houver algum mecanismo institucional que atue a modo de “disjuntor” (*circuit breakers*). Com o prolongamento da crise e de suas dificuldades, instala-se uma espécie de suspicácia universal em relação à finança, uma demanda mais intensa por regulação e supervisão e também uma maior cautela ou discrição por parte dos agentes em suas práticas. Com a retomada do crescimento e, sobretudo, mediante o seu estabelecimento tranquilo e estável, a memória das dificuldades tende a cair na reminiscência, o otimismo volta a transformar-se em euforia e os agentes voltam a fazer-se cada vez mais arrojados, o que, por sua vez, vem novamente a traduzir-se em um processo de crescente fragilização do sistema, o qual, cedo ou tarde, culminará no craque dos preços e nos mecanismos deflação-dívida. Assim, segundo a Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky, tem-se um quadro em que apetite dos agentes por lucro e satisfação não é saciado pelos períodos longos de prosperidade estável e tranquila, senão que vigorosamente excitados, fazendo com que (i.) as economias capitalistas sejam intrinsecamente instáveis e que (ii.) encontrem precisamente na estabilidade o fundamento de sua

instabilidade. Tais processos são sintetizados por Minsky em uma fórmula compendiosa e brevíssima: “*stability is destabilizing*”.<sup>80</sup>

Por fim, pode-se assinalar ainda a posição neoclássica, a qual, malgrado não pareça ter uma teoria das crises financeiras propriamente dita, é digna de destaque em razão de ser precisamente a quem Galbraith, de modo tanto implícito quanto explícito, contesta obstinadamente em seus escritos. Embora a abordagem neoclássica se apresente sob diversas modalidades e em diferentes matizes, tais diferenças permanecem “acidentais” ou secundárias, podendo-se sublinhar um fundamento elementar comum: a concepção do mercado enquanto entidade *intrinsecamente* perfeita. Partindo dos pressupostos de *racionalidade ilimitada* e de *perfeita disponibilidade de informação*, concebe-se os agentes como autômatos maximizadores de utilidade e cuja ação vem a traduzir-se necessariamente na melhor escolha possível ou “*escolha ótima*”. Em um plano sistêmico, a interação entre a ação otimizada dos agentes é o princípio da ocorrência do melhor estado possível dentre todas as possibilidades de alocação de recursos – tal como preconizado seja pela noção de *equilíbrio geral walrasiano* ou, ainda, pelo *ótimo de Pareto*. Tal é a lógica basilar da modelagem neoclássica, segundo a qual, mediante o livre curso dos mecanismos de mercado, a estabilidade do sistema é garantida. Diante da realidade das crises, há como que um “relaxamento” de alguns de seus pressupostos – tal como, notavelmente, nas abordagens que destacam a possibilidade de ocorrência de alguma “imperfeição” – ou, ainda, uma atribuição de suas causas a elementos exteriores ao sistema – tal como preconizado pela abordagem dos “choques exógenos”. No primeiro caso, as “imperfeições” entram no sistema a modo de “rigidezes” ou “viscosidades” que impedem que os mercados, em si mesmos perfeitos, deem livre curso aos seus mecanismos estabilizadores, os quais por si mesmos tenderiam ao resultado ótimo, porém encontram nas “imperfeições” uma espécie de obstáculo ocasional; alguns dos elementos frequentemente destacados são, a título de exemplo, a “rigidez” dos salários, a “imperfeição” de informação ou, ainda, os “custos de agência”; tais elementos, contudo, não são a regra ou uma propriedade inerente ao sistema, senão que casos de exceção que impedem o livre funcionamento dos mercados. Quanto ao segundo grupo, concebe-se a intervenção de fatores exteriores ao sistema como fundamento das oscilações no sistema, tais como, por exemplo, aumento ou reduções

---

<sup>80</sup> Para mais detalhes sobre Minsky, ver WRAY (2016).

populacionais, intempéries ou, ainda, a ação do Estado; tais elementos se articulam com o sistema de modo análogo à introdução de uma doença em um corpo saudável, o qual, embora fundamentalmente saudável, tem o funcionamento eficiente de seus mecanismos impedido pela intervenção maléfica de um elemento exógeno. Deste modo, tanto no primeiro grupo assinalado quanto no segundo, há um quadro em que a causa das crises e instabilidades, segundo a abordagem neoclássica, sempre venha a encontrar-se em elementos que impeçam o livre funcionamento dos mercados em toda a sua eficiência e não em um defeito intrínseco ao *modus operandi* das economias.

### 3. INVESTIGAÇÃO SOBRE O PROBLEMA DA FINANÇA EM GALBRAITH

#### 3.1. O DINHEIRO EM GALBRAITH

O presente subcapítulo é subdividido em três seções: uma primeira abordando o problema da noção do dinheiro, buscando articular suas propriedades fundamentais, sua funcionalidade e institucionalidade em um conceito fundamental, bem como traçar seu princípio de introdução no sistema e a ação das principais instituições que sustentaram seu desenvolvimento; uma segunda, tratando da questão da relação entre a quantidade de moeda no sistema e os preços das mercadorias; por fim, uma terceira, abordando o problema da neutralidade do dinheiro.

##### 3.1.1. A noção de dinheiro

Parece haver uma dificuldade fundamental no estado atual da Economia Monetária em encontrar uma definição de moeda, algo que a um só tempo forneça resposta ao problema “o que é o dinheiro” e também possa ser articulado de modo simples e coeso com a sua dimensão funcional ou prática; em abordagens de tipo convencional, frequentemente o que se vê é antes uma mera referência a categorias ilustrativas (“M1”, “M2”, etc.) ao invés de um conceito propriamente dito. Beitone e Rodrigues (2017, p. 8) sintetizam o *status quaestionis* do problema assinalando duas grandes linhas de investigação ou modos de abordagem: uma primeira, denominada *funcionalista*, para a qual a moeda é aquilo para que serve – “*money is what money does*”, segundo a célebre fórmula – e, ainda, uma segunda, chamada *institucionalista*, a qual procura dar resposta ao problema da natureza ou da essência mesma do dinheiro. Galbraith, por sua vez, pode ser tido como um ponto de articulação entre ambas, dado que sua aproximação ao problema não se restringe nem a uma nem a outra.

Nas primeiras páginas de seu *Money: Whence It Came, Where It Went*, Galbraith (1975, p. 5) aponta para a realidade que pretende abordar e que servirá de indicativo para um subsequente aprofundamento do problema: “*money is nothing more or less than [...] what is commonly offered or received for the purchase or sale of goods, services or other things*”; assim, o fenômeno do dinheiro encontra seu distintivo fundamental, sua *raison d'être*, no fato de servir de *instrumento de troca*. Tal constatação, malgrado de aparência tão trivial, não deve ser tomada levianamente; tem-se, em tal ponto, um princípio de aferição ou mesmo a *diferença específica* do

dinheiro em relação a todos os outros bens reais e ativos financeiros; tal ou qual objeto real – papel ou metal, por exemplo – ou, ainda, um ativo fiduciário qualquer – títulos de dívida, notavelmente – devem ser tidos por moeda se e somente se servirem efetivamente de meio de pagamento. Deste modo, uma porção de liga metálica, por exemplo, independentemente de possuir um valor de uso que lhe é próprio, só poderia ser tida por moeda caso viesse a servir efetivamente de instrumento para as transações de uma economia; a mesma constatação se aplica a qualquer título de dívida privado, os quais, a partir de tal constatação, admitem uma distinção entre aqueles que servem de meio de pagamento – depósitos bancários, por exemplo – e aqueles que não admitem tal função – por exemplo, um título privado de uma empresa qualquer em um fundo de investimento. Na função transacional da moeda, portanto, reside seu indicativo fundamental.

Não obstante, tal indicativo evidentemente não é suficiente para constituir um conceito propriamente dito; tem-se nele somente a sua finalidade específica, a função principal a que se ordena. Resta, ainda, o problema do que a *coisa* é. Galbraith, com efeito, parece aderir à resposta velho-institucionalista, segundo a qual o dinheiro é, antes de tudo, uma *instituição*. Malgrado não haja uma afirmação explícita, parece ser o caso, em primeiro lugar, ao citar a enorme multiplicidade de formas exteriores nas quais o dinheiro veio a revestir-se historicamente ou, ainda, na vasta diversidade de objetos que lhe serviram de assento. Assim afirma o economista canadense (1975, p. 7)

“Money is a very old convenience but the notion that it is a reliable artifact to be accepted without scrutiny or question is, in all respects, a very occasional thing — mostly a circumstance of the last century. For some four thousand earlier years there had been agreement on the use of one or more of three metals for purposes of exchange, these being silver, copper and gold [...] For brief periods, it should be noted, iron also intruded. And much later tobacco [...] had a limited but notable run. More awkward or exotic items such as cattle, shells, whiskey and stones [...] have never been durably important for people much removed from primitive rural existence. The historical association between money and metal is more than close; for all practical purposes, for most of time, money has been a more or less precious metal”.

Há, subjacente ao trecho acima, uma afirmação tácita do caráter convencional do dinheiro quanto à decisão pública da matéria que lhe deve servir de substrato físico. A constatação de que o dinheiro tenha tendido historicamente para as formas metálicas em nada dificulta tal proposição, dado que o mesmo autor explora ao longo de seu trabalho os diferentes regimes sob os quais a própria moeda metálica foi

submetida historicamente – tal como, por exemplo, as convenções acerca de qual ou quais metais deveriam ser utilizados ou quanto ao modo em que se daria o problema da convertibilidade. Ademais, ao tratar do problema fundamental do papel-moeda, a afirmação do caráter convencional do dinheiro aparece um pouco mais explícita. Assim afirma o autor (1975, p. 62, grifo nosso),

“In looking at a rectangular piece of paper, on frequent occasion of indifferent quality, featuring a national hero or monument or carrying a classical design with overtones of Peter Paul Rubens, Jacques Louis David or a particularly well stocked vegetable market and printed in green or brown ink, they have been assailed by the question: **Why is anything intrinsically so valueless so obviously desirable?** What, in contrast to a similar mass of fibers clipped from yesterday's newspaper, gives it the power to command goods, enlist service, induce cupidity, promote avarice, invite to crime? Surely some magic is involved”.

Tal seria o problema fundamental do papel-moeda; a aparente “magia” ou “feitiçaria”, mencionada pelo autor, residiria precisamente na incongruência do fato de um objeto tão inútil quanto um pedaço de papel pintado ter a capacidade de converter-se em qualquer coisa, de comprar tudo não sendo nada e não tendo *per se* absolutamente nenhum valor. Com efeito, o que distinguiria um pedaço de papel pintado com um selo da autoridade monetária local quando comparado a um outro objeto absolutamente idêntico sem tal distintivo seria justamente a confiança de cada agente acerca de sua *aceitação universal* enquanto bem de troca, isto é, em um ato de fé e de esperança dos agentes em relação a sua *convertibilidade perfeita*. Porém, tal não parece ser um problema estrito do papel-moeda; ainda que a matéria que sirva de substrato físico para o dinheiro possua algum valor de uso próprio – tal como, por exemplo, no caso dos metais preciosos ou de qualquer bem real –, sua aceitação universal não poderia derivar de sua utilidade intrínseca, dado que sua demanda teria de ser perfeita e universal; assim, a mesma questão levantada acima poderia sê-lo novamente aqui: o que distingue fundamentalmente uma porção de liga metálica (demandada somente por aqueles que desejam usufruir de sua utilidade enquanto bem de uso ou auferir dos lucros associados ao seu comércio) e outra porção absolutamente idêntica em quantidade e pureza, porém com um selo da autoridade monetária e cuja demanda é perfeita, a aceitação universal e a convertibilidade absoluta? Para Galbraith, a resposta parece residir no fato de que o dinheiro, independentemente do valor do ativo que lhe serve de substrato físico, é antes de tudo uma *convenção*. Assim afirma o economista (1975, p. 63, grifo nosso),

“Writers on money have regularly distinguished between three types of currency: that which owes its value, as do gold or silver, to an inherent desirability derived from well-established service to pride of possession, prestige of ownership, personal adornment, dinner service or dentistry; that which can readily be exchanged for something of such inherent desirability or which carries the promise [...] of eventual exchange; and currency which is intrinsically worthless, carries no promise that it will be redeemed in anything useful or desirable and which is sustained, at most, by the fiat of the state that it be accepted. In fact, **all three versions are variations on a single theme**”.

Se assim é, pouco importa se há ou não um ativo intrinsecamente valioso servindo de substrato para o dinheiro ou uma promessa de realização de um ativo de semelhante natureza, bastaria apenas que haja um consenso na comunidade de pagamentos acerca de sua aceitação universal, o qual, por sua vez, servirá de fundamento para a sua propriedade de perfeita convertibilidade. A distinção habitual entre *commodity* e *fiat money* seria, portanto, antes acidental ou acessória do que essencial tratando-se do problema monetário. Ainda, dado que a convenção-dinheiro exige em sua base atos de fé e de esperança por parte da comunidade de pagamentos em relação às propriedades ou funções que tenciona atender, haveria uma certa necessidade ou conveniência de atrelá-la a certos símbolos, os quais devem servir como um *princípio de legitimação* e, em maior ou menor medida, como fundamento de sua credibilidade. Galbraith (1975, p. 118-119), por exemplo, descreve como o Federal Reserve foi, desde seus primeiros dias, revestido de uma certa reputação de probidade e elogio, não sem certo tom jocoso, a arquitetura de seus edifícios como a virtude principal da instituição, indicativo de suas pretensões de sobriedade e gravidade financeira; relata também, ao tratar da moeda em forma de títulos de dívida lastreados em ativos reais, que mais importante que a existência real dos ativos nos depósitos físicos dos bancos é a confiança dos agentes em sua existência e no caráter inalienável de seu resgate (GALBRAITH, 1975, p. 16); ademais, comenta que a moeda estatal gozou frequentemente de certa roupagem de integridade ou de majestade associados aos Estados nacionais (GALBRAITH, 1975, p. 46), como que uma espécie de participação em suas atribuições (reais ou imaginárias), ou, ainda, menciona como historicamente o dinheiro foi associado à figura dos governantes ou de certos “heróis” nacionais (GALBRAITH, 1975, p. 62), mesmo nas moedas metálicas

(GALBRAITH, 1975, p. 8). Assim, dado o seu caráter convencional, o dinheiro seria um ativo essencialmente fiduciário.<sup>81</sup>

Ademais, há ainda em Galbraith uma referência à dimensão funcional do dinheiro; em primeiro lugar, referindo-se ao dinheiro como uma *conveniência econômica* (GALBRAITH, 1975, p. 7), tem-se uma insinuação remota de sua finalidade; conquanto não haja menção explícita senão à função transacional (GALBRAITH, 1975, p. 5), as outras duas, *unidade de conta e reserva de valor*, aparecem de modo tácito ou subentendido ao longo de seu livro sobre a história do dinheiro. A referência exclusiva à função transacional enquanto realidade fundamental do dinheiro parece concedê-la certa razão de precedência, isto é, certa primazia sobre as outras duas funções; tal nota, com efeito, pode ser explicada pelo fato de ser perfeitamente possível que outros ativos não-monetários atendam às funções tanto de unidade de conta quanto de reserva de valor sem que sejam de fato moeda.<sup>82</sup> Em tal ponto, por sua vez, reside um princípio de articulação entre as abordagens *institucionalista e funcionalista*; como já dito, para Galbraith, o dinheiro é antes de tudo uma instituição; porém, o que distingue a convenção-dinheiro de qualquer outra convenção de uma sociedade são as funções clássicas da moeda – especialmente, a função transacional –, as quais entram no conceito de dinheiro a modo de *finalidade*. Assim, a primeira linha de abordagem apontaria para o dinheiro em seu *gênero próximo* (convenção) e a segunda em sua *diferença específica* (conveniência econômica mediante à instituição de um ativo universalmente desejado que possa servir de meio de pagamento para as transações de uma economia e, *ipso facto*, sirva de unidade de conta e de reserva de valor).

Na descrição galbraithiana da evolução histórica da moeda, aparecem basicamente três formas de dinheiro, as quais não carregam nenhuma distinção essencial – por isso mesmo passíveis de participarem da mesma definição de dinheiro

---

<sup>81</sup> Tanto no dinheiro atrelado a um bem real quanto naquele associado ao poder coercitivo do Estado tais elementos permanecem subjacentes; no primeiro caso, há uma crença em sua autenticidade e a esperança de sua aceitação; no segundo, há um ato de fé e de esperança na capacidade do Estado de sustentar a sua ação coercitiva ao longo do tempo.

<sup>82</sup> No primeiro caso, parece tratar-se de uma inconveniência relativa, malgrado possível; já no segundo, qualquer ativo pode e é efetivamente utilizado como reserva de valor sem que passe perto de ser associado à convenção monetária. Com efeito, as funções de *unidade de conta e reserva de valor* parecem decorrer da primeira, ou seja, o fato de que o dinheiro pela natureza mesma de seu valor de troca seja *universalmente desejado* o torna um ativo especialmente apto para servir de unidade de conta e de reserva de valor.

–, senão que representam antes diferenças acessórias ou acidentais, malgrado não negligenciáveis. A primeira delas é aquilo que habitualmente se chama de *commodity money*, isto é, moedas atreladas a um ativo real que lhes serve de substrato físico, o qual, por sua vez, é um dos elementos que alimenta a fé e a esperança dos agentes no valor e na eficácia da convenção monetária; a tendência geral foi a de associá-las aos metais preciosos, conquanto tenham havido também experimentos intermitentes com outros bens reais – sendo o tabaco, gado, grãos, pedras, whisky e conhaque alguns dos casos mencionados (GALBRAITH, 1975, p. 7; p. 50). Uma segunda forma, hoje chamada de *credit money*, diz respeito aos ativos fiduciários lastreados em algum outro ativo, os quais não carregam valor intrínseco algum e são aceitos unicamente em razão de estarem atrelados a outros bens mediante uma promessa de pagamento ou de resgate futuro; tal é o caso dos mecanismos de operação ordinários de qualquer banco comercial, cujo princípio estaria atrelado às formas rudimentares de intermediação financeira, como, por exemplo, no ofício do ourives, os quais emitiam aos seus fregueses algo próximo a um certificado de depósito em contraposição ao ouro recebido e que habitualmente circulava pelo comércio a modo de moeda (GALBRAITH, 1975, p. 32; 1994, p. 35). Já a terceira delas diz respeito àquilo que se convencionou chamar de *fiat money*, isto é, as formas de dinheiro que não estão atreladas a nenhum ativo real, cujo valor depende inteiramente do poder coercitivo do Estado e que, por tal razão, vêm a se constituírem como a moeda oficial das nações (“*legal tender*”) (GALBRAITH, 1975, p. 46); seu princípio se encontra na categoria anterior de moeda, inicialmente não sendo nada mais que títulos de dívida emitidos pelos Estados nacionais ou pela Coroa com uma promessa de resgate e frequentemente com alguma forma de remuneração via juro, os quais, todavia, parecem ter tendido invariavelmente à suspensão de seu lastro em momentos de dificuldade financeira, culminando na modalidade atual (GALBRAITH, 1975, p. 46).<sup>83</sup>

---

<sup>83</sup> Quanto à última distinção cabe notar que a necessidade de *lastro* parece ser um problema próprio dos títulos de dívida, os quais podem ser acidentalmente utilizados como dinheiro e efetivamente o são quando empregados como instrumento de troca. No caso específico dos títulos, faz-se necessário alguma forma de lastro, dado que é o fundamento mesmo da confiança dos agentes e, portanto, o princípio pelo qual podem vir a servir de meio de pagamento. Não obstante, o mesmo problema não parece aplicar-se às formas contemporâneas de papel-moeda (oficial/estatal), dado que a confiança dos agentes se assenta não na referência a algum ativo real e sim na ação coercitiva do Estado e na confiança dos agentes quanto à universalidade da confiança em seu “fiat”; a prova da distinção entre os títulos (moeda *per accidens*) e o *fiat money* (moeda *per se*) é que, no primeiro caso, conquanto um título de dívida possa servir de assento a outro e esse a outro, tal relação não pode estender-se indefinidamente; já no segundo caso, o dinheiro é aceito por si mesmo e pode vir a servir de base última para o assento ou lastro dos mesmos títulos de dívida. Se assim é, não parece fazer sentido levantar

Posta a distinção, Galbraith (1975, p. 18) assinala os três grandes “progenitores” do dinheiro ao longo da história, ou seja, as três principais organizações que serviram de causa para a sua introdução nos sistemas: (i.) as casas de cunhagem tratando-se da moeda metálica, (ii.) os bancos quanto aos certificados de depósitos, títulos ou outras formas de *credit money* e (iii.) os Estados nacionais tratando-se dos títulos de dívida em alguma medida e, sobretudo, em relação às modalidades atuais de *fiat money*. Haveria, portanto, sempre uma organização responsável pela introdução do dinheiro a modo de *causa agente*, a qual, por sua vez, parece merecer o nome de *autoridade monetária*, dado ser justamente aquela que institui e ratifica de algum modo a convenção-dinheiro e lhe concede um caráter de oficialidade. Não obstante, subjacente a tal constatação, não se pode ignorar a importância do restante dos agentes do sistema, os quais participam da validação da convenção-dinheiro a modo de *causa subordinada* ou *secundária*, realizando o ato de confiança fundamental na autoridade monetária que legitima o uso do dinheiro e a universalidade de sua aceitação; Galbraith (1975, p. 67), a título de exemplo, assinala que um dos principais elementos do fracasso do dinheiro de Pancho Villa e de seu subsequente aborto havia sido justamente o fato de não ser aceito por ninguém e, portanto, não servir *efetivamente* como meio de pagamento. Por conveniência, poder-se-ia chamar o restante dos agentes que participam “passivamente” da introdução do dinheiro no sistema de *comunidade de pagamentos*.<sup>84</sup>

Ademais, as distinções anteriores quanto aos tipos de moeda e principais organizações associadas à sua introdução nos fornecem ainda alguns elementos para a elucidação da controvérsia atual acerca da endogeneidade/exogeneidade do dinheiro. Tanto o dinheiro em sua modalidade *commodity* quanto em sua modalidade *fiat* são, em grande medida, exógenos ao sistema<sup>85</sup>; no primeiro caso, sua oferta depende sobretudo da oferta do bem real que lhe serve de assento ou substrato físico

---

o problema do lastro do papel-moeda em sua modalidade *fiat*, apenas tratando-se de títulos de dívida propriamente ditos, isto é, dos ativos financeiros cujo valor depende inteiramente de uma promessa de resgate de algum outro bem ou ativo.

<sup>84</sup> Tal assentimento é especialmente importante para as formas de dinheiro creditício e estatal, porém, como já exposto, está tacitamente presente mesmo nas moedas atreladas fisicamente a um ativo real.

<sup>85</sup> Por “Estado exógeno ao sistema” não se deseja de nenhum modo negar a ação frequente – ou mesmo diária – dos Estados nacionais sobre as economias ou sua participação enquanto força agente – o que seria absurdo –, mas sim afirmar a relativa independência ou autonomia dos Estados frente a mecânica interna dos mercados. Dentro do mesmo quadro, o tempo é uma variável exógena, isto é, conquanto interfira diariamente no curso das economias, não é de nenhum modo dependente de sua mecânica interna.

– como, por exemplo, a oferta de metais preciosos para a criação de moeda metálica; no segundo, sua oferta depende sobretudo das diretrizes do poder coercitivo que sustenta seu uso ou a sua institucionalidade; tanto em um quanto outro, sua criação pode dar-se de modo independente de uma demanda prévia e sua posse por parte de um agente não implica em uma obrigação para um segundo. Quanto às formas de *credit money*, por outro lado, o problema se arma de um modo um tanto quanto diferente; sua criação depende sobretudo da demanda dos agentes (com fins de investimento, consumo e especulação), da propensão ao financiamento por parte dos bancos ou outros intermediários financeiros e da confiança dos agentes em tais organizações, de tal modo que a elasticidade de sua oferta varie com grande flexibilidade segundo o “sentimento” dos mercados, o que, por sua vez, torna-a fundamentalmente endógena ao sistema.<sup>86</sup> Assim, segundo tais elementos, o problema do *princípio de introdução* da moeda no sistema não se arma de modo unívoco ou unilateral e dependerá das particularidades monetárias/financeiras de cada economia.

Ainda, em Galbraith também aparece a questão da matéria do dinheiro, isto é, dos objetos ou bens reais que lhe devem servir de assento; o problema aparece ao tratar-se dos diversos tipos de mercadorias que serviram às moedas de substrato físico e das conveniências e inconveniências atreladas a este ou aquele bem em específico. Em certo sentido, parece ser uma resposta do economista canadense (1975, p. 41-42) a uma espécie de dogma subjacente à “ética” do padrão-ouro e que servira historicamente de bandeira para aquilo que o autor chama de “conservadorismo monetário”; tratar-se-ia, justamente, da noção de que o dinheiro pode ser tido por sólido ou consistente (“*sound money*”) somente quando assentado ou lastreado em alguma forma de metal precioso. Em resposta, o autor afirma que a única propriedade fundamental da matéria que deve servir de substrato físico para o dinheiro, independentemente de qual seja, é a escassez de sua oferta. Assim afirma Galbraith (1975, p. 63),

“Rock quarried at random from the earth's surface and divided into units of a pound and upward would not serve very happily as currency. So great would be the potential supply that the weight of rock for even a minor transaction would be a burden. But rock quarried on the moon and moved to the earth, divided and with the chunks duly certified as to weight and source, though geologically indistinguishable from the earth-bound substance, would be a

---

<sup>86</sup> Para comparações de semelhante natureza, consultar MOORE (1988).

distinct possibility, at least for so long as the trips were few and the moon rock retained the requisite scarcity”.

Assim, se os metais preciosos tiveram ao longo da história uma vantagem quando comparados a outros bens reais, tal superioridade se deve antes ao fato de terem sua escassez garantida por sua baixa disponibilidade e dificuldade de extração. Ao tratar da passagem citada acima, Davidson e Dunn (2008) assinalam a necessidade de que o dinheiro tenha uma elasticidade de produção nula ou próxima à zero, isto é, que a resposta de sua oferta frente ao incremento de unidades de trabalho por agentes privados seja muito próxima à nulidade; no caso extremo oposto (perfeita elasticidade de produção), o menor incremento em seu preço, elevaria a oferta monetária ao infinito e aplacaria seu valor de troca. Dito de outro modo, a escassez seria precisamente o fundamento da eficácia das moedas enquanto instrumento de troca e, portanto, de sua capacidade de servir de conveniência econômica, à medida que, resguardado seu valor de troca, é resguardada também sua capacidade de servir de unidade de conta e de reserva de valor. Tratando do papel-moeda, Galbraith (1975, p. 63) sublinha que suas dificuldades potenciais não estão atreladas ao fato de ter por substrato físico uma matéria essencialmente inútil, senão que ao fato de terem sua oferta facilmente elevada ao infinito. Deste modo, resguardada a propriedade de escassez, o problema da matéria seria irrelevante quanto à natureza da moeda e sua consistência enquanto meio de pagamento.

Não obstante, da constatação acima não se pode derivar que não existam conveniências e inconveniências associadas a este ou aquele bem em específico e que, por consequência, venham a torná-los matéria mais ou menos apta a servir eficazmente de moeda. Como já dito, o próprio ouro ou a prata foram ao longo da história capazes a um só tempo de resguardar a propriedade de escassez das moedas e suprir em alguma medida as necessidades do comércio; ainda tratando dos metais preciosos, Galbraith (1975, p. 63) assinala elementos como o orgulho de posse (*pride of possession*) ou o prestígio social atrelado a ela (*prestige of ownership*), a capacidade de servir de adorno via artigos de luxo (*personal adornment*), refinamento de banquetes (*dinner service*) ou utilidade odontológica (*dentistry*), isto é, tanto as propriedades intrínsecas dos metais preciosos em seu valor de uso quanto as convenções históricas atreladas a eles foram historicamente capazes de servir como um *princípio acessório* de reserva de valor e, portanto, da credibilidade mesma da

moeda; as pedras, tal como citado no trecho acima, seriam um crescente inconveniente de transporte em casos de inflação, o que, ademais, aplicar-se-ia em menor medida também a outros bens reais, como o gado ou outros animais; ainda, Galbraith (1975, p. 250-251), ao tratar do experimento monetário do sistema alemão após o final da 2ª Guerra Mundial e subsequente queda do *Reichsmark*, assinala o sucesso do uso intermitente de tabaco antes da instituição do novo marco alemão, o qual teria, por exemplo, (i.) na estandardização do cigarro um certificado de qualidade e, portanto, um elemento de credibilidade, (ii.) um princípio de liquidez em razão de sua alta divisibilidade, servindo a unidade de cigarro para pequenas transações, a carteira de vinte para as de médio porte, o pacote de duzentos para as de grande envergadura e as “bitucas” recicláveis para as trocas irrisórias, ou, ainda, (iii.) uma excelente capacidade de auto-regulação em sua oferta, dado que, nos casos onde houve algum movimento de crescimento exagerado do meio circulante, então, assinalou-se “*a tendency for the holder of this coin to smoke it up or offer it to his addicted friends rather than pass it on*”.<sup>87</sup>

Com base nas considerações até agora expostas, parece-nos lícito esboçar uma definição para a *noção de dinheiro*, tal qual presente na obra do economista canadense; propomo-la do seguinte modo: o dinheiro, em Galbraith, aparece como (i.) *uma convenção* (ii.) *instituída pela autoridade monetária em comunhão com a comunidade de pagamentos* (iii.) *em ordem à conveniência econômica* – a facilitação das trocas, de modo especial, e, por consequência, servir de reserva de valor –, a qual, por sua vez, (iv.) *tem de assentar-se em uma matéria escassa*. O primeiro elemento diz respeito à natureza mesma do dinheiro, àquilo que ele é, ou seja, uma convenção ou instituição. O segundo, por sua vez, faz referência ao modo pelo qual ele é introduzido no sistema: em primeiro lugar, pela ação da autoridade monetária (Estado, bancos, mineradoras, etc.) e, em segundo, pelo consentimento do restante dos agentes em participar da convenção e utilizar-se do instrumento em suas

---

<sup>87</sup> Tal tendência auto-regulatória também teria sido compartilhada pelas bebidas destiladas, a qual teria sido o princípio da expressão anglófona “*drinking up one's fortune*”. Com efeito, em toda e qualquer matéria haverão conveniências e inconveniências quanto a aplicações monetárias. Se, como assinalado, o ouro teve a vantagem histórica de garantir a propriedade de escassez, também possui o enorme inconveniente de ser um objeto de difícil transporte ou, ainda, de facilmente ser um entrave para as necessidades de liquidez em uma economia em desenvolvimento; ademais, qualquer objeto perecível (um alimento, por exemplo), tornaria impossível a sincronização temporal das trocas, embora seria certamente capaz de impossibilitar o problema das falsificações. Tais considerações, malgrado interessantíssimas, poderiam estender-se indefinidamente. Basta-nos, aqui, assinalar a sua presença na obra de Galbraith.

transações (comunidade de pagamentos). Já o terceiro diz respeito à diferença específica da instituição-dinheiro quando comparada a outras instituições, isto é, sua finalidade própria de servir de meio de pagamento e, por consequência, atender às clássicas funções da moeda, servindo de conveniência econômica. Por fim, o quarto dentre os elementos destacados faz referência à propriedade fundamental da matéria atrelada ao dinheiro, sem a qual ele não seria capaz de atender a sua finalidade específica, isto é, a qualidade de escassez. A proposta de definição parece abarcar todas as formas de dinheiro assinaladas, porém, podendo haver certos aspectos do conceito mais ou menos explícitos nesta ou naquela moeda; as formas atuais de *fiat money*, por exemplo, têm o elemento convencional muito mais explícito que em moedas mais “primitivas”, atreladas a bens reais, onde o valor de uso do próprio bem contribui também para a sua aceitação universal enquanto meio de troca; ou, ainda, o peso da autoridade monetária, em qualquer uma das inúmeras formas que a moeda bancária pode revestir-se, é muito menor que em comparação ao Estado e depende de modo muito mais profundo da confiança da comunidade de pagamentos para a sua instituição e circulação; ademais, o elemento da escassez pode ser um tanto quanto ofuscado pelas formas históricas de papel-moeda (estatal ou bancária), dada a sua fácil capacidade de expansão, seja a modo de resposta frente às novas demandas de crédito por parte dos bancos seja pelas vias de emissão desenfreada por parte dos Estados.

### **3.1.2. A relação entre o dinheiro e o preço das mercadorias**

O problema da relação entre o preço das mercadorias e a quantidade de meio circulante em uma economia parece ser uma das maiores controvérsias na história da Economia Monetária. Já prenunciado pela famosa *querelle* entre os economistas da *Currency* e da *Banking School*, a disputa parece girar sobretudo em torno do sentido da causalidade entre as duas variáveis, isto é, se a variação no preço das mercadorias encontra sua causa na variação da quantidade de moeda em uma economia ou se, pelo contrário, a quantidade de moeda deve ser equacionada a modo de resposta de uma variação nominal precedente das mercadorias. Tal controvérsia permanece viva até hoje e, com efeito, parece um dos principais pontos de tensão entre as escolas de tipo convencional e não-convencional.

Galbraith, por sua vez, não passa à margem da controvérsia e faz menção explícita ao problema. Assim é elaborada pelo autor a questão em suas linhas gerais (1975, p. 36),

“Where does economic change originate? Does it begin with those who are responsible for money — in this case with those who made loans and thus caused the supply of notes and deposits to increase? (From this then comes the effect on prices and production, including the stimulating effect of rising prices on production and trade.) Or does change begin with the production? Does it originate in business activity and prices with consequent effect on the demand for loans and thence on the supply of notes and deposits, which is to say the supply of money? In short, does money influence the economy or does money respond to the economy? The question is still asked. ‘Monetary doctrine has wavered over time in its assessment of money as cause or effect of economic conditions’”.

Dunn (2010, p. 309-310) o associa a uma posição estritamente anti-quantitativista, segundo a qual o preço das mercadorias é anterior às variações na demanda por moeda da parte dos agentes e que o propósito do economista canadense, em seu grande resgate histórico sobre a moeda, teria sido o de explicar as origens do raciocínio quantitativista, sua primitiva plausibilidade e contemporânea obsolescência.

Não obstante, parece difícil crer que o problema se arme de modo tão unívoco. Há, no trabalho de Galbraith sobre a história do dinheiro, evidências que apontam tanto para uma quanto para outra direção, porém de modo e em circunstâncias distintas. Se, por um lado, é certo que o economista canadense põe em evidência as limitações de um raciocínio estritamente quantitativista, também o é, por outro, que pululam em sua obra as descrições de episódios históricos em que o próprio autor atribui à variação na quantidade de moeda as variações do preço das mercadorias. Por exemplo, o economista canadense assinala como o grande afluxo de ouro em direção aos Estados Unidos, no início dos anos 1920, teria produzido grande efeito inflacionário caso tivesse sustentado uma correspondente expansão de crédito e depósitos bancários e caso esses tivessem sido demandados com fins de consumo e investimento. Assim afirma Galbraith (1975, p. 176, grifo nosso),

“Given the contemporary monetary disorders or difficulties of Germany, France and Britain, it was not surprising that, in the early '20s, many possessors of gold sought refuge for their hoards in the United States. Stocks, which were an unimaginable \$2.9 billion at the end of 1918, were \$4.2 billion at the end of 1926, just prior to the arrival of the Mauretania pilgrims. The gold was deposited, on arrival, in commercial banks where, had it been allowed to do so, **it could have sustained a major expansion in loans, notes and**

**deposits** (always assuming that there were people and firms in search of loans) **with great inflationary effect**".

Ademais, o autor comenta também como a emissão de notas na Nova Inglaterra, exageradamente desproporcional às necessidades do comércio, fora capaz a um só tempo de servir de veículo de financiamento da Independência das Colônias norte-americanas e também ter por consequência o cenário de hiperinflação que caracterizou o período. Assim afirma Galbraith (1975, p. 59, grifo nosso)

"Overwhelmingly the Revolution was paid for with paper money. **Since the issues**, Continental and state, were far in excess of any corresponding increase in trade, **prices rose** — at first slowly and then, after 1777, at a rapidly accelerating rate [...] The price increases continued unchecked. Eventually, in the common saying, 'a wagon-load of money would scarcely purchase a wagon-load of provisions'".

Ou ainda, ao traçar algumas considerações prosaicas sobre a hiperinflação alemã dos primeiros anos da década de 1920, Galbraith explicitamente a relaciona com a emissão desenfreada de papel-moeda que caracterizou a política econômica alemã nos anos subsequentes ao Tratado de Versalhes. Assim afirma o economista (1975, p. 156, grifo nosso),

"In Germany that autumn there was resort to virtually every press that was capable of printing money. **Notes were in literal fact churned out**. And, on occasion, trade stopped as the presses fell behind in producing new bills of large enough denomination so that the amount of paper required for the day's food was portable".

Em outra ocasião, ao tratar da proposição quantitativista enunciada por John Stuart Mill, Galbraith assinala como o princípio teria servido em alguma medida para explicar a história da evolução da moeda e as oscilações de seu poder de compra ou do preço das mercadorias. Assim argumenta o autor (1975, p. 207, grifo nosso)

"In 1848, as told in Chapter III, John Stuart Mill offered an explanation of what governed prices and thus the value of money. In ensuing years **it served well**, as it has, **in a general way, this history. Prices depend on the supply of money in relation to the quantity of goods and services being sold**. The more money (the supply of goods and the resulting volume of trade being unchanged), the higher the prices. If the supply of money is infinitely great, as in Germany in 1923, the prices will be infinitely high".

Por fim, ao tratar da interação dos lados financeiro e real na criação do processo deflacionário que caracterizou a economia norte-americana nos anos posteriores ao Craque de 29, o próprio Galbraith parece fornecer os elementos para a resolução da

dificuldade. Assim argumenta o economista canadense (1975, p. 191-192, interpolação nossa, grifo nosso),

“Both were forces of compelling power to induce deflation — to contract consumer spending, investment spending and therewith sales, output, employment and prices. In these years [Grande Depressão] the monetary system became an engine with such effect. Not that cause and effect ran only from the monetary system to the economy. While failing banks were bringing down the economy, falling prices, output, earnings and employment were ruining good loans, spreading alarm and bringing down the banks. **Economic life, as always, is a matrix in which result becomes cause and cause becomes result**”.

Na última frase do trecho citado reside o princípio fundamental de resolução da questão; trata-se, justamente, daquilo que poderíamos chamar de *bilateralidade da causalidade econômica*, isto é, de um padrão geral ou de uma *lei* do funcionamento das economias segundo a qual as realidades econômicas não têm caráter estritamente unívoco ou unidirecional, servindo por vezes de causa e por vezes de efeito. Assim, segundo o princípio enunciado, poder-se-ia tranquilamente esperar que, em certas circunstâncias, as variações de meio circulante possam vir a traduzir-se em variações no preço das mercadorias e que, em outras, o contrário venha a ocorrer.

Em primeiro lugar, parece ser necessário buscar aquilo que Galbraith assinala como os elementos condicionantes da validade da proposta quantitativista. Com efeito, o autor nega explicitamente o pressuposto de uma *causalidade próxima necessária* entre dinheiro e preços, isto é, da existência de um mecanismo de transmissão imediato e determinístico das variações no volume de moeda disponível sobre a estrutura de preços das mercadorias de uma economia. Tal é o caso, por exemplo, ao comentar o fracasso da política monetária do Federal Reserve durante a Grande Depressão, a qual, mediante o *modus operandi* padrão dos mecanismos de *open-market*, tentara aumentar o fluxo de reservas bancárias e, por consequência, o volume de empréstimos, investimento, emprego, consumo e produto. Assim comenta o economista canadense (1975, p. 213, grifo nosso, interpolação nossa),

“This policy it continued in ensuing years. The consequences of this action too were deeply disappointing. Before, it had been supposed and taught that when banks had reserves in excess of requirements, they would, some minor periods or examples of caution excluded, expand their loans and therewith their deposits and the money supply. The history of the small banks on the frontier [em direção ao Oeste] suggested that this expansion would be undertaken not with an excess of caution but in a reckless absence of caution. Now the banks simply sat on the cash. **Either from a shortage of borrowers, an unwillingness to lend or an overriding desire to be liquid** — undoubtedly it was some of all three — **the banks accumulated reserves in**

**excess of requirements.** Already in 1932, member banks of the Federal Reserve averaged \$256 million more in reserves than was required for their deposits. In 1933, these excess reserves were \$528 million; in 1934, they were \$1.6 billion. In 1936, they were yet a billion more. In 1940, augmented by large shipments of gold sent to the United States for safekeeping, excess reserves averaged \$6.3 billion”.

Deste modo, conquanto o nível global de moeda tenha crescido exponencialmente durante os anos em destaque, a economia norte-americana veio a conhecer um dos episódios mais severos de deflação de toda a história do homem. A aparente incongruência, tal como indicado, encontraria sua causa na mais que elevada preferência por liquidez dos agentes, na baixa disposição dos banqueiros de financiar e dos homens de negócios de endividar-se, de tal modo que, mesmo havendo dinheiro disponível, não houve investimento suficiente para sustentar o nível “normal” de operação da economia e, portanto, o produto, o emprego, o consumo e os preços tiveram de cair.

Em outra ocasião (1975, p. 142), Galbraith sublinha como a maior propensão a poupar ao invés de gastar reduz a pressão sobre a demanda e, portanto, tende a atenuar a pressão do consumo sobre o preço das mercadorias. Tal nota é de grande importância, pois indica o mecanismo de transmissão da variação da quantidade de moeda sobre a estrutura de preços, isto é, a conversão do excedente de encaixe monetário em um excedente de demanda por bens e serviços. Põe-se, assim, uma primeira condicionante do princípio quantitativista: a necessidade de uma baixa preferência por liquidez da parte dos agentes, de tal modo que, tendo maior quantidade de dinheiro em mãos, eles tenham ao menos alguma disposição a emprestar, investir, consumir ou especular.

Em seguida, pode-se rastrear uma segunda condicionante associada à proposta fundamental da política fiscal para cenários de depressão e suas restrições. Dada a limitação essencial da política monetária no caso de cenários deflacionários, a política fiscal teria surgido como a grande solução para o problema, segundo a qual não apenas far-se-ia necessário tornar disponível uma maior quantidade de meio circulante aos agentes e sim garantir o seu uso tornando-o *de certo modo* obrigatório (GALBRAITH, 1975, p. 216-217). Assim, mediante uma ampliação nos gastos em obras públicas, por exemplo, pôr-se-ia em marcha um processo de mobilização de recursos até então ociosos – trabalho, capital, recursos naturais, etc. –, o que, por sua vez, implicaria em um subsequente aumento da renda, consumo, investimento

privado, emprego e produto. Não obstante, é manifesto que tal processo não pode estender-se *ad infinitum*; à medida que uma economia tenda à plena ocupação de seus fatores – ou seja, os níveis de desemprego e de capacidade ociosa se aproximem de zero –, cria-se um novo cenário onde a demanda alimentada pela política fiscal passa a exercer uma pressão cada vez maior sobre o nível de preços e cada vez menor sobre a produção; cria-se, portanto, um novo impasse. Tais considerações estão implícitas em Galbraith quando trata das limitações do *sistema keynesiano*; tratando especificamente dos “anos dourados” do sistema, assinala o autor (1975, p. 276) que haveria uma rigidez “para baixo” dos gastos públicos e outra “para cima” dos impostos, de tal modo que a política fiscal seria uma espécie de “estrada de via única” (“*one-way street*”), funcionando “maravilhosamente” contra a deflação e a depressão, porém não contra cenários de inflação. Assim sendo, pode-se deduzir um novo elemento condicionante do princípio quantitativista: a necessidade de que a economia em que ocorre a expansão da base monetária esteja relativamente próxima do pleno emprego dos fatores de produção, de tal modo que a demanda alimentada pelo excedente de encaixe venha a exercer uma pressão efetiva sobre os preços e não sobre a produção à medida que os agentes se proponham a consumir ao menos uma parte de seu excedente.

Deste modo, segundo tais considerações, pode-se atribuir às variações da quantidade de moeda a função de *causa remota* e *condicionada* das variações na estrutura de preços das mercadorias; “remota”, pois é mediada pela pressão efetiva exercida pelo consumo sobre os preços, a qual entra no esquema a modo de *causa próxima*; “condicionada”, pois a relação é efetivada se e somente se for verificado o acompanhamento de duas condições: (i.) preferência por liquidez imperfeita e (ii.) plena ou aproximadamente plena utilização dos fatores de produção. Assim, havendo uma preferência por liquidez dos agentes imperfeita e propensão ao consumo diferente de zero, quanto menor o grau de ocupação dos fatores (desemprego, capacidade ociosa, recursos naturais inexplorados, etc.), mais “reais” tenderão a ser os efeitos de um incremento no encaixe monetário dos agentes sobre a economia via mobilização de recursos inutilizados; inversamente, quanto mais próxima do pleno uso de seus fatores, mais nominais tenderão a ser os efeitos de um alargamento da base monetária sobre uma economia.

Não obstante, Galbraith levanta uma nova objeção quanto ao modo em que o problema é abordado pela proposta quantitativista. Tal como apresentada até agora, a questão pressupõe o dinheiro como um elemento inteiramente exógeno aos modos de operação do sistema, o qual é introduzido sem a necessidade de uma sinalização prévia dos mecanismos endógenos de uma economia ou de uma demanda anterior por parte dos agentes, senão que ocorreria mediante critérios frequentemente externos ou alheios às necessidades da economia. Tal pressuposto, com efeito, parece aplicar-se sobretudo às formas de moeda assentadas em um ativo físico real (cuja oferta dependerá, em grande medida, da oferta global do próprio bem) e também ao dinheiro em sua modalidade “*fiat*” (cuja oferta dependerá da deliberação do poder coercitivo que sustenta a convenção-dinheiro). Contudo, tal suposto não encontraria aplicação tratando-se de moeda bancária, dado não ser ela introduzida no sistema mediante a ação de um agente externo à economia movido por critérios alheios às demandas reais do sistema, senão que justamente através de tais demandas e a modo de resposta; a moeda bancária não teria a capacidade ou a força de introduzir-se por si mesma no sistema e sustentar-se por si mesma em seus processos de circulação – tal como o dinheiro nas formas *commodity* ou *fiat* –, o que, por sua vez, imporá uma nova dificuldade e obrigaria um manejo diferente do problema. Assim argumenta Galbraith (1975, p. 207, grifo nosso),

“By 1933 it had come to be recognized that money included not only hand-to-hand cash but also bank deposits. And when business was good, bank borrowing would be brisk and bank deposits would increase. So, in degree, the supply of money depended on the state of business. Additionally, it had long been recognized that increasing prices stimulated business. So the increase in the supply of money that increased prices could also increase the supply of goods available for sale. This would reflect back with dampening effect on price increases. [...] Amidst all of these refinements, however, it remained the view of economists and the instinct of most other people that the active factor in the situation was the supply of money. **Here cause began; prices were the effect**”.

O surgimento da moeda bancária, portanto, serviria de princípio para uma certa inversão na relação antecedente-consequente tratando-se de moeda e atividade econômica; se antes o *estado de negócios* (“*state of trade*”) era dado e apenas respondia passivamente a uma injeção externa e alheia de moeda no sistema, agora, em contraste, seria justamente o fundamento do alargamento na quantidade de meio circulante nas economias. Tal nota seria de grande importância, pois implicaria em

uma nova dinâmica de operação entre as variáveis em questão. Assim argumenta Galbraith (1975, p. 209, grifo nosso),

“Consistent with Fisher's formula, but not much considered, was a terrible possibility. It was that the supply of money could not be increased. The largest part of the supply of money, as by now will be adequately understood, is deposits in banks. These come into existence as people and firms borrow money. **If business is sufficiently bad, profit prospects sufficiently dim, gloom sufficiently deep, businessmen may not borrow money. Then no deposits are created, no money comes into existence.** The banks can be provided with cash for reserves by purchases of government securities by the Federal Reserve Banks from the banks or their customers. This cash will then lie fallow in the banks. Without borrowing and deposit creation there is no effect on prices or through prices on production. This, it now developed, was not a hypothetical possibility but one that was intensely, miserably real”.

Deste modo, a introdução de moeda bancária no sistema ocorrerá através da sinalização por partes dos agentes (homens de negócios e consumidores, em particular) aos intermediários financeiros (bancos e organizações financeiras), os quais, por sua vez, tenderão a responder com um alargamento na quantidade de crédito e depósitos; os consumidores farão uso do excedente do encaixe com a finalidade do consumo de bens de uso e os homens de negócios tencionando novos investimentos. No primeiro caso, há uma pressão sobre os preços, a produção ou sobre ambos, o que, por sua vez, tenderá a traduzir-se em maiores lucros, investimento, emprego e produto e/ou preços<sup>88</sup>; já no segundo, supondo que se trate de investimento produtivo, há um princípio direto de mobilização de recursos, o que implicaria de modo mais imediato na elevação do produto, segundo a qual o dinheiro entra no esquema a modo de veículo ou *causa instrumental*<sup>89</sup>. Ademais, tal como

---

<sup>88</sup> Cabe notar que, segundo parece, a influência do excedente de moeda recairá mais sobre os preços ou sobre a produção dependendo, em medida notável, de variáveis microeconômicas fundamentais, tais como a elasticidade da oferta deste ou daquele bem em específico que passa a receber novas solicitações em sua demanda (tanto maior será a pressão sobre os preços quanto maior for a inelasticidade de oferta do bem), o grau de concentração de cada indústria em particular (o qual, seja pelo poder de mercado que implica ou, ainda, pelo hábito da manutenção de capacidade ociosa, poderá ou tenderá a exercer maior pressão sobre os preços) ou, é claro, da quantidade de recursos ociosos existentes e que podem efetivamente ser mobilizados. Quanto ao último ponto, não se pode negligenciar o problema da heterogeneidade dos fatores, o qual tem por implicação certo impasse na mobilização dos recursos disponíveis, dado que não é possível suprir-se um aumento na demanda por produtos eletrônicos mediante à contratação de pintores e construtores desempregados ou através do uso de máquinas têxteis até então ociosas. Tal gênero de considerações, claro está, é tácito à segunda condição de validade da proposta quantitativista levantada anteriormente e não pode de nenhum modo ser ignorado.

<sup>89</sup> Tratando-se de investimento especulativo, parece que a pressão tenderá a recair sobre preço dos ativos objeto da especulação; seus efeitos sobre a produção parecem guardar dependência sobretudo em relação ao grau de proximidade da maior disponibilidade de recursos provenientes do investimento e os eventuais bens reais que tais ativos financeiros deveriam ter por referência – ou, dito de outro modo, do grau de reverberação do excedente de encaixe sobre a mobilização efetiva de recursos reais. Caso o ativo financeiro em especulação faça referência, como no episódio do *assignats*, a uma

assinalado no trecho anterior, a preferência por liquidez e a propensão ao consumo são fundamentais tratando-se de moeda bancária também; caso os banqueiros não tiverem a disposição a financiar os projetos de uma economia, os homens de negócios a contraírem novas dívidas orientadas ao investimento e os consumidores ao consumo, então, o dinheiro não será efetivamente criado, permanecendo apenas uma realidade potencial.

Não obstante, parece que Galbraith superestima em alguma medida a importância dessa nova dinâmica. De fato, é certo que todas as considerações por ele assinaladas sobre o dinheiro bancário não são de nenhum modo falsas ou inválidas, porém, não parecem implicar em uma nova relação fundamental entre moeda e preços. Se assinalamos acima a moeda enquanto *causa remota e condicionada* das variações na estrutura de preços e a pressão do consumo como *causa próxima*, tal relação parece aplicar-se igualmente ao dinheiro bancário em sua relação com o preço das mercadorias. Como sublinhado pelo próprio autor no último trecho citado, a preferência por liquidez e a propensão ao consumo são fundamentais; sem a disposição à criação de crédito e depósitos, não há moeda bancária; sem a propensão ao consumo, seja de bens de investimento por parte dos homens de negócios seja por bens de consumo por parte dos agentes em geral, não haverá pressão sobre os preços e, portanto, não haverá inflação por via monetária. Ademais, não há nenhum motivo para supor que a segunda condição de validade da proposta quantitativista não deve encontrar aplicação também tratando-se de moeda bancária; à medida que a economia migre em direção ao pleno uso de seus fatores, novas injeções de crédito devem exercer pressão sobre o preço dos bens, sejam eles de consumo ou de investimento, os quais, por sua vez, passam a ter uma capacidade de resposta cada vez mais débil às novas solicitações de mobilização, resultando, portanto, em nova pressão sobre os preços das mercadorias. Com efeito, tal noção está implícita quando Galbraith (1975, p. 207) afirma que a elevação no preço das mercadorias serve de sinalização para novos investimentos, os quais servem de princípio de um alargamento na quantidade de bens; caso nos for lícito tomar por dado o estado tecnológico de curto prazo, qualquer incremento na quantidade de bens produzidos teria por condição necessária uma maior mobilização de recursos até então

---

companhia que não existe, parece que seus efeitos serão sobretudo nominais; no caso contrário, onde o ativo em especulação fizer referência a objetos físicos reais (casas ou ferrovias, por exemplo), a excitação nos mercados financeiros parece que tenderá a reverberar-se em produção física.

inocupados.<sup>90</sup> Assim, a moeda permanece entrando no esquema analítico a modo de *causa remota e condicionada* e a pressão exercida pelo consumo como *causa próxima* das variações na estrutura de preços.<sup>91</sup>

Um novo elemento levantado pelo economista canadense relacionando a moeda e o nível de preços é a possibilidade de uma espécie de inversão no sentido da causalidade do problema, onde o próprio aumento na quantidade de moeda em circulação entra no esquema a modo de resposta frente um cenário inflacionário já existente. Assim argumenta Galbraith (1975, p. 153, grifo nosso),

“In modern times economists, looking at the effects of monetary and fiscal policy on the volume of demand in the economy, have spared little thought for **the possibility that liquid assets might be tipped into markets**, upsetting all the best macroeconomic calculations. The German experience of the early twenties is a useful reminder of this danger. And it reminds, also, that the danger is induced by inflation itself. **It is inflation that causes thoughtful or worried people to wonder if money or money-denoted assets are good things to hold** or if they hadn't better be exchanged for goods or tangible property before prices have gone up and up”.

O ponto fundamental sublinhado pelo autor está intimamente atrelado ao fundamento psicológico da Lei de Gresham, tantas vezes evocada em sua obra. Em circunstâncias onde duas moedas circulam concomitantemente, uma tendendo à valorização e a outra à desvalorização, põe-se em marcha por parte dos agentes um movimento de retenção da moeda em valorização – a qual passa a ser demandada, sobretudo, com a finalidade de reserva de valor – e um outro de despojo em relação à moeda em processo de desvalorização – a qual passa a ser utilizada, sobretudo, como meio de pagamento. O mesmo mecanismo aplicar-se-ia ao “cálculo” comparativo entre ativos monetários e não-monetários, mediante o qual os agentes

---

<sup>90</sup> Caberia aqui uma nota quanto ao problema dos processos de inovação e das revoluções tecnológicas, dado o *salto qualitativo* que implicam na mobilização de recursos produtivos. Malgrado interessantíssima, não abordaremos a questão em razão de Galbraith passar relativamente à margem do tema nas obras assinaladas.

<sup>91</sup> Todavia, poder-se-ia assinalar uma diferença fundamental entre a mecânica do dinheiro bancário e aquela do dinheiro em modalidade *fiat*. Neste, por um lado, há uma capacidade de emissão de certo modo infinita, fazendo com que novas injeções possam ocorrer *ad nauseam*, tendo os agentes de responder passivamente e adequar-se às circunstâncias impostas por um órgão exterior ao sistema. O mesmo não se aplica ao dinheiro bancário, o qual não se assenta em nenhum mecanismo coercitivo e depende de um modo mais estreito da boa vontade dos indivíduos em aceitá-lo e em suas demandas frente às possibilidades oferecidas pela economia, o que, por sua vez, faz com que ele não tenha a capacidade efetiva de estender-se *ad infinitum* e, portanto, de servir de princípio de grandes episódios hiperinflacionários, tal como o dinheiro *fiat*. Segundo parece, à medida que as possibilidades reais de uma economia forem esgotando-se, a principal tendência seria um movimento dos agentes em direção ao capital especulativo, o qual, por sua vez, tenderia a exercer pressão sobre os preços dos ativos objeto da atividade especulativa.

correm em desfazer-se o quanto antes da moeda em desvalorização, dado não ser ela capaz de cumprir a função de reserva de valor. Cria-se, assim, um cenário onde toda ou a maior parte da renda dos agentes é direcionada ao gasto com consumo, não tendo por fim a satisfação compulsiva de necessidades imediatas e sim tencionado uma manutenção do próprio patrimônio. Sendo a propensão ao consumo perfeita ou quase perfeita, a pressão da demanda sobre os preços das mercadorias também o será, de tal modo que a própria inflação sirva de causa para a manutenção ou crescimento de seus níveis, sendo a moeda nada mais que uma *causa intermediária* ou um veículo de transmissão em tal processo. Ademais, o mesmo mecanismo teria de aplicar-se ao cenário inverso, onde processos sistemáticos de deflação têm por consequência processos não de despojo e sim de retenção obstinada de moeda, a qual se valoriza cada vez mais e, portanto, vem a servir de princípio para novas quedas na estrutura de preços (GALBRAITH, 1975, p. 191-192; p. 214).

Por fim, um último elemento assinalado pelo economista canadense é a influência das novas estruturas de mercado sobre a dinâmica dos preços. Galbraith (1975, p. 220-221) sublinha como os economistas ao longo da história tomaram por dado uma estrutura de mercado próxima à *concorrência pura e perfeita*. Tal como se sabe, tais estruturas têm por característica, além de um grande número de firmas em competição, a homogeneidade dos bens produzidos na indústria e uma relativa uniformidade de capacidades (produtiva, tecnológica, administrativa, comercial, etc.) por parte das empresas, o que, por sua vez, implica em uma certa impotência de cada firma individual frente às oscilações do mercado; havendo uma queda da demanda, por exemplo, as empresas teriam de passivamente responder com uma redução no preço de suas mercadorias – ou, ainda, com uma redução de sua capacidade produtiva, caso tal cenário se estendesse por prazos mais longos. Contudo, tratando-se de economias modernas, haveria um princípio de notável inadequação em tal pressuposto. As estruturas de mercados contemporâneas a Galbraith teriam se feito radicalmente oligopólicas e, portanto, concentradas e concentradoras; os produtos das grandes corporações teriam ganho formidavelmente em diferenciação e suas capacidades em superioridade, o que, por sua vez, teria por implicação um poder de mercado cada vez maior. Haveria agora, portanto, uma nova possibilidade em jogo ou capacidade por parte das grandes firmas: o planejamento da demanda de seus

produtos e, portanto, um controle cada vez maior do preço de suas mercadorias. Assim assinala Galbraith (1975, p. 169, grifo nosso), ao tratar da heterogeneidade da resposta de diferentes indústrias frente ao cenário deflacionário da economia norte-americana após a crise de 1920-1921,

“The depression of 1920-1921 was soon over. In its brief passage, however, it showed a pattern of price behavior that was rich in portent. **The American economy was no longer responding in homogeneous fashion to deflation and depression.** The prices of farm products were showing a tendency to drop much faster and farther than industrial products. In 1921, wholesale prices of nonfarm products averaged 158 percent of their 1914 level. Farm products were only 124 percent of that level. Clearly, **different forces were at work on these prices**, and an obvious difference was that farm prices were made in the uncontrolled markets of many sellers and buyers. Industrial prices, made in markets of few sellers, were under much better private control”.

Assim, a concentração dos mercados e a formação das novas estruturas oligopólicas teria por consequência imediata uma nova assimetria em jogo, pendendo fortemente em favor das grandes corporações. Tal nota é fundamental, pois implica em um novo elemento de *intermediação* na relação entre moeda e preços, tornando menos determinística a transmissão da oscilação de uma variável sobre a outra ou, por dizer assim, aumentando o grau de contingência da relação; em um cenário deflacionário, por exemplo, entra em jogo a possibilidade de manutenção do nível de preços, importando pouco a queda na demanda ou a redução de meio circulante disponível; ou ainda, inversamente, poder-se-ia agora esperar um aumento *mais que proporcional* dos preços frente a um aumento na demanda proveniente de um alargamento exagerado da base monetária. Ademais, a nota do poder de mercado implica também que as grandes corporações, em cenário de crescimento da demanda, podem *optar* pela manutenção de seus níveis de capacidade ociosa via aumento de preços, isto é, mesmo havendo a possibilidade de aumento na mobilização de recursos podem preferir manter inalterados os níveis de produção e responder às variações positivas da demanda com aumentos proporcionais ou mais que proporcionais nos preços de suas mercadorias<sup>92</sup>.

Ainda, há um outro elemento assinalado pelo economista canadense, o qual, combinado com a nota anterior, teria sido capaz de criar uma nova dinâmica inflacionária própria, mais ou menos independente da quantidade de meio circulante

---

<sup>92</sup> Tal nota, por sua vez, é fundamental para a compreensão da interpretação de Galbraith acerca do fenômeno da *estagflação* e também de sua proposta de controle de preços.

à disposição dos agentes; trata-se, justamente, do poder de mercado dos grandes sindicatos. Segundo Galbraith (1975, p. 270-271), as uniões trabalhistas teriam ganho muito em poder de barganha e em autoconfiança ao longo do século XX, o que, por sua vez, implica em um novo elemento de pressão sobre o nível de salários; analogamente ao modo pelo qual as grandes corporações têm o poder de firmar o preço de suas mercadorias acima do “preço de mercado”, também os grandes sindicatos teriam agora um certo poder para firmar o nível de salários acima do nível de produtividade. Põe-se em marcha, assim, uma nova dinâmica inflacionária, onde as grandes corporações podem elevar o preço de suas mercadorias e as uniões trabalhistas o nível de seus salários, o que, por sua vez, implica em uma nova pressão sobre o custo das firmas e, portanto, sobre os preços das mercadorias e assim sucessivamente.

Tais são, segundo parece, os principais elementos da abordagem galbraithiana acerca do problema da relação entre quantidade de meio circulante e preços das mercadorias.

### **3.1.3. O problema da não-neutralidade do dinheiro**

A questão acerca da neutralidade do dinheiro é certamente uma das principais controvérsias da Economia Monetária atual. Galbraith não passa à margem da querela, podendo-se afirmar mesmo que demonstrar a não-neutralidade do dinheiro é uma das intenções mais evidentes por trás de seu trabalho sobre a evolução histórica da moeda. O autor canadense, com efeito, aborda o problema de um modo bastante singular e não-convencional, apontando a um só tempo para as muitas dimensões ou aspectos que podem ou devem ser postos em consideração.

Em suas linhas gerais, a disputa gira em torno dos *efeitos da moeda sobre a economia*. A noção de “neutralidade”, em sua forma mais pura, faz referência a uma *completa ausência de efeitos do dinheiro sobre qualquer variável econômica excetuando o “nível de preços”* (BEITONE e RODRIGUES, 2017). Assim, segundo a proposta daquilo que poderíamos chamar *neutralidade forte* ou *estrita*, o dinheiro seria introduzido no sistema como uma “mera conveniência”, a qual teria por finalidade

“facilitar as trocas”, as quais, porém, ocorreriam de igual maneira sem ele<sup>93</sup>, de tal modo que todas as transações e todo o dinamismo de uma economia monetária encontrar-se-iam igualmente em economias de escambo. Dado que o dinheiro não seria senão uma entidade nominal, seus efeitos, por consequência, não seriam senão nominais, de tal modo que qualquer variação na quantidade global de moeda em circulação não exerceria senão efeitos sobre o “nível geral de preços”, mantendo inalterado todo o comportamento do restante do sistema. Ademais, tal como o vocábulo em sua acepção mais ampla indica, a noção de neutralidade implica que mesmo os efeitos nominais do dinheiro são desprezíveis ou nulos, tanto para bem quanto para mal; deste modo, a inflação, por exemplo, não teria nenhum efeito real sobre o poder de compra dos agentes, dado que o aumento do “nível geral de preços” seria compensado pelo aumento no “nível geral da renda”.

Todavia, sob certas condições de exceção que impliquem em “falhas” ou “imperfeições de mercado”, as abordagens de tipo convencional admitem certo relaxamento da proposta de neutralidade (BEITONE e RODRIGUES, 2017); no caso, por exemplo, de uma disponibilidade de informação imperfeita ou “não-plena”, os agentes, em razão de não poderem entrever perfeitamente o futuro dos acontecimentos e antecipar infalivelmente a direção da política econômica, ver-se-iam como que vítimas de uma “ilusão monetária” produzida pela autoridade, o que, por sua vez, viria a implicar em efeitos reais da moeda sobre variáveis reais (produção, emprego, etc.), porém somente até o momento em que os agentes tomassem consciência da “manobra” e reajustassem suas escolhas com base na nova informação, neutralizando, assim, a ação da política monetária (BEITONE e RODRIGUES, 2017). Segundo tal proposta, chamada *neutralidade fraca*, o dinheiro teria efeitos reais somente no curto prazo em razão de tais “imperfeições” e puramente nominais no longo, onde a própria “tendência natural” do sistema ao “equilíbrio” e ao

---

<sup>93</sup> Não se pode deixar de notar que há certa contradição na expressão “mera conveniência”. Uma *conveniência* é justamente um princípio efetivo pelo qual uma contingência se realiza, o qual, em sua ausência, teria por consequência um resultado insatisfatório, incipiente ou apenas por via de acidente próximo ao conveniente, o que, por sua vez, guarda certa incompatibilidade com o emprego da expressão “mero”, um tanto quanto despectiva e implicando certa nulidade. O mesmo poder-se-ia falar da expressão “mero instrumento”, dado que um instrumento só pode ser tido por tal se e somente se puder servir de meio eficaz para a realização do fim a que se ordena; um instrumento, quase por tautologia, não pode ser neutro ou nulo em seus efeitos.

resultado “ótimo” tenderia a produzir um ajuste capaz de neutralizar a realidade dos efeitos de curto prazo.

Em Galbraith, por outro lado, o dinheiro não aparece em nenhum momento e de nenhum modo como neutro. Um primeiro aspecto tratado pelo autor é a realidade dos efeitos diretos da moeda sobre a atividade econômica. Devido a sua finalidade primeira de servir de instrumento de troca, o dinheiro tem em si uma capacidade inteiramente especial de, a modo de veículo, propiciar a mobilização de recursos ociosos, tornando possível a utilização de fatores ou bens até então sem uso frutífero, os quais, em sua ausência, não seriam postos em uso *tout simplement* ou o seriam apenas de modo incipiente. Ao tratar do efeito econômico das notas bancárias nos primeiros anos da Federação norte-americana, afirma Galbraith (1975, p. 70),

“ [...] the notes of the bank went out to a borrower at an interest rate that duly and directly rewarded the owners of the bank. And the same notes allowed the borrower to possess the land, buildings, tools, raw materials and labor by which he became a farmer or manufacturer, or the stock of goods and buildings by which he became a merchant”.

Segundo o economista canadense, o crédito teria sido um instrumento fundamental na expansão norte-americana em direção ao Oeste, a qual fora efetivamente marcada pela pululação de novos bancos e pela imensa ampliação da atividade creditícia. Assim afirma Galbraith (1975, p. 85, grifo nosso),

“For the new parts of the country as they opened up, there was the right to create banks at will and therewith the notes and deposits that resulted from their loans. No central bank tested the ability of these banks to redeem their notes; while there were state regulations specifying the cash to be held in reserve against notes and deposits, these were enforced with a light and gracious hand. In consequence, as civilization [...] came to an Indiana or Michigan crossroads in the 1830s or 1840s, so did a bank. **Its notes, when issued and loaned to a farmer to buy land, livestock, seed, feed, food or simple equipment, put him into business.** If he and others prospered and paid off their loans, the bank survived. If he and others did not so prosper and pay, the bank failed, and someone — perhaps a local creditor, perhaps an eastern supplier — was left holding the worthless notes. But some borrowers from this bank were by now in business. Somewhere someone holding the notes had made an involuntary contribution to the winning of the West”.

Deste modo, dado que o dinheiro torna possível a mobilização efetiva dos recursos disponíveis de uma economia e até então inutilizados, tem de exercer necessariamente algum efeito benéfico sobre o investimento, emprego, produto e, em suma, sobre toda a atividade econômica da localidade. Contudo, dado que o dinheiro tem um caráter fundamentalmente instrumental – ou seja, deve servir de meio para a

realização de uma finalidade extrínseca a ele –, seu princípio de introdução no sistema não pode dar-se isoladamente das necessidades reais do comércio, dos agentes e da economia em geral, senão que deve encontrar em tais demandas seu parâmetro quantitativo de ajuste. Tal constatação está implícita quando Galbraith trata do problema da imoderação na emissão de moeda ou na disponibilização de crédito. Ao tratar do justo comedimento de algumas colônias norte-americanas na expansão do crédito e da incontinência de outras, afirma o economista canadense (1975, p. 56, interpolação nossa, grifo nosso)

“The wonder [emissão de notas bancárias] spread to other colonies; notes were issued in abundance, indeed with abandon. Rhode Island was an extreme case. There, as elsewhere, on the eventual days of reckoning, the notes became worthless or nearly so. Not all the colonies, it should be said, succumbed; Pennsylvania, New York, New Jersey, Delaware, and Maryland exercised admirable restraint. And **there is indication that the paper money, sustaining, as it did, prices and trade, contributed to general economic well-being** where it was so used”.

Deste modo, os efeitos benéficos da introdução de moeda no sistema estariam delimitados por um princípio de discricção, o qual, tal como abordado na seção anterior, parece residir no limite da plena ocupação dos fatores disponíveis em uma economia. Ao exceder-se tal princípio – em associação, é claro, às outras condições também apontadas na seção anterior –, cria-se um cenário de inflação sistemática nos preços das mercadorias.

Não obstante, o economista canadense, mesmo ao tratar dos efeitos nominais do dinheiro, rejeita o pressuposto da neutralidade e se esforça em demonstrar ao longo de sua obra a realidade de tais efeitos sobre a atividade econômica e sobre a vida das pessoas.

Um primeiro ponto assinalado por Galbraith (1975, p. 12-13) faz referência à importância da inflação nos primeiros anos do capitalismo, a qual teria sido fundamental nos processos de acumulação primitiva; segundo o autor, o grande afluxo de metais preciosos das Américas em direção ao Velho Continente teria sido causa de um processo de elevação sistemática nos preços das mercadorias, porém apenas parcialmente contrabalançado pela elevação dos salários, o que, por sua vez, teria servido de princípio para o alargamento extraordinário dos lucros empresariais, dos níveis de poupança e também de seus incentivos para investir em novos projetos. Assim afirma Galbraith (1975, p. 12-13, grifo nosso)

“In one view it was the gold and silver per se that nurtured that capitalism. In fact, it was not the metal but its consequences, and these were not at all mysterious. The high prices and low wages meant high profits. From the high profits came high savings and a strong incentive to their investment. Additionally the rising prices made it easy to make money; to the natural rewards of shrewd trading or efficient manufacture was added the gain, with the passage of time, from the ability to sell the same thing for more. Inflation does lubricate trade but by rescuing traders from their errors of optimism or stupidity. Finally it may be assumed that the easy profits gave easier opportunity to new entrepreneurs who were, as is often the case, more energetic, aggressive or imaginative or less deterred by the impossible than those already in the field. **It was thus that American money and the resulting inflation assisted at the birth of European capitalism**”.

Além da importância dos efeitos nominais do dinheiro para o desenvolvimento do capitalismo nascente, pode-se deduzir ainda um outro ponto importante a partir da passagem assinalada: a ausência de um elemento de contrapeso necessário nos processos de variação dos preços. Como já dito, a proposta da neutralidade nega a possibilidade de qualquer efeito do dinheiro para além do “nível geral de preços”, cujas variações seriam inteiramente compensadas por variações proporcionais do “nível geral de renda”, ou seja, por um elemento de contrapeso. No trecho em destaque, por outro lado, percebe-se a completa ausência de qualquer mecanismo de ajuste necessário e determinístico entre um e outro, de tal modo que as flutuações nominais do dinheiro possam facilmente servir de princípio para o enriquecimento de alguns e para o empobrecimento de outros ou também para o enriquecimento mais que proporcional de uns e menos que proporcional de outros, isto é, podem ser causa do surgimento de novas assimetrias, as quais, por sua vez, não existiam antes dos episódios inflacionários ou deflacionários e passam a existir agora justamente em decorrência deles. Encontra-se aqui, portanto, um novo aspecto quanto ao problema da não-neutralidade: o elemento “*perturbativo*” dos efeitos nominais do dinheiro.

Ao discorrer sobre a vida econômica alemã nos anos subsequentes à 1ª Guerra Mundial, Galbraith (1975, p. 158-159) aborda o problema da “perturbação” causada pelo cenário de hiperinflação sobre os diversos agentes da economia; segundo o autor, teria ocorrido um processo sistemático e universal de encurtamento dos horizontes temporais dos agentes, os quais teriam se feito excessivamente orientados ao presente, sendo a renda inteiramente gasta o quanto antes possível e nada poupado; o pagamento dos funcionários públicos tinha de ser efetuado de modo corrente e a receita proveniente da tributação tendia a ser aniquilada pela defasagem entre a coleta e o recebimento, implicando em um déficit público crescente; os homens

de negócios tinham grande dificuldade em lidar com o lapso entre os compromissos presentes e a receita futura, não conseguindo nenhuma ou pouca forma de apoio creditício da parte de seus banqueiros; se não havia por parte de agente algum o desejo de reter a moeda-oficial em circulação, tal elemento teria de aplicar-se sobremaneira aos depósitos bancários e cheques, dada a desvalorização tácita à defasem entre os períodos de recebimento e resgate, o que, por sua vez, implica em um forte empecilho à atividade bancária; Galbraith (1975, p. 151) destaca, ainda, como a hiperinflação teria a um só tempo servido de princípio para o súbito empobrecimento de muitos *rentiers* e do enriquecimento instantâneo de diversos especuladores ou “*bargain-hunters*”.

Quanto aos cenários inversos de deflação persistente, o problema da “perturbação” da atividade econômica via efeitos nominais do dinheiro não se articula de maneira distinta, somente aponta para a direção oposta. Assim, se nos cenários inflacionários o fundamento do problema estava na indisposição dos agentes de reter a moeda e em uma busca desesperada por desfazer-se dela, nos cenários deflacionários, em contraste, há excesso na disposição de retenção e uma grande indisposição quanto às possibilidades de desfazer-se da moeda que deveria ser posta em circulação. Se antes a “roda” da economia padecia de um excesso de aceleração em seu movimento, agora, pelo contrário, padece de falta. Assim argumenta Galbraith (1975, p. 188),

“Once deflation of prices and contraction of output were well under way, further forces converged to keep them going, give them cumulative effect. As noted, singed and frightened individuals reduced their purchases. This affected the prices, output and employment of their suppliers, and that had yet further effect on demand. And singed and frightened investors stopped investing and hung on to cash. So income that was saved was no longer invested and spent, and this too had further effect. And workers lost jobs and reduced their spending. And in consequence prices and output fell, with yet further effect on prices, production and employment. Neither then nor since has anyone attached a precise or even an imprecise weight to these several deflationary forces”.

Além dos efeitos imediatos da deflação sobre a vida econômica, pode-se assinalar ainda, com base no trecho acima, um último elemento quanto à “perturbação” proveniente das flutuações nominais da moeda: o caráter cumulativo de seus efeitos. Como já dito, tratando-se tanto de cenários de inflação quanto de deflação, Galbraith situa o problema dentro de um quadro onde os efeitos nominais da moeda encontram reverberação na vida econômica real dos agentes, a qual, em

decorrência de tais flutuações, vê-se como que desarticulada; porém, tal desarticulação encontra também reverberação no próprio dinheiro, não na direção de um reajuste de equilíbrio e sim de uma desarticulação ainda maior, acentuando seus efeitos nominais, os quais, por sua vez, são o princípio de novas desarticulações da vida econômica real e assim sucessivamente. Trata-se, portanto, de um quadro cumulativo de desarticulação da vida econômica real, onde os efeitos nominais do dinheiro se traduzem em efeitos reais, os quais, por sua vez, aprofundam a gravidade dos efeitos nominais, terminando por aprofundar a própria gravidade dos efeitos reais, implicando, portanto, que a “perturbação” induzida pelos efeitos nominais do dinheiro não se resume a uma mera desarticulação momentânea da vida econômica, senão que pode vir a servir de princípio para processos estruturais de dissolução. Tal teria sido o caso dos grandes episódios hiperinflacionários da história e, de maneira especialmente aguda, da Grande Depressão.

Por fim, pode-se sublinhar um último aspecto assinalado por Galbraith acerca da questão da não-neutralidade do dinheiro, o qual faz referência aos seus efeitos políticos e históricos. Com efeito, não deixa de ser curioso o fato do autor dedicar um capítulo inteiro ao problema da função do papel-moeda na realização de algumas das principais revoluções que formaram o mundo contemporâneo; no capítulo *An Instrument of Revolution* de sua obra sobre a história do dinheiro, Galbraith aborda como os *assignats*, as *continental notes* e o rublo russo, mediante processos obstinadamente descontrolados de emissão, vieram a servir de veículo para as revoluções Francesa, Americana e Soviética, respectivamente. Tal nota é fundamental, pois, em razão da inflação ser uma espécie de imposto diluído e de poder dar-se *de algum modo* insensivelmente, teria sido o instrumento de projetos políticos de grande envergadura que possivelmente não teriam encontrado financiamento por outras vias. Assim argumenta Galbraith (1975, p. 60, grifo nosso), ao tratar especificamente do caso norte-americano,

“Thus the United States came into existence on a full tide not of inflation but of hyper-inflation — the kind of inflation that ends only in the money becoming worthless. **What is certain, however, is the absence of any alternative.** Taxes, had they been authorized by willing legislators on willing people, would have been hard, perhaps impossible, to collect in a country of scattered population, no central government, not the slightest experience in fiscal matters, no tax-collection machinery and with its coasts and numerous of its ports and customs houses under enemy control. And people were far from willing. Taxes were disliked for their own sake and also identified with foreign oppression. A rigorous pay-as-you-go policy on the part of the Continental

Congress and the states might well have caused the summer patriots [...] to have second thoughts about the advantages of independence. Nor was borrowing an alternative. Men of property, then the only domestic source, had no reason to think the country a good risk. The loans from France and Spain were motivated not by hope of return but by malice toward an ancient enemy. So only the notes remained. **By any rational calculation, it was the paper money that saved the day.** Beside the Liberty Bell there might well be a tasteful replica of a Continental note”.

Tal parece ser, por parte de Galbraith, uma tentativa engenhosa e inusual de argumentar em favor da não-neutralidade da moeda; no curto prazo, serviria de instrumento para projetos ou ações que dificilmente poderiam ser financiadas de outro modo; no longo, encontraria seus efeitos como que materializados através da institucionalização de tais projetos ou dos ideais que lhe serviram de assento; no caso específico das revoluções, por exemplo, embora as moedas que as financiaram tenha já desaparecido junto com seus efeitos nominais de hiperinflação, seus efeitos não-nominais, institucionalização das ideias e ideais revolucionários, não foram inócuos e permanecem vivos, influentes e servem de princípio ou fundamento para o mundo contemporâneo. O dinheiro, portanto, seria não-neutro tanto no curto quanto no longo prazo em razão de seus efeitos políticos e de sua influência no curso da história dos homens.

### 3.2. GALBRAITH E O PROBLEMA DAS CRISES FINANCEIRAS

Neste subcapítulo, a questão das crises financeiras é abordada em três seções: uma primeira tratando do problema da psicologia dos agentes financeiros, passando por uma segunda onde é abordada a questão do ciclo financeiro de negócios e, por fim, uma última seção em que é posto em consideração o problema das causas das crises financeiras.

#### 3.2.1. A psicologia dos agentes financeiros

Ao abordar-se o problema da psicologia dos agentes, tenciona-se convencionalmente a elaboração teórica de um *tipo representativo* de agente econômico, de uma espécie de protótipo ou modelo de comportamento capaz de abarcar as práticas econômicas do homem médio ou da maioria dos agentes. Tal como se sabe, subjacente aos axiomas explícitos nos manuais acerca do comportamento padrão dos agentes, existem certos pressupostos tácitos, os quais

podem vir a ser traduzidos em qualidades ou propriedades psicológicas. Assim, segundo a abordagem convencional, o agente econômico padrão aparece como uma espécie de máquina, um autômato cuja atividade fundamental reside no cálculo incessante de prazeres e dores ordenado à maximização de sua utilidade pessoal (*egoísmo estrito*), o que termina por traduzir-se, dado o caráter limitadamente econômico da totalidade de suas ações, em uma computação incessante de receitas e custos em ordem à otimização dos lucros. Tal comportamento é unidimensional e ininterrupto, tendo por situação geral um quadro onde toda a informação necessária para a tomada de decisão é sempre de fácil acesso (*informação plena*) e facilmente manejável (*racionalidade ilimitada*), de tal modo que o homem esteja sempre admiravelmente acima da situação ou das circunstâncias em que se encontra (*ambiente simples e previsível*), sendo de nenhum modo abarcado por um plano de complexidade superior. Ademais, cada agente aparece com um ser essencialmente sozinho, uma espécie de átomo isolado em espaço vazio, não procedendo de ninguém e por ninguém sendo sustentado, sem nenhum vínculo senão aquele proveniente dos atritos com o restante dos agentes no processo por vezes conflitante de otimização de utilidades individuais; trata-se, portanto, de um homem sem história nem instituições. Tal parece ser, em suas linhas gerais, a psicologia do *homo economicus*<sup>94</sup>.

A concepção psicológica de Galbraith, por sua vez, contrasta vigorosamente com a elaboração convencional; em suas obras, os agentes passam muito longe de qualquer coisa próxima à perfeita racionalidade, tem um modo de obrar bastante desajeitado, são presas fáceis de movimentos passionais irracionais ou dos grandes arrebatamentos de delírio coletivo e aparecem via de regra como que *miseravelmente* abaixo das circunstâncias, cuja complexidade os esmaga ou abarca frequentemente por completo. Com base nos elementos tácitos às descrições do autor, procuraremos estabelecer uma composição de “tipo representativo” de agente econômico tendo por orientação cinco linhas gerais de análise: (i.) a faculdade da inteligência e as deficiências da cognição humana, (ii.) o obrar do homem e seu caráter “desajeitado”, (iii.) as paixões humanas e sua influência sobre as operações da inteligência e as

---

<sup>94</sup> Embora seja possível fazer alguma exceção, relaxando-se em alguma medida alguns dos pressupostos mencionados – tal como, por exemplo, na aceitação de informação assimétrica ou na incorporação do bem público à análise –, tal relaxamento permanece um estado de exceção, restringindo-se a este ou àquele modelo, porém de nenhum modo sendo assimilado nos princípios epistêmicos fundamentais da abordagem.

deliberações da vontade, (iv.) a sociabilidade do homem e a psicologia das convenções e, por fim, (v.) a complexidade fundamental do ambiente no qual o homem está submerso.

Dando início pelo primeiro ponto, entendemos *inteligência* tal como o termo é tomado em sentido corrente, isto é, como a faculdade humana mediante a qual é possível ao homem compreender a realidade na qual está inserido – ou, tal como sugere a própria etimologia do vocábulo, “*intus legere*”, sua capacidade de *ler as coisas por dentro*. Com base nas operações da inteligência, o homem é capaz de formar ideias acerca dos objetos que o cercam e de si mesmo, as quais, em conjunto, virão a constituir-se como uma *concepção* de mundo; tal elaboração, por sua vez, servirá de fundamento para a formação de um *juízo prático* sobre o curso dos acontecimentos e as possibilidades de ação (tanto presentes quanto futuras), servindo, portanto, de base para os processos de *formação de expectativas* e *tomada de decisão*. Na obra de Galbraith, tais considerações estão implícitas nos trechos em que trata da percepção de lucro como princípio do *boom* especulativo (GALBRAITH, 1994, p. 43-44, p. 49, p. 83), dos processos de corrida por liquidez em tempos de pânico (GALBRAITH, 1994, p. 16) e da importância da confiança por parte dos agentes (GALBRAITH, 1994, prefácio, p. 50) ou, ainda, quando trata da influência de doutrinas ideológicas sobre o curso da econômica (GALBRAITH, 1994, p. 79); anterior a qualquer ação econômica (endividamento, investimento, etc.), haveria uma concepção acerca da economia ou de como ela funciona (podendo identificar-se ou não com alguma doutrina pré-elaborada, ideologia, modelo ou algo semelhante), a qual servirá de base para a formação de expectativas acerca do curso da economia e das possibilidades em jogo (multiplicação de lucros, valorização ou desvalorização de algum ativo, aniquilamento da poupança via queda dos bancos, etc.), o que servirá de fundamento para a tomada de decisão dos agentes.

Tal como é manifesto, há três possibilidades quanto ao modo em que tais processos podem dar-se concretamente na resolução de um problema em particular: (i.) caso o agente tiver acesso a todas as informações relevantes para a sua resolução e for capaz de elaborar a questão em conformidade com a realidade intrínseca das coisas – isto é, com o que as coisas *realmente* são ou como funcionam –, terá os meios para alcançar o resultado desejado; (ii.) caso tais condições não puderem ser de nenhum modo satisfeitas, não alcançará o resultado desejado senão por via de acaso ou arbitrariedade; (iii.) caso tais elementos estiverem parcialmente presentes,

tanto a concepção de realidade e a consideração das possibilidades em jogo quanto os processos de formação de expectativas e tomada de decisão serão imperfeitos. Galbraith (1975, p. 269-270), ao afirmar o caráter imperfeito de toda e qualquer tentativa de previsão econômica, indica que a terceira maneira é a regra para as situações ordinárias dos agentes em suas práticas econômicas. Assim, para o economista canadense, o homem é limitado em sua capacidade intelectual e tem de operar habitualmente em um quadro de disponibilidade restrita de informações.

Não obstante, parece haver certa diferença entre o modo em que Galbraith trata da questão das limitações cognitivas do homem quando comparado à maneira em que o problema é habitualmente tratado. Com efeito, mesmo em abordagens de cunho “heterodoxo”, o termo corrente “racionalidade limitada” parece guardar algo de eufemístico ou facilmente produz uma impressão atenuadora, como se os agentes errassem somente no detalhe, em coisas menores e de pouca importância; ou, ainda, podem indicar que os erros da inteligência se reduzem a imprecisões de cálculo, dificultando a consecução do “resultado ótimo”, porém de nenhum modo impossibilitando os agentes de habitualmente auferirem resultados “satisfatórios”. Em Galbraith, por sua vez, os agentes erram como que *miseravelmente*, não apenas no detalhe e sim no conjunto, não somente podendo aqui e ali escorregar em cálculos imprecisos ou pequenas inadequações e sim beirando facilmente o delírio, a insanidade e a mais absoluta estultice. Assim afirma o economista canadense (1975, p. 302),

“There is reluctance in our time to attribute great consequences to human inadequacy — to what, in a semantically less cautious era, was called stupidity. We wish to believe that deeper social forces control all human action [...] But we had better be aware that inadequacy — obtuseness combined with inertness — is a problem”.

Ademais, Galbraith (1994, p. 43) resume tanto o caso de John Law quanto da Bolha do South Sea como um processo de delírio ou enlouquecimento coletivo<sup>95</sup>; descreve também como “uma fuga em massa da realidade” os movimentos especulativos que servem de princípio para os grandes episódios de euforia<sup>96</sup>. Em sua obra sobre as crises financeiras, há uma referência constante a termos como “*stupidity*”, “*desillusion*”, “*insanity*”, “*aberration*”, “*illusion*”, “*foolish*”, “*mania*”, “*dementia*”

<sup>95</sup> “*Insanity born of optimism and self-serving illusion was the tale of two cities*”.

<sup>96</sup> “[...] *for built into the speculative episode is the euphoria, the mass escape from reality, that excludes any serious contemplation of the true nature of what is taking place*” (GALBRAITH, 1994, p. 12).

ou ainda outras noções de semelhante natureza. Tais notas, por sua vez, parecem indicar um profundo ceticismo frente à capacidade, do homem em geral e dos homens da finança em particular, de ler a realidade corretamente e explicam parcialmente o cinismo de suas conclusões acerca da possibilidade de evitar por completo novas crises. Segundo parece, Galbraith enquadra a inteligência do homem em um estado mais ou menos geral de embotamento, tal como se tendesse constantemente ao erro, à consideração desproporcionada dos elementos de um problema ou das coisas mesmas, inclinando-se continuamente a uma visão ora exagera ora mitigada da realidade e quase nunca exata ou proporcionada; mais do que “limitada”, Galbraith parece enquadrar a inteligência humana em um quadro geral de debilidade, onde a insensatez ou a estultice aparece como o seu estado ordinário de operação.

Contudo, as profundas deficiências da *cognição* humana não encontrariam apenas seu princípio nas operações da inteligência. Há, ainda, outras duas faculdades constantemente mencionadas e intimamente associadas às operações da inteligência anteriormente assinaladas: a *imaginação* e a *memória*. Com efeito, parece-nos lícito interpretá-las também tal qual em seu sentido popular, isto é, atribuindo à imaginação o papel da formação de imagens sensíveis acerca de realidades possíveis e à memória a função de reservatório de experiências passadas (reminiscência). Por conveniência, chamaremos de *cognição* a resultante das operações de tais faculdades<sup>97</sup>. Assim, as operações da inteligência não ocorrerem somente de modo puramente abstrato, “seco” e “incolor”, tal como nas relações de um silogismo hipotético ou de uma demonstração matemática, senão que dar-se-iam mediante uma espécie de apoio nas operações da imaginação e da memória. A influência assinalada por Galbraith parece residir sobretudo na elaboração do juízo acerca das possibilidades em jogo e conseqüente formação de expectativas sobre curso dos acontecimentos, seja concebendo imagens possíveis acerca do que pode ou não vir a ocorrer (imaginação) seja rastreando em experiências passadas correlatos para as possibilidades futuras (memória).

Não obstante, tal como a inteligência seria fundamentalmente débil, também as outras faculdades cognitivas do homem padeceriam de tal deficiência; a imaginação

---

<sup>97</sup> É evidente, claro está, que a cognição humana não pode ser explicada inteiramente pelas operações dessas três faculdades; trata-se apenas de um conceito operacional assentado nas faculdades exclusivamente mencionadas por Galbraith nas obras em análise e adotado com fins de mera conveniência.

ver-se-ia em uma tendência constante à fantasia, à ilusão, ao delírio, perdendo-se facilmente no possível em detrimento do real e deixando “enlouquecer-se” seja pela aparente maravilha das possibilidades em jogo seja por uma percepção de horror diante de uma ocasião de fracasso ou ruína; a memória, por sua vez, ver-se-ia como que “anestesiada” e encurtada, onde a experiência passada seria facilmente esquecida ou, ainda, sendo profundamente parcial e tendenciosa em suas recordações, facilmente subjugada pelos delírios da imaginação, de tal modo que não sirva de apoio senão de modo incipiente às operações da inteligência ou vindo a servir mesmo de elemento propiciador do erro na medida em que sua parcialidade se manifesta.

Tratando-se da imaginação, tais considerações parecem estar subentendidas nas passagens em que Galbraith aborda a questão das inovações financeiras e do modo em que elas são capazes de capturar a atenção dos agentes e excitar a fantasia acerca das “maravilhosas” possibilidades de ganho associadas ao presente e ao futuro (“*the wonders of finance*”). Ao abordar o episódio da Bolha das Tulipas, por exemplo, Galbraith (1994, p. 28, grifo nosso) assinala como a beleza e a variedade de cores da espécie teria sido capaz de atrair a imaginação popular e servir-lhe de alimento quanto à consideração das possibilidades financeiras,

“Speculation [...] comes when popular imagination settles on something seemingly new in the field of commerce or finance. **The tulip, beautiful and varied in its colors, was one of the first things so to serve [...] Attention came to be concentrated on the possession and display of the more esoteric of the blooms.** And appreciation of the more exceptional of the flowers rapidly gave way to a yet deeper appreciation of the increase in the price that their beauty and rarity were commanding”.

Ademais, ao tratar da Bolha da South Sea, Galbraith (1994, p. 49) sublinha o caráter imaginativamente idiossincrático e extravagante dos novos projetos das empresas listadas na nascente bolsa de valores britânica,

“These included companies to develop perpetual motion [...], to insure horses, to improve the art of making soap, to trade in hair, to repair and rebuild parsonage and vicarage houses, to transmute quicksilver into malleable fine metal, and to erect houses or hospitals for taking in and maintaining illegitimate children, as well as the immortal enterprise ‘for carrying on an undertaking of great advantage, but nobody to know what it is’”.

Ainda, ao tratar da nova onda especulativa da economia britânica após o arrefecimento do *Bubble Act*, Galbraith (1994, p. 54) assinala novamente o elemento da fantasia acerca das “maravilhas extracontinentais” como um alimento para a consideração das possibilidades em jogo,

“One promotion that was especially distinguished involved a company committed to the draining of that body of water ‘with a view to recovering the treasure abandoned by the Egyptians after the crossing of the Jews’. Later in the century there were further speculative episodes in response to opportunities in the New World, with South America once again serving as a special magnet for the imagination”.

Tratando-se da faculdade da memória, por sua vez, as considerações anteriores estão principalmente presentes nas passagens em que o economista canadense aborda o problema do caráter encurtado da memória dos agentes acerca dos grandes desastres financeiros, deixando-se levar muito facilmente pelo brilho da fantasia acerca das possibilidades presentes de ganho. Assim argumenta Galbraith (1994, p. 12, interpolação nossa, grifo nosso),

“The first [elemento propiciador das crises] is the extreme brevity of the financial memory. In consequence, financial disaster is quickly forgotten. In further consequence, when the same or closely similar circumstances occur again, sometimes in only a few years, they are hailed by a new, often youthful, and always supremely self-confident generation as a brilliantly innovative discovery in the financial and larger economic world. There can be few fields of human endeavor in which history counts for so little as in the world of finance. **Past experience, to the extent that it is part of memory at all, is dismissed as the primitive refuge of those who do not have the insight to appreciate the incredible wonders of the present**”.

Por fim, como consequência do estado de fundamental deficiência da cognição humana, Galbraith assinala uma tendência à superstição ou a uma atitude irracional de credulidade frente à palavra de “especialistas”, constituindo-se como um elemento fundamental da conduta dos agentes. Assim argumenta o autor (1975, p. 280-281, grifo nosso), ao tratar da ressurreição da política monetária concomitante à expansão do ideal monetarista,

“Nevertheless, offstage faith in monetary policy was growing. Partly this was the result of the fading memory of earlier failures. Partly it was the **normal human hope that salvation might somehow be found in magic, sorcery or witchcraft as these are revealed to experts**. Partly it reflected the **unsinkable prestige of central bankers** in general and the Federal Reserve System in particular, something to which readers of this history will no longer react with surprise. In the small world of economics the failures of monetary policy, though fully conceded, continued to be a reflection not of fundamental fault but of interesting aberration”.

Assim, dado o seu estado normal de impotência intelectual e de ignorância, os agentes teriam a necessidade de adotar uma postura supersticiosa frente à opinião de homens em posição de autoridade, os quais passam a ser concebidos, de modo mais ou menos explícito, como uma espécie de símbolos da sabedoria encarnada. Tal elemento, não obstante, parece misturar-se com a natureza especificamente social do

homem, obrigando-nos a retomá-lo e aprofundá-lo na seção destinada à psicologia das convenções. Por ora, cabe-nos assinalá-lo parcialmente como uma consequência do estado de deficiência fundamental da cognição humana.

Em seguida, pode-se assinalar um segundo elemento fundamental da psicologia galbrathiana, o qual é fundamento da ação propriamente dita dos agentes econômicos enquanto agentes; trata-se, justamente, das operações da *vontade*. Malgrado o termo ser popularmente utilizado como uma alusão a desejos passionais ou aos caprichos sensíveis do homem, utilizámo-lo como referência à faculdade da qual procede a deliberação, a eleição e, ao fim e ao cabo, o próprio obrar do homem, servindo, portanto, de fundamento imediato da liberdade humana; ou, dito de outro modo, a faculdade da qual procede a capacidade do homem de dispor dos meios em ordem a um fim. A vontade aparece *de certo modo* como posterior à cognição, encontrando nela a imagem, ideia ou ideal de fim a ser tencionado. Em Galbraith, o principal fim buscado pelo homem parece residir na satisfação de si mesmo e do próprio egoísmo, isto é, a tendência de conceber-se como centro do universo e de antepor seus desejos frente a todo o restante. Segundo o autor canadense (1975, p. 10), a natureza humana pode variar infinitamente em suas expressões individuais, porém uma de suas “constantes” praticamente inalterável seria que “*given a choice, people keep what is the best for themselves [...] those whom they love the most*”. Tal tendência, por sua vez, não aparece em Galbraith tal como em um utilitarismo moderado e conformista, capaz de regular-se a si mesmo e conter-se frente a possíveis tensões ou insatisfações, senão que como uma tendência visceral e fundamentalmente insaciável, capaz de produzir no homem um apetite ou desejo infinito de satisfazer-se a si mesmo acima de todas as coisas.<sup>98</sup> Tais elementos parecem estar implícitos em Galbraith, por exemplo, ao tratar do ciclo de expectativas dos agentes frente aos cenários macroeconômicos; assim afirma o autor (1975, p. 149),

“Given inflation, people yearn for stable prices. If there is stability, then high taxation, a sluggish economy, unemployment become the greater menace [...] If there is prosperity, this is taken for granted. Attention then comes to focus upon the behavior of prices. If prices are stable, people then spare a thought for whether output and employment are all that they should be”.

---

<sup>98</sup> Todavia, deve-se assinalar que, contrariamente à psicologia do *homo economicus*, tal tendência não aparece manifesta, “esclarecida” e unilateralmente econômica, senão que de maneira mais sutil e *sorrateira*, enganando o próprio sujeito quanto a sua existência e influência ou, ainda, revestindo-se facilmente de aparências de bondade ou altruísmo.

Deste modo, ao realizarem suas expectativas, os agentes não encontrariam nisso um princípio de repouso ou quietude, senão que apenas uma satisfação momentânea e fugaz, a qual, por sua vez, viria a servir de fundamento para o nascimento de novas veleidades ou caprichos ainda não saciados; tal como exposto no trecho acima, havendo um problema (desemprego), demanda-se uma solução (prosperidade) e, quando essa é alcançada, os agentes a tomam por dada e novas reivindicações e demandas emergem. Tratando do ciclo financeiro de negócios, ademais, a mesma noção parece aplicar-se na busca incessante dos agentes por margens de lucro cada vez maiores; havendo crescimento e alcançada uma prosperidade estável, os agentes não encontrariam nisto um elemento de satisfação ou repouso, senão que um fundamento para práticas cada vez mais arrojadas na procura de níveis de retorno especulativo cada vez maiores.<sup>99</sup> Tal nota é essencial, pois, além de fornecer explicação para a perenidade das práticas de fraude e engodo na finança identificadas pelo autor (GALBRAITH, 1975, p. 3, p. 4, p. 8-9, p. 28), torna ainda translúcido o cinismo do economista canadense frente a soluções definitivas quanto ao problema das crises (GALBRAITH, 1994, p. 108-110).

Há, ainda, um outro aspecto a ser considerado quanto às operações da vontade. Anteriormente, foi dito que a faculdade é *de certo modo* posterior à cognição; não obstante, pode-se assinalar um outro aspecto, mediante o qual a faculdade aparece como anterior, isto é, tratando-se do caso em que egoísmo do homem se propõe a intervir na relação intelectual sujeito-objeto, não submetendo-se docilmente à realidade e sim *escolhendo* o que se quer acreditar com base naquilo que mais satisfaz seus interesses ou amor-próprio. Tais considerações parecem estar subjacentes à passagem em que Galbraith assinala o caráter imperfeito das previsões econômicas; assim argumenta o autor (1975, p. 269-270, grifo nosso),

Foresight is an imperfect thing — all prevision in economics is imperfect. And, even more serious, the economist in high office is under a strong personal and political compulsion to predict wrongly. That is partly because of **the temptation to predict what is wanted**, and it is better, not worse, economic performance that is always wanted [...] It follows that **all official prediction in economics is suspect; everyone reading it should assume a heavy component of wishful thought**".

---

<sup>99</sup> Com efeito, tal elemento parece ser um dos pontos de convergência ou aproximação entre a abordagem de Galbraith sobre o problema das crises e a hipótese da instabilidade financeira de Minsky. Tal proximidade parece digna de um estudo próprio.

Segundo o economista canadense (1994, p. 11, grifo nosso), tal tendência estaria intimamente ligada aos grandes episódios de euforia,

“The euphoric episode is protected and sustained by the **will of those who are involved**, in order to justify the circumstances that are making them rich. And it is equally protected by the **will to ignore, exercise, or condemn those who express doubts**”.

Ainda, os mesmos elementos são sublinhados por Galbraith (1994, p. 79-80, grifo nosso) ao tratar do envolvimento de Irving Fisher no movimento especulativo que antecedeu o Craque de 29,

“The most prominent and most to be regretted of the academic sages was Irving Fisher of Yale – as already indicated, the most innovative economist of his time. Heavily involved in the market himself, he too surrendered to the **basic speculative impulse**, which is **to believe whatever best serves the good fortune you are experiencing**. In the autumn of 1929, he gained enduring fame for the widely reported conclusion that ‘stock prices have reached what looks like a permanently high plateau’”.

Trata-se, portanto, de uma espécie de *cegueira voluntária*, isto é, uma tendência entre os agentes segundo a qual se acredita naquilo que se *quer* acreditar, ignorando deliberadamente os dados da realidade sob a intenção de satisfazer o próprio egoísmo.

Um terceiro elemento da psicologia galbraithiana que deve ser assinalado é a influência das paixões ou afetos sobre a atividade dos agentes. Popularmente, o termo “paixão” parece fazer referência ao aspecto mais veemente ou *violento* da sensibilidade humana, àquilo que aproxima o homem das bestas ou puros animais; já a noção de “afeto” parece apontar antes para o aspecto mais delicado ou sutil da vida sensível dos homens. Tal distinção parece útil ou conveniente para o presente estudo, pois, em Galbraith, a sensibilidade humana aparece a um só tempo como veemente e sutil, ora capaz de arrebatá-los em verdadeiros surtos de delírio e ora capaz de *ardilosamente* puxá-los por baixo, fixando-os no erro ou em atitudes de autoengano.

Em circunstâncias ordinárias ou habituais, a sensibilidade aparece em Galbraith como uma espécie de *elemento propiciador da ação*; pode-se, por exemplo, encontrar aplicação para tal noção no caso dos movimentos de expansão do crédito, os quais, segundo o economista canadense (1975, p. 20), encontram sua causa no comportamento eufórico dos agentes em geral e na competitividade e avareza dos banqueiros; ou, ainda, tratando-se da inação ou cautela dos agentes em circunstâncias de elevada preferência por liquidez, as quais teriam por fundamento

justamente o medo de insolvência ou iliquidez (GALBRAITH, 1975, p. 16, p. 191-192). Assim, não seria apenas uma consideração puramente racional das possibilidades em jogo que moveria os agentes à ação – embora esteja inegavelmente presente, de modo mais ou menos imperfeito –, senão que haveria sempre algum elemento passional ou afetivo que serviria de princípio *impulsor* para a sua atividade. Tal noção lembra, em grande medida, aquilo que Keynes chama de *animal spirits*; segundo o economista britânico (2013, p. 161-162, grifo nosso),

**[...] a large proportion of our positive activities depend on spontaneous optimism** rather than on a mathematical expectation, whether moral or hedonistic or economic. Most, probably, of our decisions to do something positive [...] can only be taken as a result of *animal spirits* [...] and not as the outcome of a weighted average of quantitative benefits multiplied by quantitative probabilities [...] Thus **if the animal spirits are dimmed and the spontaneous optimism falters**, leaving us to depend on nothing but a mathematical expectation, **enterprise will fade and die** — though fears of loss may have a basis no more reasonable than hopes of profit had before”.

Percebe-se que Keynes não adere a um irracionalismo incondicional nem nega a possibilidade de uma consideração racional ou “matemática” por parte dos agentes quanto aos problemas em jogo, porém, afirma que o elemento sentimental entra habitualmente como uma espécie de *princípio motriz*, impulsionando a atividade dos homens e sem o qual possivelmente nenhuma obra ou empreendimento seria levado a cabo.

Não obstante, em Keynes aparece também a possibilidade de movimentos propriamente irracionais e uma espécie de “perversão” da atividade cognitiva do homem, segundo a qual as paixões, afetos, caprichos ou mesmo a “atividade das vísceras” como que se antecipassem a razão e viessem a tomar o lugar da direção. Assim afirma o economista britânico (2013, p. 161-163, grifo nosso),

“In estimating the prospects of investment, we must have regard [...] to the **nerves and hysteria and even the digestions and reactions to the weather of those upon whose spontaneous activity it largely depends** [...] human decisions affecting the future, whether personal or political or economic, cannot depend on strict mathematical expectation, since the basis for making such calculations does not exist; and that it is [...] our rational selves choosing between the alternatives as best we are able, calculating where we can, but **often falling back for our motive on whim or sentiment or chance**”.

Em Galbraith, por sua vez, tais elementos aparecem analogamente e são um dos fundamentos para a explicação dos frequentes surtos de irracionalidade entre os agentes, os quais, de quando em quando, ver-se-iam como que *miseravelmente* vítimas de movimentos de turbação, de acessos de exagero ou, ainda, de

arrebatamentos de delírio ou ilusão. Quando imoderados, tanto os movimentos passionais quanto afetivos aparecem como uma espécie de “nuvem de fumaça” que se ergue sobre a inteligência do homem, ofuscando ou entenebrecendo suas operações e subjugando a capacidade eletiva da vontade, servindo, portanto, como uma espécie de veículo do erro e princípio de toda a “bizarrice” humana assinalada pelo autor (GALBRAITH, 1975, p. 3).

O amor ou “cupidez” do dinheiro, por exemplo, retamente assinalado por Davidson e Dunn (2008), aparece como um elemento propulsor da atividade financeira (GALBRAITH, 1975, p. 20, p. 124), porém, além disso, como causa de erro ou “cegueira” entre os agentes (GALBRAITH, 1975, p. 11; 1994, p. 97) e sublinha como serve de fundamento para o engodo e a fraude perenemente associados à finança (GALBRAITH, 1975, p. 4, p. 8-9; 1994, p. 11), tendo uma força dissuasiva capaz de submeter e arrastar as vontades, tal como ao excitar as concupiscências (GALBRAITH, 1975, p. 62) ou ao contornar a enfatuação da hipocrisia (GALBRAITH, 1994, p. 48).

Ainda, há um conjunto de sentimentos assinalados por Galbraith que constituem como que o fundamento próximo da conduta específica dos agentes nos processos de formação do *boom* especulativo (fase ascendente do ciclo financeiro de negócios) e também de seu subsequente *bust* (fase descendente). Quanto à primeira fase, destacam-se os sentimentos de otimismo, satisfação, alegria e euforia. Como sublinhado por Keynes (2013, p. 161-162), há um certo *otimismo espontâneo* que move os homens à ação, ao empreendimento; subjacente ao otimismo, há manifestamente certa esperança de consecução de resultado, certa expectativa de retorno; realizadas tais expectativas, surgem os sentimentos de satisfação e alegria diante do êxito; havendo uma realização sucessiva e ininterrupta de expectativas, põe-se em marcha um movimento de euforia. Porém, tal como assinalado por Keynes (1937), o homem age partindo do pressuposto que “o presente é um guia útil para o futuro”, o que, por sua vez, move os agentes a projetar em suas expectativas o triunfo presente para um futuro indefinido, dando às suas esperanças uma feição cada vez mais insensata ou irracional. A inteligência humana, por si já bastante frágil e deficiente, vê-se como que turbada por uma “fumaça” de sentimentos positivos, fazendo com que os agentes superestimem cada vez mais a situação presente, a solidez de seus empreendimentos ou suas capacidades, servindo de fundamento para novas ondas de otimismo. A frase de Bagehot, “*all people are most credulous when*

*they are most happy*”, é citada por Galbraith (1994, p. 6) e serve de indicativo quanto ao modo pelo qual se formam os processos de alucinação coletiva durante o *boom* especulativo, sendo justamente a euforia um dos fundamentos da fuga massiva da realidade por parte dos agentes (GALBRAITH, 1994, p. 12). Ademais, como a faculdade da vontade aparece como que ferida por um egoísmo inextinguível, os agentes não encontram na consecução de resultados um princípio de saciedade ou repouso, senão que em sua própria alegria experimentam certa insatisfação ou inquietação<sup>100</sup>, fazendo com que se lancem com cada vez mais ardor em direção aos projetos que lhe proporcionam tais sentimentos. Tal movimento tenderia a não ser obstruído senão mediante um choque de realidade, o qual, em Galbraith, identifica-se justamente com o estouro das crises financeiras.

Um tanto quanto simetricamente ao movimento anterior, Galbraith assinala um certo conjunto de sentimentos especificamente associados ao *bust* especulativo e seu subsequente período de recessão ou depressão. O primeiro movimento passional seria justamente aquele que fundamenta a imediata elevação da preferência por liquidez dos agentes após o craque dos preços dos ativos objeto da atividade especulativa. Se antes era possível destacar certa prodigalidade dos agentes em um quadro de otimismo mais ou menos generalizado, agora, com o choque de realidade, há um movimento inverso: decepção, descontentamento e tristeza diante da frustração das esperanças prévias, pessimismo quanto às expectativas presentes e futuras, medo de perda diante da possibilidade de insolvência ou de iliquidez (GALBRAITH, 1975, p. 184). Não obstante, se o movimento anterior de formação do *boom* especulativo tenderia a manifestar um progresso relativamente lento à medida em que os ativos em especulação entravam em processo de valorização, o movimento de *bust*, inversamente, teria de manifestar-se quase que necessariamente de maneira súbita e violenta em razão dos mecanismos específicos de *debt-deflation* próprios à fase descendente do ciclo<sup>101</sup>; nas palavras de Galbraith (1994, p. 4, p. 83), os processos de *boom* especulativo teriam seu cabo “*not with a whimper but with a bang*”. Assim, por mais que analiticamente se possa assinalar a distinção entre os sentimentos de decepção, descontentamento, tristeza, medo e pessimismo, na prática

---

<sup>100</sup> Com efeito, o termo “*frenzy*”, mencionado por Galbraith (1994, p. 32), não expressa senão tal estado de inquietação associado a um movimento de euforia quase doentio.

<sup>101</sup> Malgrado o economista canadense não faça referência explícita à noção de Fisher, ela está de certo modo implícita, dado que a atividade especulativa e os métodos de alavancagem aparecerem intimamente relacionados.

eles provavelmente aparecem como uma espécie de turbilhão de emoções cuja resultante é o desespero ou o pânico frente à iminência de ruína.<sup>102</sup> Tal como outrora a euforia fora capaz de turbar a inteligência dos agentes e submeter suas vontades, agora, simetricamente, o pânico produz o mesmo efeito em sentido oposto, fazendo com que os agentes se vejam como que enlouquecidos pelo desespero. Ademais, o economista canadense assinala ainda um último movimento passional próprio ao “*aftermath*”, ao período de depressão pós-craque; ao contrário de um certo deslumbre popular ou ímpeto de veneração direcionado aos “prodígios” da finança próprio da fase ascendente do ciclo financeiro (1994, p. 16), agora, por outro lado, Galbraith (1994, p. 33, p. 50, p. 52) sublinha uma espécie de dilaceração da indignação, da ira e do rancor, os quais encontram seu cume na procura por um *bode expiatório*, alguém a quem pôr culpa quanto ao desastre.

Por fim, pode-se assinalar um último elemento afetivo presente em Galbraith, o qual parece efetivamente ser o mais importante; trata-se, justamente, dos movimentos de orgulho, de fatuidade, de vaidade e, enfim, do amor-próprio do homem buscando engrandecer-se ou exasperar-se; em Galbraith, os agentes aparecem como que *miseravelmente* feridos por uma tendência constante à vã auto-complacência, ao deleite em si mesmos, a uma visão distorcida de suas pessoas ou exagerada de suas qualidades e, portanto, à ilusão quanto ao que são ou quanto ao que têm. Se anteriormente foram sublinhados os movimentos passionais próprios aos períodos de *boom* e de *bust*, agora, por outro lado, não há tal distinção para o orgulho, o qual aparece como uma espécie de signo ou trejeito universal entre os homens, como o traço mais profundo da psicologia humana e como o seu movimento mais arditamente sutil. Assim afirma Galbraith (1995, p. 5, grifo nosso),

“Those involved with the speculation are experiencing an increase in wealth – getting rich or being further enriched. **No one wishes to believe that this is fortuitous or undeserved; all wish to think that it is the result of their own superior insight or intuition.** The very increase in values thus captures the thoughts and minds of those being rewarded. Speculation buys up, in a very practical way, the intelligence of those involved”.

Assim afirma, também, ao tratar da fatuidade comum aos *homens afluentes* (1994, p. 14, interpolação nossa, grifo nosso),

“This view [associação convencional entre genialidade e riqueza] is then reinforced by the **air of self-confidence and self-approval that is commonly assumed by the affluent.** On no matter is the mental inferiority

<sup>102</sup> Com efeito, não é por acaso que os processos de súbita elevação da preferência por liquidez são chamados de “corrida” (“*bank run*”, “*run on deposits*”).

of the ordinary layman so rudely and abruptly stated: "I'm afraid that you simply don't understand financial matters".

A vaidade, amor da glória ou do aplauso, aparece também como *miseravelmente* presente no homem, servindo de forte alimento para os movimentos de auto-complacência e fatuidade. Assim assinala o Galbraith (1994, p. 18, grifo nosso), ao tratar da vaidade associada às inovações financeiras,

"In all speculative episodes there is always 'an element of pride in discovering what is seemingly new and greatly rewarding in the way of financial instrument or investment opportunity'. **The individual or institution that does so is thought to be wonderfully ahead of the mob. This insight is then confirmed as others rush to exploit their own**, only slightly later vision. This perception of something new and exceptional rewards the ego of the participant, as it is expected also to reward his or her pocketbook. And for a while it does".

Afirma, também, em outra passagem (1994, p. 16, grifo nosso),

"Those with money to lend are, by long force of habit, tradition, and more especially the needs and desires of borrowers, accorded **a special measure of deference in daily routine. This is readily transmuted by the recipient into an assurance of personal mental superiority. Treated that way, I must be wise.** In consequence, self-scrutiny – the greatest support to minimal good sense – is at risk".

Ao tratar da fatuidade como um dos fundamentos do movimento especulativo, assim afirma Galbraith (1994, p. 5, grifo nosso),

"the errors of vanity of those who think they will beat the speculative game are also thus reinforced. As long as they are in, they have a strong pecuniary commitment to belief in the **unique personal intelligence that tells them there will be yet more**".

Assim, na fase ascendente do ciclo, os movimentos de orgulho e vaidade excitariam a fatuidade dos agentes e agiriam em concomitância com os sentimentos de otimismo, servindo-lhe, por fim, de alimento; dito de outro modo, o otimismo dos agentes implicaria não apenas em uma esperança de retorno associado aos seus projetos, senão que também em uma crença na magnanimidade que os move em suas ações, na genialidade que as sustenta e, enfim, na singularidade mesma do sujeito que as põe em marcha. O especulador obstinado, por exemplo, adotaria muito facilmente uma atitude firme de fé e de esperança em sua sutileza de inteligência ou argúcia em antever o futuro do mercado de ações e encontraria na elevação dos preços dos ativos objeto da atividade especulativa uma espécie de confirmação de sua crença; assim, o otimismo fundamentado no orgulho encontraria um princípio de reforço na euforia, a qual termina por confirmar a sua validade ou legitimidade; ou,

ainda, o homem de negócios poderia facilmente encontrar uma confirmação de suas expectativas não apenas no retorno medido pela ampliação de suas margens de lucro, senão que também na quantidade de aplausos, nas ovações ou na reverência que lhe é deferida no trato diário, servindo-lhe também de meio para a confirmação da singularidade de sua inteligência ou pessoa. Tais elementos serviriam de veículo para o engano e auto-ilusão persistente na medida em que alimentam o comportamento mesmo que lhes serve de causa.

Na fase descendente, por outro lado, tais afetos estariam sobretudo presentes nos movimentos de auto-indulgência dos participantes da atividade especulativa, os quais teriam a tendência de pouparem a si mesmos de qualquer exame de consciência, facilmente concedendo anistia às suas pessoas e projetando sobre algo ou alguém a causa de seu fracasso pessoal ou ruína (GALBRAITH, 1994, p. 42, p. 52); segundo o economista canadense (1994, p. 106), “*those who are involved never wish to attribute stupidity to themselves*”. Assim, haveria no orgulho e na vaidade um reforço ou alimento também para os movimentos de vingança e indignação pós-craque.

Um quarto elemento da psicologia galbraithiana que deve ser assinalado é a *sociabilidade* do homem; em Galbraith, os agentes não aparecem como entes isolados, sem influência de seu meio ou daquilo que lhes antecede, senão que estão presentes enquanto seres fundamentalmente sociais, intimamente relacionados por vínculos tanto de espaço quanto de tempo. Na consideração da sociabilidade do homem na obra do economista canadense, destacam-se três elementos: (i.) a existência de costumes sociais enquanto elemento condicionante da conduta individual, (ii.) a força de “figuras” ou símbolos que expressam ou exercem certa autoridade sobre a ação humana e (iii.) a presença de um fator mimético na inter-relação dos agentes. Com efeito, tais elementos não parecem ser senão desdobramentos das noções vebleninas de *hábitos compartilhados* e *emulação*, contudo, foi estabelecida certa distinção de categorias em ordem à conveniência da exposição, dado aparecerem um tanto quanto separadamente na obra de Galbraith.

Os costumes aparecem na obra do economista canadense como uma espécie de *padrão de comportamento interindividual*, o qual tende a servir de elemento condicionante da conduta de cada agente em particular. De um primeiro modo, os costumes aparecem segundo um critério prático ou utilitário, tal como, por exemplo, no caso das moedas, as quais aparecem, ao longo de toda a sua obra sobre a história

do dinheiro, enquanto convenções adotadas ou aceitas pelos agentes em ordem à conveniência econômica. De um segundo modo, aparecem também segundo um critério moral ou “ético”, mediante o qual a própria incorporação ou aceitação do indivíduo enquanto membro da comunidade está em certa relação de dependência. Assim afirma Galbraith (1975, p. 302), ao tratar dos critérios morais condicionantes do êxito em ofícios monetários,

“ [...] in monetary matters as in diplomacy, a nicely conformist nature, a good tailor and the ability to articulate the currently fashionable financial cliché have usually been better for personal success than an excessively inquiring mind. Effective action and associated thought provoke fear and criticism”.

Por vezes, ademais, os costumes podem também emergir a um só tempo enquanto critérios utilitários e morais; tal parece ter sido, a título de exemplo, o caso da ascensão do padrão-ouro no século XIX enquanto paradigma monetário internacional, o qual, segundo Galbraith (1975, p. 41-42), teria sido revestido por uma espécie de “ética”, servindo como parâmetro de reputação ou respeitabilidade entre homens de negócios, próximos à finança ou dotados de palpite em assuntos monetários.

Além disso, os costumes aparecem na obra do autor na forma de crenças ou *associações intelectuais habituais*, as quais tendem a servir de parâmetro ou critério para a formação do juízo prático dos agentes. Tal parece ser o caso, por exemplo, da associação convencional entre riqueza e inteligência; assim afirma Galbraith (1994, p. 13-14, grifo nosso),

“The basic situation is wonderfully clear. In all free-enterprise (once called capitalist) attitudes there is a **strong tendency to believe** that the more money, either as income or assets, of which an individual is possessed or with which he is associated, the deeper and more compelling his economic and social perception, the more astute and penetrating his mental processes. Money is the measure of capitalist achievement. The more money, the greater the achievement and the intelligence that supports it. Further, in a world where for many the acquisition of money is difficult and the resulting sums palpably insufficient, the possession of it in large amount seems a miracle. Accordingly, possession must be associated with some special genius”.

Tais costumes, seja na forma de padrões de comportamento seja na forma de hábitos mentais, podem terminar por dar origem a “figuras” ou símbolos, os quais, por sua vez, terminam por servir de encarnação para certas ideias ou ideais. Tal parece ser o caso da seriedade ou afetação de gravidade exigida pela finança enquanto critério ético ou enquanto transfiguração de um ideal de probidade, discrição e

parcimônia nos negócios. Ao tratar do problema, assim argumenta Galbraith (1975, p. 117-118, interpolação nossa, grifo nosso), em seu habitual tom jocoso,

“Not that the accomplishments of the System [Federal Reserve System] have been minimal. Some have been insufficiently praised. In the early years of the Federal Reserve, in the better downtown sections of major American cities, real estate of superior quality was acquired, and buildings of somber fiduciary classic were erected. Ever since, **they have contributed an impression of solid substance** to such otherwise secondary financial centers as Cleveland or St. Louis. In England or France only the capital has such a center of financial gravity; in the United States a dozen big cities are so blessed. These symbols, though not of great importance, are not without significance. Nor is the sobriety of the architecture to be deplored. Money is, to most people, a serious thing. **They expect financial architecture to reflect this quality — to be somber and serious, never light or frivolous.** The same, it may be added, is true of bankers. Doctors, though life itself is in their hands, may be amusing. In *Decline and Fall*, Evelyn Waugh even has one who is deeply inebriated. **A funny banker is inconceivable.** Not even Waugh could make plausible a drunken banker”.

Em linha semelhante de raciocínio, Galbraith atribui importância, ao menos parcial, a tais elementos enquanto uma das causas da ressurreição do ideal monetarista, aparecendo os *central bankers* como uma espécie de porta-vozes ou encarnação do ideal de “sabedoria” econômica e, portanto, tendendo a servir de elemento condicionante da crença dos agentes individuais acerca do *modus operandi* das economias. Assim argumenta o autor (1975, p. 280-281, grifo nosso)

“Nevertheless, offstage faith in monetary policy was growing. Partly this was the result of the fading memory of earlier failures. Partly it was **the normal human hope that salvation might somehow be found in magic, sorcery or witchcraft as these are revealed to experts.** Partly it reflected **the unsinkable prestige of central bankers in general and the Federal Reserve System in particular**, something to which readers of this history will no longer react with surprise. In the small world of economics the failures of monetary policy, though fully conceded, continued to be a reflection not of fundamental fault but of interesting aberration”.

Com efeito, a relevância de tais “figuras” ou símbolos não é de nenhum modo trivial ou negligenciável, dado que ao ocuparem posição de autoridade têm uma força capaz de influenciar ou moldar as crenças dos agentes e, portanto, terminam por servir de elemento condicionante às ações mesmas dos indivíduos em relação ao sistema. Tal teria sido o caso do papel desempenhado pelos professores de Economia em reforçar ou alimentar o otimismo dos agentes no *boom* especulativo que antecedeu o Craque de 29. Assim assinala Galbraith (1994, p. 79, interpolação nossa),

“Supporting them [os “prodígios” da finança] and sustaining public confidence was a convocation of economics professors who assured all listeners that what was happening was well within the norms of contemporary and successful capitalism”.

Por fim, há ainda um forte componente mimético presente na concepção de Galbraith acerca da sociabilidade do homem. Tal elemento é explicitamente abordado por Keynes (1937, p. 214-216, grifo nosso), ao tratar do fundamento psicológico das convenções,

“Knowing that our own individual judgment is worthless, we endeavor to fall back on the judgment of the rest of the world [...] That is, **we endeavor to conform with the behavior of the majority or the average**. The psychology of a society of individuals each of whom is endeavoring to copy the others leads to what we may strictly term a *conventional judgment*”.

Assim, o julgamento da maioria entraria na psicologia dos agentes individuais como uma espécie de *critério de razoabilidade*, servindo de princípio para a convicção de que o comportamento da massa ou de uma multidão não é obra do acaso ou de um delírio coletivo, senão que de uma escolha racional próxima ao infalível; a adesão dos indivíduos ao comportamento coletivo assumiria a forma de um raciocínio tortuoso em que “se há consenso sobre tal ou qual ponto, tal julgamento tem de estar necessariamente correto, dado que se funda no sentimento da maioria”. Em Galbraith, o elemento mimético está fortemente presente tanto na formação do *boom* quanto no estopim que serve de princípio para a fase do *bust*; ao tratar do caso clássico da Bolha da South Sea, por exemplo, o economista canadense (1994, p. 49) assinala como o fato de uma meia dúzia de indivíduos estarem gozando de um enriquecimento tão ligeiro e indiligente teria capturado a atenção dos indivíduos e servido entre eles como uma espécie de eixo de conduta a ser adotada para tal fim; “*the sight of some becoming so effortlessly affluent brought the rush to participate that further powered the upward thrust*”. Galbraith sublinha o mesmo elemento ao tratar da Bolha das Tulipas, porém agora dando ênfase no elemento do prestígio quanto à posse da flor; assim argumenta o autor (1994, p. 28-29, grifo nosso),

“This appreciation became, in time, very great; **enormous prestige was soon attached to the possession and cultivation of the plant** [...] Attention came to be concentrated on the possession and display of the more esoteric of the blooms. And appreciation of the more exceptional of the flowers rapidly gave way to a yet deeper appreciation of the increase in the price that their beauty and rarity were commanding. **The rush to invest engulfed the whole of Holland. No person of minimal sensitivity of mind felt that he could be left behind**. Prices were extravagant”.

Ainda tratando do caso das Tulipas, Galbraith (1994, p. 33, grifo nosso) assinala o mesmo elemento no movimento inverso do ciclo financeiro, tratando-se da corrida que se estabeleceria entre os agentes para desfazer-se da flor ou dos bulbos,

“In 1637 came the end. Again the controlling rules were in command. The wise and the nervous began to detach, no one knows for what reason; **others saw them go; the rush to sell became a panic; the prices dropped as if over a precipice.** Those who had purchased, many by pledging property for credit – here the leverage – were suddenly bereft or bankrupt”.

Ademais, o economista canadense destaca ainda como uma tendência ou movimento de massa pode facilmente servir de elemento propiciador de erro ou ilusão, seja pela força persuasiva da opinião de alguma personalidade maior que serve de “pastor” ao “rebanho” posto em movimento ou, também, pela eloquente expressividade da quantidade ou do número. Assim argumenta Galbraith (1994, p. 4-5, grifo nosso), ao tratar das “tentações” daqueles que participam do *boom* especulativo,

“Given the **pressure of this crowd psychology** [...] the saved will be the exception to a very broad and binding rule. They will be required to resist two compelling forces: one, the powerful personal interest that develops in the euphoric belief, and the other, the **pressure of public and seemingly superior financial opinion that is brought to bear on behalf of such belief** [...] **the crowd converts the individual from reasonably good sense to the stupidity**”.

Por fim, há ainda algumas palavras que podem ser ditas quanto ao último elemento assinalado no início da seção, isto é, tratando-se do problema do ambiente no qual os agentes estão submergidos. A noção aparece dentro de um quadro fundamentalmente keynesiano, sendo um dos pontos em que mais se pesa a influência do economista britânico; de modo especial, nela reside um dos fundamentos para a explicação da corrida por liquidez entre os agentes em momentos de pânico. Tal como assinalado por Keynes (1937) em sua consagrada formulação do problema, é necessária uma distinção entre *risco* e *incerteza*, segundo a qual a primeira se identificaria com uma ausência de informação perfeita dentro de um quadro manejável ou mesmo passível de “computação serial” – tratar-se-ia, portanto, de um conhecimento probabilístico – e a segunda, por outro lado, faria referência a uma ausência radical de conhecimento por parte dos agentes, os quais se veem como que obrigados a assentar suas decisões em elementos profundamente subjetivos ou em critérios *miseravelmente* desajeitados (“*flimsy foundation*”). O hábito de entesourar o dinheiro (“*propensity to hold*”) seria justamente um dos modos pelos quais os agentes seriam capazes de lidar de alguma maneira, dentro de seu limitado escopo de ação, com a contingência atrelada ao futuro dos acontecimentos, servindo, tal como

argumenta o economista britânico, de “barômetro” de sua suspicácia frente aos seus próprios cálculos ou convenções (KEYNES, 1937).

Tais elementos estão subentendidos na obra do economista canadense quando, a título de exemplo, Galbraith (1975, p. 191) faz notar que tanto a queda de um banco quanto o medo da queda de um banco por parte dos agentes teriam o mesmo efeito econômico; tanto em um quanto em outro caso, os agentes tenderiam a lançar-se avidamente aos caixas bancários à procura do resgate de seus depósitos. O economista canadense (1975, p. 189-190), ao tratar da corrida por liquidez instaurada após o Craque de 29, traz a história de um banqueiro que, não sem notável grau de astúcia, teria sido capaz de explorar tal verdade e impedir a queda de seu banco; conforme relatado, após grande agitação de uma multidão ávida de seu dinheiro, o dono do banco teria subido no balcão e, em alta voz, assegurado seus clientes de que não havia razão para inquietação, que todos poderiam resgatar seus depósitos e que, caso necessário, o banco iria permanecer aberto muito além do horário habitual de fechamento dos caixas para garantir o saque de todos os presentes; a multidão, ao fim e ao cabo, comprou o blefe do banqueiro e acabou por dispersar-se, enquanto o banco terminou passando relativamente ileso à crise bancária; nas palavras de Galbraith (1975, p. 16) “*however desperately people want their money from a bank, when they are assured they can get it, they no longer want it*”. Assim, o homem habitaria em um estado de fundamental ignorância e de incerteza radical quanto ao futuro e, embora haveria certa margem para a ilusão, todos os elementos de autoengano seriam facilmente suscetíveis de súbito colapso. Assim resume Keynes (1937, p. 214-215) a posição dos agentes frente a sua condição,

“In particular, being based on so flimsy a foundation, it is subject to sudden and violent changes. The practice of calmness and immobility, of certainty and security, suddenly breaks down. New fears and hopes will, without warning, take charge of human conduct. The forces of disillusion may suddenly impose a new conventional basis of valuation. All these pretty, polite techniques, made for a well-panelled Board Room and a nicely regulated market, are liable to collapse. At all times the vague panic fears and equally vague and unreasoned hopes are not really lulled, and lie but a little way below the surface”.

Tal nota, por sua vez, parece resumir o estado psicológico dos agentes em Galbraith frente a sua condição de fundamental ignorância, bem como o caráter “cíclico” de suas variações. Em tempos de tranquilidade, os agentes viveriam segundo certo otimismo vago, em grau mais ou menos profundo de ilusão e constantemente enganando-se a si mesmos quanto às possibilidades em jogo ou quanto às suas

capacidades reais; mediante à aparição de alguma contradição suficientemente intensa que não abra margem para ilusões, tal estado seria posto a prova, instaurando-se um pânico mais ou menos generalizado, o qual, por sua vez, não é senão um efeito ou sinal exterior da súbita tomada de consciência por parte dos agentes acerca da condição de incerteza sob a qual o homem subsiste.

Quanto à questão da complexidade do ambiente, não há nenhum tratamento explícito. Não obstante, o problema é quase palpável nas entre-linhas da obra de Galbraith e nela parece residir um ponto de síntese para os problemas abordados nesta seção. Dadas as deficiências profundas da natureza humana como um todo – embotamento e torpeza na inteligência, parcialidade e brevidade da memória, dispersão e “extravagância” da imaginação, profundidade e amplitude do egoísmo na vontade, sutileza dos movimentos de auto-complacência, veemência das paixões em geral e sua capacidade de turbar a inteligência e submeter a vontade –, o homem teria em si um obrar profundamente desajeitado e ver-se-ia como que “abaixo” das circunstâncias nas quais subsiste, sendo uma espécie de presa fácil de uma complexidade que lhe é superior e que lhe abarca de algum modo. Ademais, dada a sociabilidade de sua natureza, as instituições humanas (convenções, costumes, crenças, etc.) ou a força subversiva das multidões teriam o poder de como que “arrastar” o homem, exigindo dele uma força quase sobre-humana de resistência quando tais elementos sociais se movem em uma direção inadequada. Assim, conquanto seja evidente que o economista canadense acredite que o homem tem acesso a um certo número de informações e seja de algum modo capaz de lidar com elas – o fato de ele ter escrito livros propondo-se a abordar algum problema intelectual ou prático serve de evidência suficiente –, os elementos de complexidade do ambiente e insuficiência de capacidades estão quase que plasticamente presentes na obra do autor e são em sua obra incorporados em grande profundidade e extensão.

### **3.2.2. O ciclo financeiro de negócios**

O caráter instável do comportamento das economias capitalistas não parece ser objeto de disputa entre as diferentes abordagens, restando somente à dissidência o problema da origem e natureza de suas causas, isto é, se encontram seu

fundamento em elementos endógenos ou exógenos ao sistema econômico. A analogia habitual para descrição do caráter oscilatório das economias tem por referência o movimento das ondas de um mar mais ou menos tranquilo; malgrado suas flutuações periódicas, tende-se a conceber um movimento relativamente estável quanto a sua dinâmica sistemática, como que estacionário ao longo de uma tendência e, ainda, como um tanto quanto calmo, pacífico ou em algo amortecido. Galbraith (1975, p. 104), por sua vez, propõe os dentes de uma serra como nova figura, ou, permanecendo fiel à metáfora habitual, algo próximo às ondas de um tsunami; tratar-se-ia, precisamente, de uma tendência de elevação lenta e gradual na fase progressiva do ciclo com súbita e violenta queda imediatamente após o movimento ter alcançado seu cume.

Na obra de Galbraith, pode-se assinalar dois movimentos ou fases fundamentais do ciclo financeiro de negócios, uma primeira ascendente e uma outra descendente – “boom” e “bust”, segundo a terminologia anglófona. Embora seja possível atribuir subcategorias às fases sublinhadas, tais etapas não parecem distintas em sua natureza, senão que simples variações em intensidade de um movimento maior, o qual, por sua vez, pode ser definido ou pela tendência de ascensão via expansão da atividade econômica ou de queda mediante à sua contração. Por tal razão, cremos ser útil restringir a categorização às duas fases fundamentais do ciclo de negócios.

O primeiro elemento do ciclo assinalado por Galbraith (1975, p. 104; 1994, p. 2) é a *percepção de inovação* por parte dos agentes. Todavia, não se trata necessariamente de uma inovação real e sim de uma aparência de novidade (tratando-se tanto de ativos reais quanto fiduciários), a qual atrairia os investidores sob a perspectiva de um lucro superior ao nível ordinário dos retornos de mercado. Em tal ponto, a aproximação do economista canadense com Schumpeter é evidente; além de depositar nas inovações o princípio da fase ascendente, Galbraith as compreende com a mesma amplitude de sentido presente no autor austríaco. Assim elabora Schumpeter o problema das inovações em sua clássica formulação (1983, p. 109, enumeração do autor),

“(I) The introduction of a new good – that is one with which consumers are not yet familiar – or of a new quality of a good. (II) The introduction of a new method of production, that is one not yet tested by experience in the branch of manufacture concerned, which need by no means be founded upon a

discovery scientifically new, and can also exist in a new way of handling a commodity commercially. (III) The opening of a new market, that is a market into which the particular branch of manufacture of the country in question has not previously entered, whether or not this market has existed before. (IV) The conquest of a new source of supply of raw materials or halfmanufactured goods, again irrespective of whether this source already exists or whether it has first to be created. (V) The carrying out of the new organisation of any industry, like the creation of a monopoly position (for example through trustification) or the breaking up of a monopoly position”.

Assim sendo, tratando-se de alguns dos principais casos mencionados por Galbraith, pode-se assinalar por objeto ou percepção de inovação as tulipas no caso clássico da Tulipomania (inovação tipo I ou IV), das sociedades anônimas na Bolha da South Sea (inovação tipo V), as supostas descobertas de ouro em Louisiana no caso de John Law e da Compagnie d'Occident (inovação tipo IV), os canais e ferrovias ao longo do século XIX nos Estados Unidos (inovação tipo I ou II) ou mesmo a sua expansão territorial em direção ao Oeste (inovação tipo III ou IV), imóveis em diversas ocasiões (inovação tipo I, II ou III), objetos de arte (inovação tipo I) ou, ainda, os “títulos-podres” (*“junk bonds”*), as novas propostas da *Reaganomics* e as reestruturações corporativas durante a *Mergermania* norte-americana ao longo da década de 1980 (inovações de tipo I, II e V).

Neste primeiro momento, pode dar-se um crescimento econômico real, o qual, segundo parece, guardaria dependência com a natureza do ativo objeto de investimento e com os seus potenciais reais de *transbordamento*.<sup>103</sup> Tratando-se, por exemplo, dos grandes projetos de investimento associados às revoluções industriais, há neles um princípio de mobilização real de recursos (mão-de-obra, ferramentas, máquinas, recursos naturais, etc.) que impliquem (*i.*) em ganhos quantitativos e (*ii.*) em uma criação real de novas possibilidades capazes de produzir um *salto qualitativo* na estrutura produtiva e no *modus operandi* das economias.<sup>104</sup> Assim, no princípio do ciclo de negócios estaria o investimento por parte dos homens de negócios, o qual viria a traduzir-se em uma mobilização efetiva dos fatores de produção (trabalho, capital e recursos naturais), gerando ganhos de produto, emprego, renda e consumo, o que, por sua vez, criaria novos incentivos para o investimento e assim sucessivamente. Ademais, a introdução das inovações implicaria também em ganhos de produtividade ao longo da fase ascendente (incrementos tecnológicos, pecuniários,

<sup>103</sup> “First came an expansion in business activity. This usually centered on some dominant form of investment, one that reworked the economic geography of the country” (GALBRAITH, 1975, p. 104)

<sup>104</sup> Ver SCHUMPETER (1983).

comerciais, organizacionais, etc.) e em uma ampliação efetiva das possibilidades em jogo (abertura de novos mercados, conquista de novas classes de consumidores, novos métodos ou modos de operação, etc etc.), implicando, portanto, em ganhos no plano qualitativo.

Todavia, haveria também situações em que os potenciais reais de transbordamento são menores em razão da natureza específica das inovações. Tal parece ser o caso da pululação de novos instrumentos financeiros que pode dar-se durante a fase ascendente. Segundo Galbraith (1994, p. 19-20), as chamadas “inovações financeiras”, com efeito, não seriam senão uma reconfiguração de algum instrumento financeiro já existente, porém com pequenas variações ou incrementos; as aparências do instrumento poderiam transfigurar-se infinitamente, porém, a sua “substancialidade” teria de permanecer inalterada, tratando-se sempre, segundo o economista canadense, de algum método de alavancagem, transferência de dívida ou algo do gênero.<sup>105</sup> Tais ativos têm uma capacidade real de mobilização de recursos e, portanto, podem intensificar a atividade econômica e gerar ganhos efetivos de crescimento, porém sempre a modo de veículo ou *causa instrumental*, isto é, quando submetidos a projetos com algum grau de solidez ou à mobilização de bens reais até então inexplorados. Tal parece ter sido o caso, por exemplo, da expansão territorial norte-americana em direção ao Oeste, a qual, segundo Galbraith (1975, p. 85), teria sido financiada pela emissão de papel-moeda por parte dos bancos comerciais e teria tido por efeito um crescimento real da economia norte-americana. Não havendo, contudo, projetos sólidos a serem financiados ou bens a serem explorados, ter-se-ia a multiplicação de um instrumento sem as circunstâncias que lhe concedam a possibilidade real de eficácia – algo como a ampliação da produção de gasolina sem

---

<sup>105</sup> Tratando, por exemplo, dos primeiros bancos comerciais do Renascimento, Galbraith (1975, p. 19) faz notar que as novas organizações tinham em seu escopo de ação a possibilidade de multiplicar a quantidade de notas bancárias *ad infinitum*, havendo ou não uma retaguarda em reservas reais, dada a incrível improbabilidade de um apelo universal, simultâneo e abrupto pela remissão dos depósitos por parte de sua clientela; os ourives, segundo o autor canadense (1975, p. 32; 1994, p. 35), utilizavam-se amplamente de semelhante estratégia; o caso da emissão dos *assignats* em descompasso com uma retaguarda real de ativos ou projetos também teria encontrado fundamento no mesmo princípio, porém agora com o auxílio da Coroa Francesa tornando-o *legal tender* para o pagamento de impostos (1975, p. 22-27; 1994, p. 36-39). Os três casos mencionados dizem respeito à emissão de títulos de dívida (direitos de receber determinada soma de algum ativo) em ordem à ampliação da capacidade de financiamento. Nas palavras de Galbraith (1994, p. 19-20), “*the world of finance hails the invention of the wheel over and over again, often in a slightly more unstable version. All financial innovation involves, in one form or another, the creation of debt secured in greater or lesser adequacy by real assets*”.

a existência de motores de combustão ou como o aumento da produção de serrotes sem a existência de carpinteiros que os utilizem ou de madeiras para serem transformadas em móveis. Assim, haveria inovações por si mesmas capazes de produzir ganhos de quantidade e de qualidade (inovações reais) e outras com potencial puramente veicular (instrumentos financeiros), podendo servir de meio efetivo para a mobilização de recursos, porém condicionadas pela solidez dos projetos financiados e pela realidade das possibilidades em jogo.

O segundo momento da fase ascendente do ciclo assinalado por Galbraith (1975, p. 105; 1994, p. 2) faz referência ao movimento de *ampliação da atividade especulativa*. Dado que a intensificação da demanda pelos ativos objeto de investimento (inovação ou aparências de inovação) tende a produzir uma elevação de seus preços, tem-se por consequência uma tendência à ampliação de sua procura por uma parcela cada vez maior de agentes, os quais passam a ver neles não um objeto de investimento propriamente dito – isto é, um meio de haurir das possibilidades reais atreladas aos bens ou projetos veiculares da expansão produtiva corrente –, senão que tencionam somente uma valorização nominal de seu patrimônio. O alargamento da demanda com fins especulativos produz uma nova pressão sobre os preços, o que, por sua vez, produz nova ampliação na demanda pelo ativo e assim sucessivamente.<sup>106</sup> Ao tratar do problema, assim afirma o autor canadense (1975, p. 105),

“Speculation occurs when people buy assets, always with the support of some rationalizing doctrine, because they expect their prices to rise. That expectation and the resulting action then serve to confirm expectation. Presently the reality is not what the asset in question — the land or commodity or stock or investment company — will earn in the future. Rather it is only that enough people are expecting the speculative object to advance in price to make it advance in price and thus attract yet more people to yet further fulfill expectations of yet further increases. This process has a pristine simplicity; it can last only so long as prices are rising reliably”.

---

<sup>106</sup> Nos casos em que, pela razão que for, não houver um amplo alargamento da atividade especulativa em direção às inovações centrais do movimento de expansão da economia, então, parece razoável aceitar que os ciclos de negócios ocorram de algum modo suavizados ou, se comparados aos casos históricos de *boom* especulativo presentes em Galbraith, de maneira um tanto quanto amortecida, lembrando efetivamente o movimento das ondas de um mar mais ou menos calmo; tal como descrito pelos modelos dos *ciclos dos produtos*, parece que ocorreria uma exploração das possibilidades reais das inovações centrais na fase ascendente e um movimento de estagnação e descenso à medida que tais possibilidades entrem em processo de esgotamento e obsolescência. Contudo, o trabalho de Galbraith faz referência sobretudo aos casos em que veio a dar-se alguma preeminência da atividade especulativa sobre o investimento produtivo e são esses casos o objeto principal da presente análise.

Quanto à prática da especulação, Galbraith delinea duas atitudes fundamentais por parte dos agentes financeiros. Assim afirma o economista (1994, p. 3-4, grifo nosso, enumeração nossa),

**“the basic attitudes of the participants [...] take two forms. (i.)** There are those who are persuaded that some new price-enhancing circumstance is in control, and they expect the market to stay up and go up, perhaps indefinitely. It is adjusting to a new situation, a new world of greatly, even infinitely increasing returns and resulting values. **(ii.)** Then there are those, superficially more astute and generally fewer in number, who perceive or believe themselves to perceive the speculative mood of the moment. They are in to ride the upward wave; their particular genius, they are convinced, will allow them to get out before the speculation runs its course. They will get the maximum reward from the increase as it continues; they will be out before the eventual fall”.

Em tal ponto, as profundas deficiências da psicologia e do obrar humano ganham em Galbraith como que um caráter pró-cíclico. O retorno fácil e imediato teria a capacidade de satisfazer profundamente os sentimentos daqueles envolvidos no processo especulativo, seja de modo violento, tal como no caso da “cupidez” do dinheiro (GALBRAITH, 1975, p. 11; 1994, p. 97), seja de modo mais sutil, como no caso da vaidade, da fatuidade ou de qualquer outro movimento de orgulho (GALBRAITH, 1994, p. 3-4, p. 5, p. 12-13); no primeiro caso, a voluptuosidade dos ganhos representa uma satisfação em si mesma para o avaro, alimenta o seu otimismo e favorece a euforia à medida que a mecânica interna da especulação procede seu curso e ganha em força (GALBRAITH, 1994, p. 6); quanto ao segundo, o gozo está, sobretudo, associada à satisfação do amor-próprio, à auto-complacência em ver-se bem-sucedido em seus empreendimentos, na consecução de metas, em gozar de níveis de retorno extraordinários e, ao fim e ao cabo, em ver-se como que acima do homem médio, ignorante em assuntos monetários e incauto frente às sutilezas dos mercados financeiros (GALBRAITH, 1994, p. 5, p. 14). A vontade humana, profundamente torcida pelo seu egoísmo fundamental, ver-se-ia como que subjugada pela veemência das paixões ou pela sutileza dos afetos que ofuscam ou entenebrece o juízo humano (GALBRAITH, 1994, p. 11, p. 78-80), podendo mesmo mover o homem às condutas “torcidas”, tal como nos casos perenes de fraude e engodo associados à finança (GALBRAITH, 1975, p. 4, p. 8-9; 1994, p. 11, p. 73). A faculdade da inteligência, por si mesma já bastante débil, padeceria de uma espécie de embotamento, mediante o qual se confunde ou se desfaz insensivelmente a capacidade humana efetiva de julgar às coisas retamente (GALBRAITH, 1975, p. 302,

1994, p. 97), podendo facilmente deixar-se levar seja por razões ridículas ou mesmo, de modo mais sutil, por doutrinas frágeis e modelos inadequados que corroborem aquilo que se deseja acreditar. Com as possibilidades de apoio diminuídas pelo embotamento da inteligência, a imaginação é feita como que presa de um movimento de delírio quanto à realidade das possibilidades em jogo, trocando o real pela fantasia (GALBRAITH, 1994, p. 28, p. 49, p. 54) – o que fornece explicação plausível para as *extravagâncias* da finança ao longo da história descrita pelo economista canadense. O desvario da imaginação, por sua vez, seria capaz de oprimir ou subjugar a memória, tornando-a demasiado seletiva e convencendo-a de que qualquer precaução assentada na experiência passada não é conveniente frente às *maravilhas* do momento atual ou à argúcia da presente geração de *financiers* (GALBRAITH, 1994, p. 3-4, p. 12).

Ademais, em direção semelhante trabalharia a sociabilidade do homem, a qual, segundo os elementos citados na seção anterior, poderia (*i.*) assumir a forma de costumes ou associações intelectuais, como, por exemplo, a habitual associação entre riqueza e genialidade ou, ainda, a própria reverência no trato deferida pelo homem médio em contato com as classes afluentes (GALBRAITH, 1994, p. 13, p. 16), (*ii.*) confirmar as expectativas correntes mediante a anuência de homens tidos por “especialistas” ou ocupantes de cargos de autoridade, os quais efetivamente serviriam como uma espécie de símbolo da sabedoria encarnada (GALBRAITH, 1975, p. 280; 1994, p. 15) ou, ainda, (*iii.*) pela força arrebatadora das multidões, a qual parece confirmar a infalibilidade das expectativas que sustentam o *boom* dado o aparente contrassenso da totalidade dos participantes do movimento especulativo estarem simultaneamente no erro (GALBRAITH, 1994, p. 28-29, p. 49).

Em Galbraith, assim, tanto as deficiências profundas da natureza humana quanto os elementos fundamentais de sua sociabilidade podem e frequentemente têm um caráter pró-cíclico na medida em que favorecem o otimismo dos agentes na fase ascendente. Tal como já dito, o otimismo satisfeito se converte em alegria e/ou em autocomplacência, o que serve de alimento para o entusiasmo dos agentes, engendrando, por sua vez, novas ondas de otimismo e assim sucessivamente à medida que as faculdades do homem como que se rendem e o movimento especulativo tende à universalização entre os agentes, culminando, por fim, nos grandes arrebatamentos de delírio coletivo descritos pelo economista canadense.

Além disso, quanto aos elementos fundamentais do movimento de *boom* especulativo, Galbraith assinala ainda um componente de deslumbre popular pelos “progídios” financeiros, isto é, pelos homens da finança que se posicionam na vanguarda da atividade especulativa do momento. Segundo o autor (1994, p. 17), “*that fascination derives, in turn, from the scale of the financial operations and the feeling that, with so much money involved, the mental resources behind them cannot be less*”. Excetuando a Bolha da Tulipas, onde parece não haver registros quanto à existência de algum “*major player*”, tal nota seria um dos elementos recorrentes da história das crises (GALBRAITH, 1994, p. 34). Com efeito, tal nota converge em seu mecanismo fundamental com a propriedade da sociabilidade do homem. Dado que tais homens a um só tempo lidam com quantidades massivas de dinheiro e se posicionam na vanguarda daquilo que parece ser um *mundo admiravelmente novo*, tendem a gozar de um prestígio de genialidade e, por isso mesmo, terminam por ser tidos como uma espécie de encarnação da própria “sabedoria financeira”; o caso de John Law e da *Companie d’Occident* parece ser efetivamente o exemplo mais sugestivo (GALBRAITH, 1994, p. 41-42). Assim, tais homens serviriam como uma espécie de pólo de referência ao restante dos agentes, como um modelo de conduta quanto às possibilidades em jogo.

Outro elemento em algo perene na história das crises seria a condenação ou acusação pública, à medida que o frenesi especulativo se aproxima de seu cume, daqueles que expressam alguma dúvida ou ceticismo quanto à solidez das atividades em jogo (GALBRAITH, 1994, p. 11). Um dos casos mais notáveis teria sido o do banqueiro alemão Paul Warburg, o qual, após ter denunciado o grande movimento especulativo que antecedeu o Craque de 29, teria recebido a acusação de estar sabotando a prosperidade norte-americana, “*sandbagging American prosperity*” (GALBRAITH, 1975, p. 180; 1994, p. 80).

Ademais, é possível ainda assinalar ainda alguns elementos concomitantes ou acessórios à linha principal da fase ascendente do ciclo financeiro de negócios. Em primeiro lugar, é manifesto que a confiança depositada na inovação central do momento não pode permanecer restrita ao objeto da atividade especulativa, senão que tem de encontrar alguma reverberação real no restante do sistema; por exemplo, no *boom* do mercado imobiliário da Flórida durante o início da década de 1920, o investimento nos imóveis, ao intensificar às atividade próprias e próximas do mercado

em questão, teve de traduzir-se *quase que necessariamente* em novas construções e, portanto, em nova mobilização de recursos (material de construção, mão de obra, máquinas, exploração de terrenos ociosos, etc.) que implicam em crescimento do produto, do emprego, da renda, do consumo e, ao fim e ao cabo, de outros mercados; ou, ainda, tal como no caso da Bolha da South Sea, teria havido uma centena de companhias listadas que se valeram do frenesi no mercado acionário e ascenderam com ele (GALBRAITH, 1994, p. 49). Malgrado de modo mediato, tais elementos têm um caráter pró-cíclico e parecem ajudar a ampliar a confiança dos agentes no sistema e em engendrar um ambiente mais ou menos generalizado de otimismo.

Em tal ambiente, os bancos privados entram como um dos principais elementos pró-cíclicos. Em sua dinâmica fundamental, os bancos teriam papel veicular dos processos de investimento na medida que são fonte de crédito capaz de antecipar *poder de compra* aos homens de negócios e, por consequência, financiar suas operações (SCHUMPETER, 1983, p. 138, p. 163). Tratando-se da especulação, os bancos são o principal veículo para os mecanismos de alavancagem que lhe darão assento e lhe proporcionarão a possibilidade de multiplicar seus níveis de retorno nominal (GALBRAITH, 1975, p. 110). Galbraith (1975, p. 173), ao tratar da participação, por exemplo, dos bancos comerciais na formação do *boom* especulativo anterior ao Craque de 29, assinala que as organizações tiveram papel fundamental na subscrição dos ativos financeiros, no financiamento de sua compra e em sua utilização enquanto colaterais, logo, entrando no movimento a modo de veículo pró-cíclico.

Um outro elemento pró-cíclico possível sublinhado por Galbraith é a participação dos bancos centrais. Com efeito, ao servirem de retaguarda para a ação dos bancos comerciais, tais organizações terminam por agir como veículo dos veículos de financiamento. Se, por um lado, no caso de uma política anti-cíclica os bancos centrais têm a capacidade de amortecer ou suavizar a amplitude das oscilações do investimento, no caso contrário, o inverso ocorre, servindo, portanto, de elemento amplificador da *altura* ou *margem de oscilação* do ciclo financeiro de negócios. Tal teria sido, segundo Galbraith (1975, p. 173-175), o erro do Federal Reserve durante os anos que antecederem e prepararam o Craque de 29, segundo o qual teria feito cair consideravelmente a taxa de desconto e por um período de tempo

demasiado longo, o que, por sua vez, teria inundado os bancos comerciais de novas reservas para o financiamento das operações especulativas.<sup>107</sup>

O economista canadense assinala ainda outros componentes que podem servir de elemento pró-cíclico. Um deles, de caráter mais cultural, faz referência às ideias correntes acerca do *modus operandi* das economias. Ao tratar da “profissão de fé” convencional de um economista “ortodoxo”, Galbraith (1994, p. 107) sublinha que, malgrado se aceite alguma “falha” de mercado, tem-se por concepção de mercado uma entidade cujas operações fundamentais são perfeitas ou mais ou menos infalíveis; o problema das crises, portanto, residiria na influência de elementos externos, tal como um vírus em um corpo que se faz doente. Assim posta, tal concepção é manifestamente inconciliável com qualquer um dos excessos históricos descritos pelo autor canadense em seu resgate e serve de elemento pró-cíclico na medida em que alimenta a fé e a esperança dos agentes na benignidade intrínseca dos mercados e na infalibilidade de suas operações ou resultados. Um segundo elemento destacado, decorrente do primeiro, seria o “arranjo” ou configuração normativa na qual esta ou aquela economia em particular está submetida. Em dependência quanto ao modo em que é concebida ou desenhada, pode servir de elemento amplificador de flutuações na medida em que torna fácil ou “lubrifica” os mecanismos que conduzem aos excessos especulativos. Segundo Galbraith (1994, p. 2-3, p. 18, 93), tal teria sido o caso da *Reaganomics*, ideologicamente fundamentada na crença do livre-mercado, cuja configuração teria sido marcada por um ideal anti-regulatório, anti-supervisório, “pró-mercado” e estaria em estreita correlação com as instabilidades da década de 1980.

Tais elementos pró-cíclicos podem estar presentes com maior ou menor intensidade e amplitude nesta ou naquela economia em particular e, segundo o modo ou as características de sua ocorrência, pode-se ter um maior ou menor vigor na fase ascendente do ciclo financeiro de negócios.

---

<sup>107</sup> Galbraith, contudo, ressalva que o papel do FED na crise teria sido puramente instrumental; “[...] *the Federal Reserve System was helping to finance the great stock market boom. It would be wrong to say that it was the cause; men and women do not speculate because they have the money to do so. But the Federal Reserve System did nourish the speculation, and it did not stop it*” (GALBRAITH, 1975, p. 173). Assim, por trás de qualquer atividade especulativa, há uma estrutura de expectativas, um otimismo frente ao futuro do ativo objeto, uma concepção de sistema e, ao fim e ao cabo, a própria vontade humana que delibera livremente.

O movimento de *boom* especulativo se aproxima de um término à medida que os mecanismos que o alimentam entram em processo de esgotamento; dado estarem assentados não em um potencial real de produção de riquezas e sim na variação puramente nominal de ativos financeiros, tais processos não podem estender-se indefinidamente. Em Galbraith, a prosperidade inicial se converte em otimismo, o qual vem a traduzir-se em euforia ao passar do tempo, culminando em uma espécie de arrebatamento de delírio coletivo; à medida que os agentes financeiros perdem a razão, deixando arrastar-se pelo êxtase do momento presente, as práticas de alavacagem em ordem à multiplicação dos ganhos especulativos aparecem aos agentes como algo de extrema razoabilidade, fazendo-se cada vez mais arrojadas ou universais, o que, por sua vez, implica na elevação progressiva dos níveis de endividamento até o momento em que a atividade especulativa atinge seu cume; haveria, portando, tal como propõe Minsky (2006, 2008a, 2008b), um princípio de fragilização das economias ao longo do período de *boom* especulativo. Dado que o movimento de ascensão do ciclo financeiro de negócios guarda estreita dependência em relação aos mecanismos que alimentam a confiança dos agentes, havendo qualquer princípio de contradição capaz de produzir uma rotação no eixo de expectativas dos agentes, tal movimento está sujeito ao desfalecimento ou ao colapso por inanição.

Todavia, anterior ao colapso brutal da economia, parece razoável crer que ocorram certos sinais prévios (realização de margens de lucro inferiores às expectativas, pequenas perdas ou fracassos, elevação de tarifas bancárias ou alguma contenção por parte de algum banco frente às demandas de financiamento, etc.), os quais produziram um certo platô no preço dos ativos em um nível relativamente alto à medida que a atividade especulativa é como que estacionada. Com efeito, é neste momento que parece situar-se o ponto de inflexão do ciclo financeiro de negócios. A conversão de uma fase em outra, segundo parece, dar-se-ia habitualmente mediante à ocorrência de uma espécie de evento-estopim, o qual emerge como um elemento de contradição aos mecanismos que sustentavam até então o frenesi especulativo no mundo da finança e que termina por servir de gatilho para o início das crises. Tal evento pode ser de natureza endógena (brusca elevação da taxa de juros, queda de um grande banco ou corporação de maior envergadura, etc.) ou exógena (intempéries, pestes, guerras, etc.), porém, o problema não recebe do economista

canadense nenhuma importância (GALBRAITH, 1994, p. 4); a razão de tal displicência parece residir no fato de que a “quebra” da economia pressupõe uma *fragilidade* anterior que a torne vulnerável às contradições (GALBRAITH, 1994, p. 89); caso ela gozasse de robustez em seus processos, poderia atravessar as dificuldades do evento-estopim sem grandes instabilidades. Ademais, é manifesto que há uma proporção inversa entre a fragilidade de uma economia nesse estado e a veemência do evento-estopim necessária para servir de gatilho às crises; assim, quanto maior a fragilidade de uma economia em particular durante esse período, mais suscetível ela estará de ser derrubada pelos menores ou mais irrisórios eventos<sup>108</sup>.

O elemento-chave do evento-estopim não está nas suas consequências em si ou nos danos que por si mesmo é capaz de produzir – por exemplo, a quantidade de mortes associadas a uma guerra ou peste –, senão que reside no fato de introduzir um elemento de *contradição* ao êxtase dos agentes frente às *maravilhas* do momento, tornando mais aguda a percepção da incerteza quanto ao futuro da economia e quanto à realidade das possibilidades em jogo (GALBRAITH, 1994, p. 83). Se, tal como nota Keynes (1937), o entesouramento é um “barômetro” da desconfiança que o homem tem do seu próprio juízo ou de suas convenções, com o súbito avivamento da percepção de incerteza por parte dos agentes, tem-se também uma brusca elevação de sua preferência por liquidez<sup>109</sup>. Põe-se em marcha, então, o início do processo de venda dos ativos objeto da atividade especulativa. Com o alargamento da oferta dos ativos no mercado, há também uma súbita queda dos preços, o que, por sua vez, produz uma nova pressão sobre a oferta e assim sucessivamente (GALBRAITH, 1994,

---

<sup>108</sup> No caso da Bolha da Tulipas, a economia dos Países Baixos teria alcançado grau de fragilidade tal que a sua “quebra” não teria exigido nenhuma contradição visível, dando-se como que “espontaneamente”; segundo Galbraith (1994, p. 33), “*the wise and the nervous began to detach, no one knows for what reason; others saw them go; the rush to sell became a panic; the prices dropped as if over a precipice*”.

<sup>109</sup> A noção de liquidez pode ser entendida de dois modos: (i.) enquanto *propriedade* de um ativo, faz referência a sua capacidade de transmutar-se eficazmente/agilmente em meio de troca (identificando-se, portanto, o dinheiro com a própria liquidez); (ii.) enquanto um *estado* dos agentes financeiros, isto é, enquanto capacidade (real e potencial) de arcar com as suas obrigações atuais e futuras segundo à medida de suas exigências contratuais, sendo a capacidade *atual* a competência de pagamento disponível no momento presente via ativos líquidos e a *potencial* a competência de pagamento no momento presente via linhas de crédito ou mediante alienação de ativos imobilizados. A noção de *preferência por liquidez* faz referência ao desejo por parte dos agentes de guardar alguma parcela de seu patrimônio sob forma líquida por motivos de *precaução*, dado que a iliquidez enquanto estado implica certo risco atrelado ao caráter imobilizado dos ativos ilíquidos; assim, quando a incerteza se faz sentir de modo mais agudo ou violento, os agentes tendem a preferir os ativos mais líquidos, tolerando a sua baixa remuneração e tomando por prêmio o seu elemento de segurança. Para mais detalhes sobre o problema, consultar KEYNES (1936; 2013) e DAVIDSON (2002; 2007).

p. 33). Dependendo do grau de alavancagem associado à especulação, pôr-se-á em curso os processos de deflação-dívida (*debt-deflation*), segundo os quais o nível de endividamento real dos agentes cresce à medida que ocorre uma desvalorização nominal de seus ativos, produzindo nova pressão sobre sua venda e, por consequência, nova pressão sobre os seus preços, o que, por sua vez, gera nova elevação do nível de endividamento real dos agentes e assim sucessivamente (FISHER, 1933). Tal como outrora os sentimentos de satisfação, alegria, presunção, otimismo e euforia foram capazes de turbar a inteligência dos agentes frente às possibilidades em jogo, julgando-as exageradamente e movendo-os ao desvario, agora, um tanto quanto simetricamente, os sentimentos de decepção frente à insatisfação de expectativas, tristeza e humilhação diante dos fracassos, pessimismo e desespero frente às possibilidades em jogo também produzem o mesmo efeito, porém em sentido inverso. Ainda, a sociabilidade do homem também age sob certo aspecto em direção pró-cíclica, tratando-se do mimetismo de um *efeito manada*, onde uma multidão se deixa turbar diante da visão da turbação de outros (GALBRAITH, 1994, p. 33). Tratando-se dos outros elementos sublinhados quanto à sociabilidade do homem, parece haver um efeito pró-cíclico mais sutil ou mediato; tal como assinalado por Keynes (1937), fazendo-se mais aguda a percepção de incerteza pelos agentes, há concomitantemente uma tendência à suspicácia frente às convenções humanas, o que implica que, em momento de desespero, a fé e a esperança que os agentes depositam nelas caem por terra, deixando-os como que sem apoio, tendo-se, portanto, um novo elemento propiciador da incerteza e do desespero. Assim, instaura-se um ambiente de *pânico* mais ou menos generalizado entre os agentes.

Embora a fase anterior do ciclo financeiro de negócios possa dar-se de modo lento e gradual, o mesmo não pode vir a ocorrer agora, tendo-se necessariamente uma queda abrupta e violenta. Assim argumenta Galbraith (1994, p. 4, grifo nosso),

“For built into this situation is the eventual and inevitable fall. Built in also is the circumstance that it cannot come gently or gradually. When it comes, it bears the grim face of disaster. That is because both of the groups of participants in the speculative situation are programmed for sudden efforts at escape. Something, it matters little what – although it will always be much debated – triggers the ultimate reversal. Those who had been riding the upward wave decide now is the time to get out. Those who thought the increase would be forever find their illusion destroyed abruptly, and they, also, respond to the newly revealed reality by selling or trying to sell. Thus the collapse. And thus the rule, supported by the experience of centuries: **the speculative episode always ends not with a whimper but with a bang**”.

Tal como a elevação dos preços dos ativos na fase ascendente tinha um mecanismo de retroalimentação positiva através da atividade especulativa, agora, inversamente, a derrocada dos preços tem a mesma propriedade mediante os processos de venda, o que, por sua vez, implica que os processos de deflação-dívida podem estender-se indefinidamente<sup>110</sup>. Com a elevação do nível de endividamento real através da contração nominal dos ativos, os agentes se veem subitamente cativados pelo medo de iliquidez ou insolvência. Põe-se em marcha, assim, um processo de *corrida por liquidez* (“*run on deposits*”), ou seja, os agentes correm em direção aos bancos sob a intenção de resgatar os seus depósitos e salvar o seu patrimônio. Tal como outrora a euforia tomara a forma de uma “tara” ou mania, agora, um tanto quanto simetricamente, o desespero também pode ganhar uma feição doentia; Galbraith (1994, p. 40), por exemplo, relata que, após a queda dos *assignats* e da Compagnie d’Occident, 15 pessoas perderam a vida em meio à aglomeração que se formara em frente do Banque Royale em busca do resgate de seus depósitos.<sup>111</sup> Com a repentina demanda por depósitos da parte de sua clientela, os bancos comerciais se veem subitamente sob o risco de insolvência ou iliquidez, o que, por sua vez, pode ter efeitos de *transbordamento* sobre os bancos vizinhos, mesmo aos mais parcimoniosos; tal teria sido o caso, segundo Galbraith (1975, p. 190-191), do sistema bancário norte-americano após o Craque de 29, onde a ameaça de queda dos bancos mais arrojados teria posto em risco mesmo a estabilidade dos bancos mais cautelosos. Com o medo de ruptura do sistema bancário, aciona-se um mecanismo deflacionário que irá transmitir os efeitos da crise sobre o resto da economia; dado que a finança tem uma função veicular, a compressão de suas atividades implicará na compressão das atividades do restante da economia. Assim argumenta Galbraith (1975, p. 111, grifo nosso), ao abordar o problema da queda dos bancos,

---

<sup>110</sup> Neste ponto muito contam as variáveis institucionais desta ou daquela economia em particular. Mecanismos como os *circuit breakers* das bolsas modernas ou a própria capacidade de intervenção dos bancos centrais pode pôr fim ao processo de derrocada dos preços. Minsky, ao esboçar em cima da versão “explosiva” do modelo linear-acelerador de Samuelson, adicionou “disjuntores” institucionais ao modelo, os quais teriam por função justamente tal mecanismo, servindo efetivamente de limites positivos e negativos para as flutuações do ciclo de negócios (WRAY, 2016, p. 26).

<sup>111</sup> A corrida por depósitos parece ser sobretudo um problema específico dos casos clássicos da história das crises, o qual teria sido remediado com eficácia pelos sistemas de seguros de depósitos modernos (GALBRAITH, 1994, p. 98-99; MINSKY, 2006, 2008a, 2008b). Contudo, tais episódios poderiam dar-se igualmente caso houvesse uma crise de confiança, seja em relação aos próprios bancos e sua possibilidade de queda ou mesmo tratando de um problema de incerteza quanto à intervenção dos bancos centrais.

**“A bank failure is not an ordinary business misadventure [...] it has not one but two adverse effects on economic activity: Owners lose their capital and depositors their deposits, and both therewith lose their ability to purchase things. But failure (or for that matter the fear of failure) also means a shrinkage in the money supply. No mystery attaches to this. A healthy bank is making loans and, in consequence, creating deposits that, in turn, are money. A bank that fears failure is contracting its loans and therewith its deposits. And one that has failed is liquidating its loans, and its frozen deposits are no longer money. The liquidation also draws on the reserves, loans, deposits and thus the money supply of other banks”.**

Com a queda dos bancos, portanto, tem-se por consequência a contração da oferta monetária da economia, a qual, por sua vez, implica na contração do investimento e do consumo e, portanto, da renda, do emprego e do produto. Cria-se um cenário de recessão da economia ou, havendo algum prolongamento ou aprofundamento das dificuldades, de depressão.

Ao longo do processo de derrocada da economia, haveria um elemento de esforço da restauração da confiança pública quanto aos ativos e projetos que fundamentaram o *boom* especulativo e também relativo à economia como um todo (GALBRAITH, 1994, p. 40, p. 50, p. 68). Tal esforço parece ser proveniente sobretudo daqueles que, não sem certa dose de ingenuidade, obtusidade ou malícia, permanecem pratica ou ideologicamente comprometidos com os processos que deram princípio à crise; homens de Estado, *financiers*, ideólogos, homens de negócios e acadêmicos aparecem em Galbraith como uma força contrária ao movimento de queda, malgrado impotente. O caso mais elucidativo, a título de exemplo, parece ter sido o de John Law, o qual, após a queda da confiança nos *assignats*, teria contratado uma multidão de mendigos, pondo-lhes fantasia de minadores a desfilar nas ruas de Paris como se estivessem de partida para as “minas” de Lousiana, tentando indicar ao povo francês que logo novas quantidades de ouro estariam disponíveis e que o preço das ações da Compagnie d’Occident logo estaria em marcha de valorização, porém, o plano terminou por fracassar quando, semanas mais tarde, os mendigos foram novamente vistos nas ruas, agora sem fantasia nem com o ouro prometido aos acionistas (GALBRAITH, 1975, p. 26, 1994, p. 55).

Com os efeitos da crise financeira universalizados e a economia em cenário de recessão ou depressão, emergiria, então, a indignação, a ira e o rancor, os quais viriam a traduzir-se em clamores de vingança por parte da população em geral e na procura por um bode expiatório (GALBRAITH, 1994, p. 33-34, p. 42). Poupano-se a

si mesmos de qualquer introspecção ou exame de consciência, os homens que participaram do frenesi especulativo tenderiam a tomar por evidente a sua própria inocência, compadecendo-se de si mesmos e concedendo-se a si mesmos anistia com prontidão e sem qualquer forma de escrúpulo (GALBRAITH, 1994, p. 33-34, p. 42); tal como afirma o economista canadense (1994, p. 106), coerente em seu cinismo acerca do orgulho fundamental da natureza humana, “*those who are involved never wish to attribute stupidity to themselves*”. A procura por um bode expiatório terminaria por concentrar-se na figura dos *major players* do *boom* especulativo, aqueles que haviam sido celebrados nos anos anteriores como os novos prodígios da finança, os quais tenderiam a terminar seus dias no opróbrio, obscuridade, prisão, exílio ou suicídio (GALBRAITH, 1994, p. 17, p. 22, p. 70-71); tal como afirma o próprio Galbraith (1994, p. 17, p. 98), “*financial genius is before the fall*”. Ao tratar do ambiente francês após a queda dos *assignats* e da *Compagnie d’Occident*, assim é sintetizado o ambiente pós-craque pelo economista canadense (1994, p. 42),

“In the aftermath, [...] the French economy was depressed, and economic and financial life was generally disordered – in the slightly exaggerated words of Saint-Simon, with ‘a tiny minority enriched by the total ruin of all the rest of the people’. But, [...] blame did not fall on the speculation and its gulled participants. It was [...] John Law who was deemed responsible, as was his *Banque Royale*, and for a century in France banks would be regarded with suspicion. Those who had lost their minds as well as their money and made the speculation spared themselves all censure”

Além da desconfiança direcionada aos homens da finança, surgiria também grande suspicácia em relação à finança em geral e aos instrumentos financeiros que serviram de princípio para o frenesi especulativo em particular, bem como certa excitação ou murmúrio quanto às possibilidades de reforma, regulação, supervisão ou maior discricção em assuntos financeiros. Assim afirma Galbraith (1994, p. 22),

“There will also be scrutiny of the previously much-praised financial instruments and practices – paper money; implausible securities issues; insider trading; market rigging; more recently, program and index trading that have facilitated and financed the speculation. There will be talk of regulation and reform. What will not be discussed is the speculation itself or the aberrant optimism that lay behind it. Nothing is more remarkable than this: in the aftermath of speculation, the reality will be all but ignored”

Tal ambiente tenderia a estender-se (i.) pelo tempo que durar a recessão ou depressão e (ii.) pelo tempo que permanecer viva a lembrança das dificuldades enfrentadas durante a crise. À medida que as economias retomem crescimento e que o crescimento se converta em prosperidade estável, a memória das dificuldades

tenderia a apagar-se ou cair na reminiscência, a imaginação ver-se-ia novamente capturada pela *maravilha* das possibilidades presentes e futuras, as paixões e afetos encontrariam novo gozo na opulência e no sucesso, a inteligência ver-se-ia novamente embotada e a vontade, dado o seu egoísmo fundamental, encontraria não um princípio de repouso na prosperidade e sim de inquietação e de novas veleidades. Novos instrumentos financeiros tenderiam a emergir, bem como um ambiente mais ou menos generalizado de otimismo quanto às possibilidades de ganho na atividade especulativa. Põe-se em marcha, novamente, a formação de um novo processo de *boom* especulativo. Ao tratar da brevidade da memória financeira, assim afirma Galbraith (1994, p. 12-13),

“Contributing to and supporting this euphoria [...] is the extreme brevity of the financial memory. In consequence, financial disaster is quickly forgotten. In further consequence, when the same or closely similar circumstances occur again, sometimes in only a few years, they are hailed by a new, often youthful, and always supremely self-confident generation as a brilliantly innovative discovery in the financial and larger economic world. There can be few fields of human endeavor in which history counts for so little as in the world of finance. Past experience, to the extent that it is part of memory at all, is dismissed as the primitive refuge of those who do not have the insight to appreciate the incredible wonders of the present”.

Em outra passagem, argumenta também o autor canadense (1994, p. 87-88),

“[...] for practical purposes, the financial memory should be assumed to last, at a maximum, no more than 20 years. This is normally the time it takes for the recollection of one disaster to be erased and for some variant on previous dementia to come forward to capture the financial mind. It is also the time generally required for a new generation to enter the scene, impressed, as had been its predecessors, with its own innovative genius. Thus impressed, it becomes bemused by the two further influences operating in this world that are greatly seductive of error. The first, as sufficiently noted, is the ease with which any individual, on becoming affluent, attributes his good fortune to his own superior acumen. And there is the companion tendency of the many who live in more modest circumstances to presume an exceptional mental aptitude in those who, however evanescently, are identified with wealth. Only in the financial world is there such an efficient design for concealing what, with the passage of time, will be revealed as self and general delusion”.

Assim, pode-se verificar em Galbraith uma teoria endógena do ciclo financeiro de negócios, segundo a qual, mediante o modo próprio de ação dos agentes econômicos enquanto agentes econômicos e através dos mecanismos intrínsecos de auto-organização dos mercados financeiros, as economias migram do *boom* ao *bust*

especulativo e as grandes fases oscilatórias dos mercados emergem, desenvolvem-se e encontram cabo.<sup>112</sup>

### 3.2.3. O problema das causas das crises financeiras

Tal como exposto no subcapítulo anterior, pode-se assinalar basicamente dois modos de considerar a questão das flutuações dos mercados: (i.) concebendo-as como um fruto da ocorrência de “choques” exógenos e/ou (ii.) atribuindo à mecânica intrínseca das economias capitalistas algum princípio de deformidade ou deficiência. Com efeito, o mesmo pode ser dito tratando-se do problema das crises financeiras. Ao tratar da primeira visão, assim argumenta Galbraith (1994, p. 23-24)

“In accepted free-enterprise attitudes and doctrine, the market is a neutral and accurate reflection of external influences; it is not supposed to be subject to an inherent and internal dynamic of error. This is the classical faith. So there is a need to find some cause for the crash, however farfetched, that is external to the market itself. Or some abuse of the market that has inhibited its normal performance [...] Markets in our culture are a totem; to them can be ascribed no inherent aberrant tendency or fault”.

Deste modo, o problema fundamental da abordagem estaria em ignorar a possibilidade de falha dentro da dinâmica intrínseca das economias capitalistas, tomando-a por fundamentalmente perfeita; os erros, assimetrias e “falhas” não seriam senão um elemento “friccional”, acidental e ocasional, o qual não denunciaria na

---

<sup>112</sup> Uma nota de ser reservada ao papel da configuração institucional das economias em particular dentro do esquema galbraithiano. Embora Galbraith busque os “denominadores comuns” dos grandes episódios da história da finança, o autor passa longe de qualquer tipo de visão racionalista ou de algum modo próxima àquilo que poderíamos chamar de falso universalismo – concebendo-se um enredo prévio ao estudo da história, buscando abarcá-la de antemão e por completo dentro de uma lógica fechada e ideologicamente coesa. Como bom institucionalista, o economista canadense não fecha de nenhum modo os olhos frente as particularidades históricas das economias e é dentro desse quadro analítico que sua visão deve ser enquadrada. Galbraith (1975, p. 114), por exemplo, assinala que os arranjos monetário e bancário do século XIX e início do XX, dada a sua ausência de constrangimentos externos, teria uma especial capacidade de fomentar, responder e financiar os grandes movimentos de euforia, o que, por sua vez, fornece explicação para a ocorrência tão frequente de crises durante o período e pela veemência de seus efeitos. Em outra passagem, Galbraith (1975, p. 98-99, p. 104) sublinha a especial agudeza dos episódios de crise dos séculos XIX e início do XX, a qual, com efeito, é de certo modo desconhecida aos homens de hoje; se, nos séculos anteriores, a tendência de preços era em direção à queda e os movimentos de *boom* apenas estabilizavam aquilo que era em si uma forte propensão deflacionária, agora, em tempos de grandes corporações e sindicatos, com planejamento de preços e *lobby* político, bem como com a existência de um Estado interventor e de bancos centrais operantes como emprestadores de última instância, a veemência ou agudeza das crises financeiras tende a ser muito menor do que os episódios passados de depressão (GALBRAITH, 1975, p. 98-99, p. 106-110). Com efeito, é dentro dessa chave analítica que a proposta de Galbraith parece ter de ser enquadrada.

mecânica intrínseca dos mercados capitalistas algum princípio de deficiência, senão que, tendo origem exógena, somente afligiria ou impediria que a perfeição de seus mecanismos internos viesse a encontrar livre expressão – tal como a invasão de um vírus ou bactéria em corpo são. Em outra passagem, Galbraith sublinha que tal visão seria princípio de equívoco no estudo e compreensão das crises financeiras. Assim argumenta o autor canadense (1994, p. 107-108, grifo nosso),

“The least important questions are the ones most emphasized: What triggered the crash? Were there some special factors that made it so dramatic or drastic? Who should be punished? Accepted in reputable market orthodoxy is, as noted, the inherent perfection of the market. The market can reflect contrived or frivolous wants; it can be subject to monopoly, imperfect competition, or errors of information, but, apart from these, it is intrinsically perfect. **Yet clearly the speculative episode, with increases provoking increases, is within the market itself. And so is the culminating crash.** Such a thought being theologically unacceptable, it is necessary to search for external influences [...] In the absence of these factors, the market presumably would have remained high and gone on up or declined gently without inflicting pain. In such fashion, the market can be held guiltless as regards inherently compelled error. There is nothing in economic life so willfully misunderstood as the great speculative episode”.

Assim sendo, percebe-se que é manifesto, para Galbraith, que as crises financeiras enquanto tais não podem de nenhum modo encontrar sua causa fundamental em fatores exógenos ao sistema econômico. Tais componentes, como já dito, podem servir de elemento propiciador das crises apenas a modo de *causa accidental*, isto é, servindo ocasionalmente de evento-estopim em um quadro já consolidado de fragilidade financeira (GALBRAITH, 1994, p. 89). Havendo, pelo contrário, um quadro de estabilidade fundamental ou de robustez financeira em seu modo de estruturação, uma economia poderia enfrentar sem grandes dificuldades as contradições ou a instabilidade atrelada a certos “choques” exógenos de caráter perturbativo.

Deste modo, põe-se um novo e mais profundo problema a ser respondido: quais são os processos que conduzem as economias a tal estado de fragilidade que as tornem suscetíveis de um grande debacle financeiro? Em uma passagem, Galbraith (1975, p. 286) fornece algum indicativo geral de resposta ao afirmar que qualquer colapso financeiro encontra sua causa no *boom* que o precedeu. Em outra ocasião, agora de modo mais preciso, o economista canadense (1975, p. 114-115) assinala o caráter especialmente agudo das crises financeiras nos Estados Unidos ao longo de século XIX e início do XX e modo em que seus arranjos monetário e bancário

teriam criado um ambiente especialmente propício para o surgimento e desenvolvimento de episódios de euforia financeira. Contudo, o próprio Galbraith sublinha, ainda no mesmo trecho, que não é condição suficiente que a finança se oriente ao financiamento da euforia, é necessário também que exista, da parte dos agentes em geral, um *impulso de endividar-se, investir, arriscar e especular*; em sua ausência, os bancos poderiam tencionar algum alargamento potencial da oferta de dinheiro e facilitar a criação de novos depósitos ou linhas de crédito, porém, sem nenhuma demanda que implique em uma ampliação efetiva da oferta monetária ou em alguma mobilização real de novos ativos ou recursos.

Se assim é, então, os processos que conduzem a fragilização financeira de uma economia estão intimamente atrelados a dois elementos fundamentais: um primeiro, a modo de *causa primária e essencial*, associado à própria atividade especulativa e um segundo, a modo de *causa secundária e acessória*, associado ao financiamento de especulação. Segundo parece, tais notas têm por implícito duas condições fundamentais. Com efeito, a atividade especulativa parece ter um caráter disruptor somente em razão do *modo* pelo qual os agentes se lançam em direção a ela ou do modo em que ela ocorre em um plano sistêmico; caso um agente isolado, por exemplo, viesse a utilizar-se de uma soma que lhe é excedente em ordem à especulação, independentemente da resultante final, tal ação evidentemente não é em si mesma capaz de desestabilizar ou tornar frágil toda uma economia. Assim, como *primeira condição* para que a atividade especulativa sirva de princípio para um grande episódio de instabilidade financeira, parece necessário que ela não seja um ato isolado deste ou daquele especulador em particular, senão que tem de estar inserida em um quadro sistemático e mais ou menos generalizado entre os agentes de uma determinada economia.<sup>113</sup> Ademais, como *segunda condição*, parece ser necessário também que a atividade especulativa encontre no endividamento, em medida mais ou menos notável, o seu princípio de financiamento, isto é, que a especulação esteja em algum grau significativo dependente de operações em alavancagem. Sem a primeira condição, a elevação ou queda no preço de um ativo em especulação implicaria apenas na riqueza ou no empobrecimento de um especulador em particular, porém de nenhum modo no debacle de toda uma economia. Ou ainda, não havendo a

---

<sup>113</sup> Exceção seja feita, evidentemente, ao caso de um grande ataque especulativo ou ação de semelhante natureza proveniente de um “*player*” de maior envergadura.

segunda condição – por exemplo, no caso da especulação estar assentada nos excedentes da renda dos agentes –, a fragilização global da economia não aconteceria, somente por-se-ia em risco as somas excedentes destinadas à especulação frente às incertezas atreladas ao futuro dos mercados. Tais considerações parecem poder verificar-se no conteúdo tácito da obra de Galbraith, pois em todos os episódios descritos pelo autor (*i.*) a especulação é articulada como causa fundamental do *boom* nos mercados financeiros e o *bust* como sua consequência última, (*ii.*) relata-se uma participação sistemática ou relativamente generalizada dos agentes no movimento de frenesi especulativo e (*iii.*) os mecanismos de transferência de dívida ou os métodos de alavancagem são regularmente mencionados como o componente fundamental das inovações financeiras ao longo da formação dos movimentos de *boom* especulativo. Dado que a especulação e os métodos de alavancagem que a sustentam são inerentes às economias capitalistas e delas emergem como que *espontaneamente*, tem-se, portanto, em Galbraith, uma teoria endógena das crises financeiras.<sup>114</sup>

Não obstante, apesar de poder rastrear na especulação generalizada e alavancada a causa fundamental das crises financeiras, parece haver ainda outro elemento mais profundo a ser considerado na abordagem de Galbraith. Na conclusão de sua obra sobre a história das crises, o economista canadense exhibe certo cinismo fundamental quanto à possibilidade de remediar crises futuras. Assim conclui Galbraith (1994, p. 108-110, grifo nosso) seu ensaio,

“Yet beyond a better perception of the speculative tendency and process itself, **there probably is not a great deal that can be done**. Regulation outlawing financial incredulity or mass euphoria is not a practical possibility. If applied generally to such *human condition*, the result would be an impressive, perhaps oppressive, and certainly ineffective body of law. The only remedy, in fact, is an enhanced skepticism that would resolutely associate too evident optimism with probable foolishness and that would not associate intelligence with the acquisition, the deployment, or, for that matter, the administration of large sums of money. Let the following be one of the unfailing rules by which the individual investor and, needless to say, the pension and other institutional – fund manager are guided: there is the possibility, even the likelihood, of self-approving and extravagantly error-prone behavior on the part of those closely

<sup>114</sup> Como bom institucionalista, Galbraith sublinha a importância de uma determinada configuração institucional em acentuar ou atenuar os movimentos do ciclo e, portanto, a própria gravidade das crises financeiras. Segundo o economista canadense (1994, p. 98-99), os sistemas modernos de seguridade social, a maior participação do Estado nas economias, as linhas de suporte agrícola, o fortalecimento dos sindicatos e o sistema de seguro de depósitos teriam atenuado em medida considerável a agudeza das crises financeiras e dos períodos de recessão/depressão subsequentes. Assim, em Galbraith, a configuração institucional das economias é articulada a modo de *elemento amplificador/atenuador* dos episódios de instabilidade financeira.

associated with money. Let that also be the continuing lesson of this essay. A further rule is that when a mood of excitement pervades a market or surrounds an investment prospect, when there is a claim of unique opportunity based on special foresight, all sensible people should circle the wagons; it is the time for caution. Perhaps, indeed, there is opportunity. Maybe there is that treasure on the floor of the Red Sea. A rich history provides proof, however, that, as often or more often, there is only delusion and self-delusion. No one concluding an essay such as this can expect to escape the questions: When will come the next great speculative episode, and in what venue will it recur – real estate, securities markets, art, antique automobiles? To these there are no answers; no one knows, and anyone who presumes to answer does not know he doesn't know. **But one thing is certain: there will be another of these episodes and yet more beyond.** Fools, as it has long been said, are indeed separated, soon or eventually, from their money. So, alas, are those who, responding to a general mood of optimism, are captured by a sense of their own financial acumen. **Thus it has been for centuries; thus in the long future it will also be**"

Tal trecho parece de grande relevância. Há, no cinismo de Galbraith, um forte elemento de incredulidade frente aos homens da finança em específico e, de modo mais geral e subjacente, à própria natureza humana e às suas deficiências profundas; como consequência, tem-se um quadro de ceticismo quanto ao modo em que a especulação ocorre ou, melhor dito, quanto ao modo em que os agentes financeiros, com toda a sua falibilidade e deficiências, lançam-se em direção à atividade especulativa. Com efeito, as descrições de Galbraith relativas aos grandes episódios especulativos da história aparecem como que em íntima dependência de sua visão psicológica; o *boom* especulativo é descrito regularmente como um caso de “ilusão”, “estultice”, “aberração”, “insanidade”, “demência” ou noções análogas; a inteligência dos agentes aparece como que embotada ou ofuscada, a imaginação como que desvairada ou tresloucada pela fantasia, a memória sempre parcial e deficitária, a vontade torcida pelo seu egoísmo fundamental e as paixões como uma espécie de instrumento de subversão e turbacão. Segundo parece, é precisamente em decorrência de seu pessimismo fundamental quanto à natureza humana e suas possibilidades de ação que as descrições de Galbraith tomam uma feição sarcástica e de algum modo extravagante. Todavia, não se trata de articular as crises financeiras enquadrando-as dentro de uma lógica determinista fechada e inexorável; pelo contrário, é manifesto ao longo de sua obra a natureza contingente dos episódios especulativos e o modo pelo qual eles procedem da ação livre do homem; o fundamento de seu ceticismo parece antes ser um pessimismo fundamental em relação à mesma natureza humana e ao modo *miseravelmente* desconcertado pelo qual o homem tende habitualmente a exercer a sua liberdade e, no caso aplicado à

finança, no modo *miseravelmente* desconcertado que se lança em direção à atividade especulativa.

Se assim é, parece-nos lícito concluir que a especulação entra no esquema de Galbraith a modo de *causa próxima e condicionada* das crises financeiras, enquanto que a profunda falibilidade da natureza humana e todas as suas deficiências devem ser articuladas como a sua *causa remota e incondicionada*.

#### 4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Na parte introdutória do presente trabalho traçamos como objetivo explorar o *problema da finança* em Galbraith, tendo por intenção específica apreciar a sua abordagem acerca do dinheiro e das crises financeiras. Os cinco primeiros problemas levantados dizem respeito à questão da moeda e os dois últimos ao problema da crises.

Quanto ao primeiro problema levantado, “Qual é precisamente a noção de dinheiro em Galbraith?”, respondemos que, em Galbraith, o dinheiro aparece como (i.) *uma convenção* (ii.) *instituída pela autoridade monetária em comunhão com a comunidade de pagamentos* (iii.) *em ordem à conveniência econômica* – a facilitação das trocas, de modo especial, e, por consequência, servir de reserva de valor –, a qual, por sua vez, (iv.) *tem de assentar-se em uma matéria escassa*. Tal seria a noção fundamental de dinheiro.

Com base nisso, tratando-se do segundo problema, “Como a institucionalidade e a funcionalidade do dinheiro se articulam em sua noção fundamental?”, a institucionalidade do dinheiro e sua funcionalidade são articuladas a modo de *gênero próximo e diferença específica*, isto é, a primeira respondendo àquilo que a *coisa é* e a segunda ao que distingue a convenção-dinheiro de outras convenções humanas não ordenadas à conveniência/praticidade econômica.

Já quanto ao terceiro problema, “Quais são as formas em que o dinheiro veio a revestir-se historicamente, sua origem e modos de introdução no sistema, tais quais rastreadas pelo autor?”, aparecem em Galbraith três grandes classes de moeda: (i.) aquelas assentadas em algum bem real (moeda metálica, notavelmente), (ii.) aquelas cujo valor está atrelado à promessa de remissão sob a forma de algum outro ativo (títulos de dívida, notavelmente) e (iii.) aquelas sem nenhum valor intrínseco em si, assentadas fundamentalmente na ação do poder coercitivo que sustenta a convenção monetária; a origem das três moedas se encontra, basicamente, na ação de três grandes organizações (mineradoras, bancos comerciais e Estados nacionais), podendo-se conceber um princípio de introdução no sistema endógeno – ação dos bancos privados, por exemplo, segundo às demandas dos agentes – ou, ainda, um princípio exógeno – dependendo, por exemplo, da oferta do ativo no qual a moeda se assenta ou, ainda, das diretrizes do poder coercitivo que sustenta a convenção monetária.

Tratando-se do quarto problema, “Como a questão da relação entre moeda e preços se arma em Galbraith?”, delineamos como bilateral o problema da relação entre moeda e preços em Galbraith. Um primeiro elemento fundamental é a atribuição de condições ao raciocínio *quantitativista*, segundo o qual as variações da quantidade de moeda no sistema aparecem como a *causa remota e condicionada* da variação no preço das mercadorias, sendo *mediada* pela pressão efetiva do consumo e dependendo da satisfação de duas condições (preferência por liquidez imperfeita e utilização dos fatores de produção aproximadamente plena). Um segundo elemento presente na obra do economista canadense é a possibilidade de inversão do raciocínio *quantitativista*, segundo a qual a própria inflação serve de causa para um aumento posterior na quantidade de moeda em circulação. O terceiro elemento, por fim, faz referência ao poder de mercado das grandes corporações e sindicatos, os quais teriam, nas economias atuais, os meios para agir diretamente sobre o nível de preços, concedendo-lhes relativa autonomia frente às oscilações da oferta de meio circulante.

Quanto ao quinto problema, “De que modo aparece, na obra do autor canadense, a disputa sobre a neutralidade do dinheiro e como essa se articula com o problema das crises?”, o dinheiro é tratado por Galbraith como fundamentalmente não-neutro, tanto em seus efeitos positivos quanto negativos. No primeiro aspecto, o dinheiro, por servir de instrumento para a mobilização efetiva de recursos, teria a capacidade de produzir efeitos positivos reais sobre as economias (emprego, produto, consumo, etc.). Já no segundo aspecto, quando exerce efeitos nominais, o dinheiro serve de elemento *perturbativo* do sistema à medida que as variações dos preços não são *necessariamente* compensadas por variações na renda – por isso a instabilidade atrelada aos grandes episódios de inflação ou deflação. Assim sendo, o caráter não-neutro do dinheiro aparece como um dos elementos propulsores das oscilações de uma economia; em seus efeitos positivos, serve de veículo para a mobilização efetiva de recursos reais e, portanto, favorece o crescimento e desenvolvimento das economias; em seus efeitos *perturbativos*, é ocasião de maior instabilidade, seja via inflação, deflação ou, ainda, mediante os episódios modernos de *estagflação*. Ainda, há um último aspecto quanto ao problema da não-neutralidade do dinheiro em Galbraith; dado que tais efeitos (positivos ou negativos) não se restringem à economia puramente, o dinheiro aparece também como não-neutro em seus efeitos políticos ou

históricos – tal como no caso das grandes revoluções ou guerras financiadas pela emissão de papel-moeda.

Tratando-se do sexto problema, “Como é posto, em Galbraith, a questão dos ciclos de negócios?”, a questão dos ciclos de negócios aparece dividida em duas grandes fases, uma ascendente e a outra descendente. Na primeira (“*boom*”), assinala-se a percepção de inovação por parte dos agentes, a qual é ocasião de um aumento nos níveis de investimento e, portanto, de emprego, produto e consumo; em algum momento, o investimento passa a tomar uma feição cada vez mais especulativa, multiplicando-se, assim, o endividamento e as práticas de alavancagem, o que, por sua vez, termina por desembocar em uma crise financeira. Na segunda fase (“*bust*”), cujo princípio se encontra em alguma disrupção, tem-se a origem de um período de dificuldades, marcada por baixos níveis de investimento, produto, emprego e consumo; dependendo da agudeza e obstinação das dificuldades, tem-se uma recessão ou depressão.

Quanto ao último problema, “Como surgem as crises financeiras e de que modo se articulam com a psicologia dos agentes?”, assinala-se como causa próxima das crises financeiras a ampliação da atividade especulativa na fase ascendente do ciclo de negócios, a qual, por sua vez, é mediada por duas condições: (i.) deve dar-se de um modo mais ou menos generalizado ou em plano sistêmico e (ii.) deve assentar-se com relativa amplitude no endividamento e nas práticas de alavancagem. Ainda, o problema das crises se articula com a psicologia dos agentes a modo de causa remota, onde as profundas deficiências do obrar humano entram como princípio ou fundamento de toda a desordem intimamente associada por Galbraith à atividade especulativa precedente aos grandes episódios de disrupção financeira.

Após a exploração do *problema da finança* em Galbraith, parece-nos lícito apreciar a riqueza da abordagem do economista canadense quanto à questão, tanto em amplitude quanto em profundidade, bem como assinalar a falta de fundamento da crítica convencional neoclássica direcionada ao autor. Se é verdade que a prosa satírica do autor ou a menção simples de conceitos econômicos fundamentais podem produzir uma impressão de superficialidade, parece que tal gênero de sentimento deve ser tido por frívolo ou leviano, havendo como por baixo de tais aparências uma abordagem profunda e uma compreensão bastante aguda da finança e dos problemas que a envolvem.

Tratando-se do presente estudo, poder-se-ia sublinhar algumas de suas deficiências. Em primeiro lugar, um aprofundamento da abordagem restante de Galbraith tratando-se de suas outras obras poderia tornar mais profícuo o presente estudo e propiciar maior coesão entre os estudos. Em segundo, uma apropriação mais profunda da própria bibliografia auxiliar, teórico-conceitual e histórica, poderia também beneficiar os presentes esforços. Um terceiro ponto, provavelmente a objeção mais forte, é a falta de unidade entre as seções, seja entre os estudos da obra da Galbraith ou, ainda, da reconstituição de literatura e o restante do trabalho; quanto ao primeiro elemento, pode-se sublinhar que os estudos guardam efetivamente uma autonomia relativa, porém, há na questão da não-neutralidade um *termo intermediário* que justifica o esforço de reuni-los em um mesmo trabalho, fazendo com que o estudo de um problema deva acompanhar o de outro em alguma medida se tenciona completez; quanto ao segundo elemento, assinala-se um esforço de ampliação do escopo de abrangência teórico-conceitual do presente trabalho, de tal modo que fosse possível ou mais fácil encontrar em Galbraith as suas noções mais profundas e, por vezes, subjacentes à sua descrição; por tais razões, não parece ter sido inócuo os esforços tanto de resgate de literatura quanto de reunião dos estudos em um só trabalho. Não obstante, malgrado as limitações assinaladas, parece que o esforço realizado pelo presente trabalho foi bem-sucedido, na medida em que (i.) explorou questões pouco ou de nenhum modo abordadas pela literatura secundária e (ii.) deu resposta aos problemas levantados na seção introdutória. Espera-se, assim, que o presente estudo faça avançar em alguma medida o estudo da finança de modo geral e da obra de Galbraith em particular.

## REFERÊNCIAS

ANSART, S.; MONVOISIN, V. **Le métier du banquier et le risque**: la dénaturation des fonctions de financement du système bancaire. Cahiers d'économie politique. França, n. 12, p. 7-35, 2012/1.

ARENA, R. La pensée économique post-ricardienne avant John Stuart Mill. In: BÉRAUD, A.; FACCARELLO, G. (Org.) et al. **Nouvelle histoire de la pensée économique**: des scolastiques aux classiques (tome 1). Paris: Éditions La Découverte, 1992. 620 p.

ARESTIS, P. A.; EICHNER, A. S. **The post-keynesian and institutionalist theory of money and credit**. Journal of Economic Issues. [s.l.], vol. 22, n. 4, 1988.

BEITONE, A.; RODRIGUES, C. **Économie monétaire**: théories et politiques. França: Armand Colin, 2017. 339 p.

BÉRAUD, A. Jean- Baptiste Say (1767–1832). In: FACCARELLO, G.; KURZ, H. D. (Org.) et al. **Handbook on the history of economic analyses (volume I)**: great economists since Petty and Boisguilbert. Reino Unido e EUA: Edward Elgar Publishing, 2016. 785 p.

\_\_\_\_\_. La contribution fondatrice: origine e développement de la pensée économique d'Adam Smith. In: BÉRAUD, A.; FACCARELLO, G. (Org.) et al. **Nouvelle histoire de la pensée économique**: des scolastiques aux classiques (tome 1). Paris: Éditions La Découverte, 1992. 620 p.

BÉRAUD, A. Ricardo, Malthus, Say et les controverses de la “seconde génération”. In: BÉRAUD, A.; FACCARELLO, G. (Org.) et al. **Nouvelle histoire de la pensée économique**: des scolastiques aux classiques (tome 1). Paris: Éditions La Découverte, 1992. 620 p.

BOYER, J. La monnaie dans la pensée néoclassique pré-keynésienne. In: BÉRAUD, A.; FACCARELLO, G. (Org.) et al. **Nouvelle histoire de la pensée économique**: des premiers mouvements socialistes aux néo-classiques (tome 2). Paris: Éditions La Découverte, 2000. 614 p.

\_\_\_\_\_. Les débats monétaires et le développement de la théorie monétaire en Grande-Bretagne dans la première moitié du XIXe siècle. In: BÉRAUD, A.; FACCARELLO, G. (Org.) et al. **Nouvelle histoire de la pensée économique**: des scolastiques aux classiques (tome 1). Paris: Éditions La Découverte, 1992. 620 p.

BROSSARD, O. **L'instabilité financière selon Minsky**: l'incertitude et la liquidité au fondement du cycle?. Revue économique. França, vol. 49, n°2, p. 407-435, 1998.

DAVANZATI, G. F.; PACELLA, A. **Thorstein Veblen on credit and economic crises**. Cambridge Journal of Economics, vol. 38, n. 5, p. 1043-1061, 2014.

DAVIDSON, P. **Financial markets, money and the real world**. EUA: Edward Elgar Publishing, 2002. 265 p.

\_\_\_\_\_. **John Maynard Keynes**. Reino Unido: Palgrave Macmillan, 2007. 222 p.

DAVIDSON, P.; DUNN, S. J. K. **Galbraith and the nature of modern money**. *Review of Political Economy*, vol. 20, n. 4, p. 501-526, 2008.

DETZER, D.; HERR, H. **Theories of financial crises: an overview**. IPE (Working Paper), n. 32, 2014. Disponível em: <<https://econpapers.repec.org/paper/zbwipewps/322014.htm>>. Acesso em: 14 mar. 2024.

DHARMASANKAR, S.; MAZUMDER, B. **Have borrowers recovered from foreclosures during the Great Recession?**. *Chicago Fed Letter*, Chicago, n. 370, 2016. Disponível em: <<https://www.chicagofed.org/publications/chicago-fed-letter/2016/370>>. Acesso em 1 set. 2021.

DIATKINE, D. Les économies politiques des lumières, la affirmation de la pensée libérale: David Hume e James Steuart. In: BÉRAUD, A.; FACCARELLO, G. (Org.) et al. **Nouvelle histoire de la pensée économique: des scolastiques aux classiques** (tome 1). Paris: Éditions La Découverte, 1992. 620 p.

DUNN, S. **The economics of John Kenneth Galbraith: introduction, persuasion, and rehabilitation**. Reino Unido: Cambridge University Press, 2011. 477 p.

FISHER, I. **The debt-deflation theory of great depressions**. *Econometrica: Journal of Econometric Society*, Chicago, vol. 1, n. 4, p. 337-357, out. 1933.

FRASER, S. **Every man a speculator: a history of Wall Street in american life**. [S.l.]: HarperCollins e-books, 2005. 721 p.

GALBRAITH, J. K. **A short history of financial euphoria**. Nova York: Penguin Group, 1994. 130 p.

\_\_\_\_\_. **Money: whence it came, where it went**. [s. l.] Houghton Mifflin, 1975. 312 p.

\_\_\_\_\_. **The Great Crash of 1929**. Nova York: Houghton Mifflin Harcourt Publishing Company. 2009. 214 p.

GEISST, C. R. **Wall Street: a history**. 4. Ed. Nova York: Oxford University Press, 2018. 562 p.

GLASNER, D. **Studies in the history of monetary theory: controversias and clarifications**. EUA: Palgrave Macmillan, 2021. 509 p.

FACCARELLO, G. Les économies politiques des lumières, la affirmation de la pensée libérale: Pierre de Boisguilbert. STEINER, P. Marchands et princes: les auteurs dits "mercantilistes". In: BÉRAUD, A.; FACCARELLO, G. (Org.) et al. **Nouvelle histoire de la pensée économique: des scolastiques aux classiques** (tome 1). Paris: Éditions La Découverte, 1992. 620 p.

FACCARELLO, G.; GEHRKE, C.; KURZ, H. D. Karl Heinrich Marx (1818–1883). In: FACCARELLO, G.; KURZ, H. D. (Org.) et al. **Handbook on the history of economic analyses (volume I)**: great economists since Petty and Boisguilbert. Reino Unido e EUA: Edward Elgar Publishing, 2016. 785 p.

FISHER, I. **The debt-deflation theory of great depressions**. *Econometrica: Journal of Econometric Society*, Chicago, vol. 1, n. 4, p. 337-357, out. 1933.

KEYNES, J. M. **The general theory of employment**. *Quarterly Journal of Economics*, [S.l.], vol. 51, n. 2, fev. 1937, p. 209-223.

\_\_\_\_\_. **The general theory of employment, interest and money**. 4. ed. Nova York: Cambridge University Press, 2013. 450p.

KINDLEBERGER, C. P. **Manias, panics, and crashes**. 2. ed. Nova York: Basic Books, 1989. 302 p.

KURZ, H. D. David Ricardo (1772–1823). In: FACCARELLO, G.; KURZ, H. D. (Org.) et al. **Handbook on the history of economic analyses (volume I)**: great economists since Petty and Boisguilbert. Reino Unido e EUA: Edward Elgar Publishing, 2016. 785 p.

LAPIDUS, A. Une introduction à la pensée économique médiéval. In: BÉRAUD, A.; FACCARELLO, G. (Org.) et al. **Nouvelle histoire de la pensée économique**: des scolastiques aux classiques (tome 1). Paris: Éditions La Découverte, 1992. 620 p.

LOURENÇO, A. L. C. **O pensamento de Hyman P. Minsky**: alterações de percurso e atualidade. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 15, n. 3, p. 445-474, dez. 2006.

MARICIC, A. L'apogée et le déclin du courant ricardien: l' œuvre de John Stuart Mill. In: BÉRAUD, A.; FACCARELLO, G. (Org.) et al. **Nouvelle histoire de la pensée économique**: des scolastiques aux classiques (tome 1). Paris: Éditions La Découverte, 1992. 620 p.

MARTIN, C. Thomas Robert Malthus (1766–1834). In: FACCARELLO, G.; KURZ, H. D. (Org.) et al. **Handbook on the history of economic analyses (volume I)**: great economists since Petty and Boisguilbert. Reino Unido e EUA: Edward Elgar Publishing, 2016. 785 p.

MEIKLE, S. Aristotle on money. In: SMITHIN, J. (Ed.). **What is money?** Londres e Nova York: Routledge, 2000. 287 p.

MINSKY, H. P. **Can “it” happen again?** Nova York: Routledge, 2016. 344 p.

\_\_\_\_\_. **John Maynard Keynes**. Estados Unidos da América: McGraw-Hill, 2008a. 193 p.

\_\_\_\_\_. **Stabilizing an unstable economy**. Estados Unidos da América: McGraw-Hill, 2008b. 439 p.

MURPHY, A. Les économies politiques des lumières, la affirmation de la pensée libérale: John Law. In: BÉRAUD, A.; FACCARELLO, G. (Org.) et al. **Nouvelle histoire de la pensée économique**: des scolastiques aux classiques (tome 1). Paris: Éditions La Découverte, 1992. 620 p.

PARKER, R. **John Kenneth Galbraith**: his life, his politics, his economics. [S.l.] Farrar, Straus and Giroux, 2015. 1229 p.

ROCHES, J. B. Walter Bagehot (1826–1877). In: FACCARELLO, G.; KURZ, H. D. (Org.) et al. **Handbook on the history of economic analyses (volume I)**: great economists since Petty and Boisguilbert. Reino Unido e EUA: Edward Elgar Publishing, 2016. 785 p.

SCHUMPETER, J. A. **The theory of economic development**: an inquiry into profits, capital, credit, interest and the business cycle. New Brunswick: Transaction Publishers, 1983. 278p.

SHARPE, M. E. **John Kenneth Galbraith and the lower economics**. Londres: Palgrave Macmillan Press, 1973. 86p.

SINAPI, C.; PIÉGAY, P.; DESMEDT, L. **L'analyse des crises**: Minsky, après Fisher et Keynes. L'Économie politique, França, n. 48, p. 85-104, out./nov./dez., 2010.

STANFIELD, J. R. **John Kenneth Galbraith**. Londres: Macmillan Press, 1996. 185 p.

STEINER, J. L'économie politique du royaume agricole: François Quesnay. In: BÉRAUD, A.; FACCARELLO, G. (Org.) et al. **Nouvelle histoire de la pensée économique**: des scolastiques aux classiques (tome 1). Paris: Éditions La Découverte, 1992. 620 p.

TORTAJADA, R. La renaissance de la scolastique. In: BÉRAUD, A.; FACCARELLO, G. (Org.) et al. **Nouvelle histoire de la pensée économique**: des scolastiques aux classiques (tome 1). Paris: Éditions La Découverte, 1992. 620 p.

TVÉDE, L. **Business cycles**: history, theory and investment reality. 3 ed. Inglaterra: John Wiley & Sons, 2006. 469 p.

VALIER, J. **Brève histoire de la pensée économique**: d'Aristote à nous jours. Paris: Flammarion, [2009?]. 136 p.

VASSÉI, A. M.; SPAHN, P. Robert E. Lucas (b. 1937). In: FACCARELLO, G.; KURZ, H. D. (Org.) et al. **Handbook on the history of economic analyses (volume I)**: great economists since Petty and Boisguilbert. Reino Unido e EUA: Edward Elgar Publishing, 2016. 785 p.

WRAY, R. L. **Why Minsky matters**: an introduction to the work of a maverick economist. Princeton: Princeton University Press, 2016. 285p.