

## Irving Fisher: do equilíbrio neoclássico à crise do subprime

Fabício Augusto de Oliveira<sup>1</sup>

### RESUMO

Este trabalho analisa a obra de Irving Fisher (1867-1947), um economista Americano filiado à escola neoclássica, considerado, por muitos autores, como um de seus mais importantes representantes. Fisher, apesar de pouco ter se dedicado à vida acadêmica, figura, ao lado de Knut Wicksell (1851-1926) e Joseph Schumpeter (1883-1950), como um dos economistas que mais teria contribuído para aprimorar várias questões dessa escola de pensamento, como as relativas à teoria dos preços e dos juros, entre outras, e introduzir, em seu mundo econômico, monótono, estacionário e repetitivo, elementos dinâmicos, especialmente a partir do momento, no início do século XX, em que passou a se preocupar com os efeitos da inflação sobre o ciclo dos negócios. Embora seja atualmente mais lembrado como um economista que errou feio na previsão da crise de 1930, por ter, poucos dias antes do crash da Bolsa de Nova Iorque, antevisto uma situação de bonança para a economia e para o mercado acionário, fato que levou ao seu descrédito no mercado e o conduziu à ruína financeira, por ter insistido em manter suas posições, redimiu-se deste fiasco, em 1933, com a publicação do livro *Debt-deflation Theory of Great Depression*. Nele, afastando-se da crença neoclássica sobre a eficiência dos mercados, atribuiria as causas da crise ao excessivo endividamento das famílias e empresas, à especulação e à deflação de ativos que se segue, provocando insuficiência da demanda agregada e, como consequência, recessão. Uma obra que a recente crise do crédito *subprime* de 2008/2009 confirmou e que, além disso, forneceu alguns antídotos para o seu enfrentamento.

**Palavras-chave:** economia neoclássica; teoria dos preços; juros; inflação; deflação; dívida.

### ABSTRACT

This paper analysis the work of Irving Fisher (1867-1947), an American economist affiliated to the neoclassical school and considered by many authors one of its biggest exponents. Despite not having dedicated himself to a full academic life, Fisher, as well as Knut Wicksell (1851-1926) and Joseph Schumpeter (1883-1950), figures as one of the most contributing economist to the development of the neoclassical school, dealing with the price and the interest theories and introducing dynamic elements to its monotonous, stationary and repetitive economic world, especially since the beginning of the XX century, when he started to worry about the inflation effects on the business cycles. Even though he is often remembered as an economist who failed to foresee the 1930's crisis, having said that the economy and the stock market had good days ahead of themselves just a few days before the Wall Street crash of 1929, what discredited and conducted him to a financial ruin, especially because he insisted to sustain his positions, he redeemed from this fiasco in 1933 with the publication of the book *Debt-deflation Theory of Great Depression*. In this book, he deviates from the neoclassic belief about the markets efficiency and attributes the crisis causes to the excessive debts from the families and enterprises, to the speculation and to the assets deflation, what caused an insufficiency of the aggregate demand and, consequentially, the recession. His work was confirmed by the recent subprime credit crisis from 2008/2009 and provided some antidotes that helped facing it.

**Key-words:** neoclassical school; price theory; interest; inflation; deflation; debt.

---

<sup>1</sup> Doutor em economia pela Unicamp e professor da Escola do Legislativo do Estado de Minas Gerais.

## 1. Introdução

Poucas pessoas terão conseguido, ao longo de sua vida, fazer o percurso do inferno ao céu e deste retornar ao inferno e repetir este mesmo trajeto em várias oportunidades, como ocorreu com o economista norte-americano, Irving Fisher (1867-1947) nos oitenta anos de sua existência.

Autor de uma vasta obra, principalmente no campo da ciência econômica, com a qual contribuiu de forma importante para o seu avanço, Fisher nasceu em Saugerties, comunidade agrária do Vale do Hudson, em Nova York, filho de um pastor evangélico que tinha um púlpito, à época, em Peace Dale, Rhode Island, mas que não dispunha de muitos recursos, e tornou-se dono de uma imensa fortuna para depois perdê-la no *crash* da bolsa de valores de Nova York de 1929 e ter de depender de empréstimos de uma cunhada rica e de favores da universidade onde lecionava para continuar vivendo; atleta vigoroso, praticante da natação, de remo, adepto de longas caminhadas, defensor de uma vida saudável e, posteriormente, presidente da Sociedade Americana de Eugenia, foi acometido por uma tuberculose em 1898, aos 32 anos, em pleno esplendor intelectual, alguns anos depois de defender sua tese de doutorado na Universidade de Yale, doença da qual levou cerca de cinco anos para considerar-se curado; autor de vários trabalhos sobre aplicações e estratégias de investimentos em bolsas de valores, nos quais indicava critérios e procedimentos para minimização dos riscos, e nome de referência no mundo dos negócios, viu sua fortuna escoar pelo ralo no *crash* da bolsa ao insistir e manter ações cujo valor se transformava em pó, acreditando que aquela seria uma crise passageira, o que ocasionou sua perda de prestígio e influência como economista por bom tempo; mesmo recuperando-os parcialmente nos anos de 1930, morreu, em 1947, sem alcançar a grande ambição de sua vida: mesmo tendo conseguido, por um período, enriquecer, o de conseguir manter-se financeiramente sem depender das recorrentes ajudas da família de sua mulher.

Como economista, no entanto, sua contribuição foi extremamente importante não somente para a teoria neoclássica, à medida que fez importantes revisões em seu pensamento e introduziu instrumentos mais refinados de sua análise em algumas questões, assim como, com suas teorias sobre preços, taxa de juros e também sobre a inflação, abriu caminho para outras escolas que surgiriam posteriormente, caso da escola monetarista. Se se deu mal como investidor na crise de 1929, perdendo o respeito do mundo dos negócios em suas opiniões sobre o comportamento do mercado de ações,

Fisher conseguiu, como economista, manter seu nome na galeria das grandes estrelas, principalmente pelos trabalhos que desenvolveu, entre outros, sobre os efeitos da inflação e da deflação nas dívidas, cujas ideias conheceriam um grande renascimento na crise do *subprime* nos Estados Unidos de 2007-2009.

## **2. 1867-1905: caminhos tortuosos e vitoriosos do economista**

O primeiro grande trabalho de Fisher no campo da economia foi a sua tese de doutorado “*Investigações matemáticas na teoria do valor e dos preços*”, apresentada na Universidade de Yale, em 1891, onde trabalharia como instrutor (1890-91), tutor (1891-93), professor assistente de matemática (1893-95), professor assistente de ciência política e social (1895-98), professor de economia política (1898-1935) e professor emérito (1935-47).

A tese de Fisher, influenciado por William Graham Sumner, um dos membros mais notórios do Departamento de Economia de Yale, à época, encantado com o emprego da matemática pelos neoclássicos, notadamente por Jevons e Walras, na interpretação dos fenômenos econômicos, apoiou-se fortemente neste instrumental para dar alguns passos adiante no estágio em que essa teoria se encontrava. Sumner emprestou-lhe o livro de Jevons, e Fisher, um matemático de mão cheia, encarregou-se de construir um modelo matemático da economia considerando o seu conjunto, bem como as inter-relações de suas variáveis. De acordo com Fox (2010, p.19-45), neste trabalho ele elaborou o tratado mais sofisticado, até então, do equilíbrio econômico.

Na análise de Nasar (2012, 159-90), a preocupação de Fisher, neste trabalho, foi o de investigar o elevado grau de interdependência e de cooperação mantidos entre os agentes econômicos – famílias, empresas e governo – e também o considerável número de canais através dos quais determinada causa produzia, pela interação entre estes agentes e as variáveis econômicas, seu efeito final. Assim, com o objetivo de verificar como o mercado “calculava” os preços que equacionavam a oferta e a demanda, Fisher construiu um modelo na forma de uma “máquina hidráulica”, onde todas as coisas estão interligadas e pôde, com isso, demonstrar como uma causa – um choque, por exemplo, na oferta e procura de um determinado mercado – afetava os demais preços e quantidades produzidas em dez mercados inter-relacionados e como este processo se irradiava para os demais, alterando preços e quantidades em toda a economia e modificando rendas, utilidades e escolhas de produtos pelos consumidores.

O trabalho de Fisher transformou-se em grande sucesso. Ainda de acordo com Nasar (2012, p. 173), o economista Paul Samuelson qualificou-o como “a mais importante tese de doutorado sobre economia que alguém um dia escreveu”. Ao ser publicado, em 1892, o *Economic Journal* saudou-o como “obra escrita por um gênio”. E, mesmo Alfred Marsall, pouco dado a reconhecer contribuições de outros acadêmicos, fez referências a ele na terceira edição de seus *Principles*, como sendo “brilhante” e colocando o autor em pé de igualdade com “alguns dos mais profundos pensadores da Alemanha e da Inglaterra”. Para adentrar o paraíso das celebridades, Fisher enfrentou, entretanto, não poucas dificuldades.

Quando tinha dezesseis anos, em 1883, seu pai, em desavença com o seu rebanho de Peace Dale, conseguiu um púlpito em New Haven (Connecticut) e depois em Cameron (Missouri), após um período dependendo da ajuda de parentes para sobreviver. Fisher foi morar com uma tia em St. Louis, 500 quilômetros distante de Cameron, para continuar estudando e só voltou a rever o pai na sua morte, em 1884, de tuberculose. Fisher teve de se desdobrar para sustentar a família e só conseguiu isso e continuar os estudos em Yale unindo os poucos recursos que seu pai economizara para financiá-los com uma bolsa recebida e com o recebimento por aulas particulares. Na universidade, revelou-se um aluno brilhante, conquistando vários prêmios em matemática e em outras matérias e formando-se em primeiro lugar em sua turma.

Ao chegar ao *éden* com a sua tese de doutorado, após a travessia do inferno de sua adolescência e início da vida madura, Fisher relaxou e procurou desfrutar durante alguns anos da vida deste paraíso. Retornou a Peace Dale como dono de uma carreira brilhante e agora professor de matemática em Yale, e lá se enamorou e casou-se, em 1893, com Margaret Hazard, uma colega de infância, filha de um magnata da época. O pai presenteou-lhes com uma mansão em New Haven e uma viagem por um ano à Europa, onde Fisher fez contato com os fundadores e grandes nomes da teoria neoclássica, como Carl Menger, Walras, Pareto, Edgeworth e Marsall, além de ter assistido às palestras de Henri Poincaré. Apesar deste contato mais estreito com seus pares da economia, Fisher, provavelmente prolongando o gozo de seu novo status, passou um tempo sem se envolver em questões acadêmicas nessa área, mesmo depois de retornar aos Estados Unidos, e encontrar o país mergulhado numa forte recessão, com os preços dos produtos em declínio (deflação), dívidas explodindo nas mãos de vários setores, sem perspectivas de pagamento, um grande e crescente número de bancos e empresas falindo e fechando as portas, o desemprego avançando, e os conflitos

sociais, políticos e mesmo intersetoriais se acirrando. Foi só a partir de 1896, no bojo da campanha presidencial, que Fisher, tendo se transferido do departamento de matemática para o de ciência política e social, se viu instado a dar sua opinião sobre a situação da economia e sobre o debate travado, à época, a respeito das causas de seus problemas (Nasar, 2012, p. 173-9).

O grande debate da época que opunha democratas e republicanos na campanha eleitoral dizia respeito ao padrão monetário do país: para os democratas, o padrão-ouro adotado pelos Estados Unidos em 1873 era o grande responsável pela crise, por tornar o dinheiro escasso e caro, derrubar os preços dos produtos pelos efeitos da recessão e catapultar o valor das dívidas contraídas; por isso, não viam outro caminho para retirar a economia daquela situação senão a substituição do padrão monetário vigente por outro menos restrito ao ouro; contrariamente, os republicanos apareciam como ardorosos defensores do padrão-ouro, apesar das dificuldades econômicas do país, apontando os riscos que o padrão-prata poderia representar para a economia.

O que estava em jogo, portanto, era o dinheiro (a moeda) e os efeitos da inflação/deflação sobre o seu valor e suas consequências para credores e devedores. Fisher assumiu inicialmente uma posição de cautela no debate, temendo reformas apressadas que poderiam se mostrar desastrosas. Havia reconhecido em sua tese de doutorado, em que praticamente restringia a moeda a uma unidade de medida, que esta fora pouco estudada pelos economistas até a sua época e de ser necessário estabilizar os preços para evitar a fuga do ponto de equilíbrio do sistema e a instauração de pânico provocados por desordens monetárias. E de que eram essas variações imprevistas no valor da moeda, na forma de inflação/deflação, que produziam mudanças na situação de credores e devedores, amarrados por contratos regidos por um valor da moeda constante, ora em favor de um e de prejuízo do outro e vice-versa. Por isso, a necessidade de garantir sua estabilidade.

Fisher compreendia a defesa do padrão-prata à época pelos devedores, os que estavam sendo prejudicados pela deflação, já que com a queda dos preços dos produtos e com os valores da dívida estabelecidos em moeda fixa, os credores apareciam como os grandes ganhadores. Mas, abandonando a cautela inicial, posicionou-se contrário ao padrão-prata pela depreciação que sua adoção poderia provocar sobre a moeda. Tornou-se, assim, defensor do padrão-ouro (contra a posição dos democratas, que terminaram perdendo as eleições naquele ano). Acreditava, no entanto, que a tendência declinante da taxa de juros, diante do quadro de deflação da época, poderia compensar o aumento

do valor real das dívidas. Suas principais ideias sobre essas questões foram tratadas em uma monografia de 1896, intitulada “Valorização e Juros”. Começava ali a germinar os frutos dos principais trabalhos que posteriormente desenvolveria nas áreas da moeda, inflação e dívida.

Fisher ainda elaboraria mais dois trabalhos nos anos seguintes: “*O papel do capital na teoria econômica*”, de 1897, e “*Precedents for defining capital*”, de 1898. Sua trajetória acadêmica, no entanto, terminou novamente interrompida ao ser diagnosticado, neste último ano, como acometido por uma tuberculose, doença que o afastou de suas atividades por longos cinco anos, as quais só retomaria a partir de 1904. Refazia, com isso, novamente o trajeto de volta ao inferno.

### **3. 1905-1929: o céu como limite**

Não constitui tarefa fácil retratar a vida de Fisher após o seu retorno ao palco da vida, a partir de 1904-5, considerando-se curado da tuberculose. Para os que acreditam na força do destino, a vida parece tê-lo recompensado pelas agruras anteriores: tendo se tornado ainda mais adepto da vida saudável, viu-se, ao longo de vinte e cinco anos, vitorioso como investidor, acumulando uma fortuna estimada por Fox (2010, p. 29-45) em US\$ 128 milhões, a preços de 2008, uma estrela brilhando permanentemente em céu americano e o economista mais influente e respeitado da América pelos trabalhos que desenvolveu principalmente na área monetária e da inflação.

Mas, de acordo com Fox (2010, p. 19-45), no início de seu retorno ainda andou tropeçando em algumas pedras colocadas no seu caminho no período anterior: em 1904, tendo voltado a trabalhar, viu sua casa, no campus de Yale, ser consumida pelo fogo; em 1905, teve o original de seu livro, que ele rapidamente reescreveria e publicaria em 1906, com o título “*A natureza do capital e da renda*”, ser roubado com sua pasta, enquanto dava um telefonema. A partir daí, sua estrela brilhou com intensidade como economista, investidor e empresário.

A trajetória de Fisher como investidor e empresário se encontra umbilicalmente ligada às suas ideias e contribuições como economista, pois foram estas que alimentaram e guiaram suas ações naquelas atividades durante todo o tempo em que se viu bem sucedido. Por isso, é necessário compreender o Fisher economista para entender o Fisher investidor e empresário e até mesmo as causas de seu insucesso retumbante na crise de 1929.

Após a sua doença, Fisher tornou-se paladino da vida saudável e da saúde, inclusive escrevendo vários trabalhos neste campo: defendeu o vegetarianismo, o incentivo à prática de exercícios físicos, condenou o consumo de carne vermelha e o uso de álcool e ingressou em uma associação de eugenia. Virou um verdadeiro “doutor social”, como o rotula Fox (2010, p. 19-45). Na economia, no entanto, nunca conseguiu se afastar dos limites da teoria neoclássica, que abraçara em sua tese de 1892, nem deixar de lado sua obsessão em ganhar dinheiro (um de seus desejos, no início de sua vida madura, era, de acordo com Nasar (2012, p. 169) “ganhar dinheiro”, o que talvez o tenha levado a optar, entre outras possibilidades, pela “ciência da riqueza”, ou seja, pela economia). São questões importantes para entender sua vida e obra.

Do conjunto de sua obra, é possível organizar sua contribuição à ciência econômica, dando destaque às seguintes questões: 1) a proposta das curvas de indiferença como método de análise; 2) à sua visão sobre o capital, com a qual difundiu a teoria intertemporal austríaca (leia-se de Böhm-Baverek); 3) a revisão da teoria quantitativa da moeda; 4) a teoria dos números índices; r) a diferença entre taxa real e taxa nominal de juros; 6) e, já na década de 1930, a teoria da deflação da dívida, esta última abordada no final deste texto.

### 3.1 As curvas de indiferença

Em sua tese de 1892, “Investigações matemáticas na teoria do valor e dos preços”, Fisher agregou avanços à teoria neoclássica também na questão da teoria da utilidade. Os fundadores desta teoria – Jevons, Menger e Walras – não haviam conseguido resolver o problema da medida da utilidade, embora a tenham considerado aditiva, deixando comprometidas muitas de suas teses. O autor que, em primeiro lugar, procurou dar uma solução para essa questão foi Francis Ysidro Edgeworth (1845-1926), economista britânico, em seu trabalho *Mathematical Psychics*, de 1881.

Edgeworth abandona, neste trabalho, a hipótese de que a utilidade é cardinalmente mensurável, e, portanto, não aditiva, por se tratar de uma avaliação baseada em sensações subjetivas, e a substitui por um processo de ordenamento (*utilidade ordinal*) em que o indivíduo faz escolhas entre diferentes combinações de bens, segundo essas lhe pareçam mais ou menos vantajosas, sem necessidade de mensurar suas utilidades.

Edgeworth adota as mesmas hipóteses neoclássicas de que os indivíduos são egoístas e buscam, por meio da troca, maximizar suas utilidades, e de que também são

livres para realizar, de forma independente, essas trocas. Com base nisto, constrói um diagrama em que vários pontos representam a alocação de dois bens para cada um dos dois agentes, os quais ele designou como *curva de contrato*, conhecida posteriormente como *Caixa de Edgeworth*, onde estão ordenadas as preferências de cada um – as suas curvas de indiferença - e que refletem a sua função utilidade. Pela *curva de contrato*, mostra-se como, por meio da troca entre estes dois agentes, torna-se possível maximizar suas utilidades pelo ordenamento existente, o qual corresponde ao ponto em que as taxas marginais de substituição de um bem pelo outro são iguais para ambos os indivíduos.

Fisher seguiria os mesmos passos de Edgeworth, refinando essa interpretação e propondo as curvas de indiferença como método de análise, o que seria aprimorado com o enfoque dado por Vilfredo Pareto a esta questão, na década seguinte, e ao desenvolvimento da teoria do consumidor, sem a necessidade de considerar a utilidade como sendo cardinalmente mensurável, considerando apenas a combinação entre dois bens para o indivíduo. As curvas daí derivadas passaram a ser chamadas de *Curvas de Indiferença*.

### **3.2 A teoria do capital, do investimento e da taxa de juros e a preferência temporal**

Fisher desenvolveu a sua teoria do capital, do investimento e da taxa de juro ao longo de vários trabalhos: *Valorização e juros* (1896); *Precedentes for defining capital* (1898); *A natureza do capital e da renda* (1906); *A taxa de juros* (1907); *The impatience theory of interest* (1913). E organizou e consolidou todo o seu pensamento sobre os temas relativos ao capital, ao mercado de títulos, aos determinantes da taxa de juros e à inflação, no tratado de 1930, intitulado *A teoria do juro*.

À semelhança de Böhm-Bavérk e também de outros autores neoclássicos, Fisher fugiu do esquema walrasiano, abordando o juro como produzido pelo *fluxo de renda e não pelo capital*, considerado enquanto composto por máquinas, equipamentos etc. Isto lhe permitiu falar em *retorno do investimento* e não em *rendimento do capital*, diferentemente do modelo de Walras, onde são os bens de capital adquiridos pela renda investida que garantem a remuneração do investidor, expressa na taxa de juros, pelo que acrescentam ao produto. Parece uma diferença sutil, mas o livra da enrascada em que Walras se meteu com a teoria do capital no modelo de equilíbrio geral.



Fisher define em seu trabalho o que entende por capital: “Capital, no sentido de capital-valor, é simplesmente a *renda futura descontada*, ou, em outras palavras, *capitalizada*” (Fisher, 1930, p. 18). E rechaça que esta (renda) seja derivada do capital: concorda que a renda “é derivada de bens de capital. Mas o *valor* da renda não é derivado do *valor* dos bens de capital. Pelo contrário, o *valor* do capital é derivado do *valor* da renda”. E, como neste processo de avaliação do valor entram previsões antecipadas, não ser possível, enquanto a renda não for gerada, “estabelecer nenhuma avaliação desse capital” (idem, p. 18-19). “O capital-valor é, [portanto], renda capitalizada e nada mais” (*ibidem*, p.21). O capital, em si, apenas produz renda, no sentido físico, mas não em termos de valor. E é esta (a renda) que define quanto ele vale. Exemplificando: “[...] não é porque um homem tem uma propriedade que vale 100 mil dólares que ele obterá 5 mil dólares por ano, mas é porque ele obtém 5 mil dólares ao ano que sua propriedade vale 100 mil dólares [...]” (*ibidem*, p. 42), o que lhe assegura uma taxa de juro de 5% ao ano. Isso lhe permite, inclusive, concordar, ao contrário dos fundadores da teoria neoclássica, com os economistas clássicos de que “[...] o valor do produto excede o custo de produção que se incorre durante o processo [...]” (*ibidem*, p. 39), mas que este excedente corresponde ao pagamento do juro, sem se considerar o risco, para aquele que se dispôs a investir seus recursos na produção.

Esclarecendo melhor o que é o juro que remunera o capital pelo fluxo de renda descontada: “A ponte ou ligação entre renda e capital é a taxa de juro. Podemos definir a taxa de juro como o prêmio percentual pago sobre um dinheiro, em determinada data, em termos de dinheiro que estará em mãos um ano depois”. Exemplificando novamente: “se 100 dólares hoje são trocados por 105 dólares a serem recebidos daqui a um ano, o prêmio sobre o dinheiro presente em termos do dinheiro são 5 dólares e isso como uma percentagem de 100 dólares significa que a taxa de juro é de 5%” (*ibidem*, p. 18). O juro não é resultado, assim, da interação entre a oferta e demanda de capital, mas da oferta e demanda por renda futura (*ibidem*, p. 28).

Fisher faz uma distinção clara entre juro nominal e juro real: o juro monetário é o que consta dos contratos (a taxa monetária, digamos 5%); o real é o que ele pode comprar em termos de bens (o poder de compra do dinheiro). Se o padrão monetário não for estável e oscilar desvalorizando (inflação) ou valorizando (deflação) a moeda, a taxa monetária será afetada e prejudicará o devedor (no caso de valorização) ou o credor (no caso de desvalorização). Se prevista esta mudança, tal fato pode ser compensado por uma redução ou aumento da taxa monetária na sua negociação, mas considera que as

partes contratantes são incapazes de antecipar ganhos ou perdas causados por essas oscilações do padrão monetário, por falta de previsibilidade nesta questão. Por isso, para evitar esses desvios da taxa monetária e real e também a injustiça distributiva provocada por este processo, que se encontra na raiz das desordens monetárias e dos pânicos, é indispensável garantir a estabilidade dos preços (*ibidem*, p.31-35). Um resultado a que chega, no trabalho de 1930, apenas no final.

Nele, Fisher parte para examinar os fatores determinantes da taxa de juro e como se alcança o equilíbrio entre a oferta e a demanda por renda presente e futura neste mercado particular. Seu objetivo é o de identificar os mecanismos por meio dos quais o mercado determina o valor deste preço (do juro), o qual permite comparar as riquezas disponíveis em períodos diversos. Sua análise restringe-se, assim, à determinação do *equilíbrio parcial* e não ao sistema econômico como um todo, como no modelo walrasiano, pressupondo que todos os demais preços são *dados* (*ibidem*, p. 49). E faz isso, adotando hipóteses para a renda do indivíduo, as quais vão sendo, pouco a pouco, removidas para ver como se determina a taxa de juro.

Na primeira situação pressupõe que a renda do indivíduo seja *dada* e que o seu fluxo de renda futura só pode ser modificado tomando emprestado ou emprestando (comercializando sua renda). Isto significa que ele apenas altera sua renda no tempo (com juro), mas não a aumenta ou diminui. E também de ser o mercado de empréstimos de concorrência perfeita, ou seja, com previsão perfeita, aberto a todos, que podem tanto emprestar como tomar emprestado a qualquer quantia à taxa de mercado que também é *dada* (*ibidem*, p. 68-9).

Mas existe uma razão para ele querer modificar a sua renda, emprestando ou tomando emprestado? Para Fisher, sim, e isso é explicado por um *fator psicológico ou subjetivo*, bem ao estilo metodológico do neoclassicismo, que leva o indivíduo a dar mais importância ao consumo presente do que ao consumo futuro (a depreciação do futuro de Böhm-Baverek). Isso o leva, de acordo com a sua *preferência temporal* ou o que ele também chama de *impaciência humana*, a tomar emprestado ou emprestar, modificando o fluxo de sua renda entre o presente e o futuro: alguns podem preferir uma maior renda presente, renunciando à parte da futura; outros a renunciar à parte da renda presente por maior renda futura. Tal comportamento dependerá de sua *preferência temporal ou grau de paciência* no consumo de bens, que, para ele, é determinada por vários fatores (pessoais), *mas principalmente por sua renda esperada e de como esta se*

*distribui nos períodos futuros, ou seja, do perfil temporal do fluxo de renda esperada* (ibidem, p. 50).

Com taxas de preferência temporal (ou grau de impaciência), determinadas por seu nível de renda, estes indivíduos se encontram no mercado de empréstimos, onde existe uma taxa de juros dada (digamos 5%): os que dispõem de menor renda dispostos, com taxas de preferência mais elevadas, a aumentar a renda presente em detrimento da futura; os que dispõem de maior renda, com taxas mais reduzidas, a atender a demanda por essa antecipação da renda em prol de maior renda futura. À medida que este processo avança as taxas de preferência vão se alterando, na margem – o mesmo princípio marginal neoclássico de utilidade, que Fisher denomina de *precisão* – até o ponto em que elas se igualam à taxa de juros de mercado. Isto significa que tanto tomadores como ofertantes de crédito terão seus graus de impaciência igualados uns aos outros e à taxa de juros, indicando que todos atingiram o *ponto de deseabilidade total máxima* (ou de maximização do desejo de rendas presentes e futuras) das formas de renda disponíveis para ele, que corresponde ao ponto de equilíbrio deste mercado (ibidem, p. 80).

Na segunda, abandona a hipótese de que a renda seja *dada* para cada agente (mas, mantém a hipótese de que seja *certa*, ou seja, de que a previsão será cumprida), e assume que, para este, se encontram abertas possibilidades de aumentar seu fluxo de renda no futuro pelo uso dos recursos que estão à sua disposição, dirigindo-os para os investimentos. Ou seja, ao contrário do caso anterior em que os fluxos de renda são rígidos, aqui o proprietário do capital (riqueza ou propriedade) dispõe de usos alternativos para aplica-lo, escolhendo entre muitos fluxos de renda, de acordo com o perfil temporal que considera mais desejável através da troca da renda presente pela futura.

Neste caso, portanto, não é a *impaciência humana por gastar*, que se relaciona a *fatores subjetivos, que move as decisões tomadas, mas a oportunidade* de investir ligada a fatos objetivos. Mas, como ocorre com a primeira, entre as várias alternativas, o dono do capital optará por aquela que lhe garante o *máximo valor presente* da renda futura que será gerada com o valor do *investimento realizado*, ou com os seus custos (máquinas, equipamentos, matéria-prima, mão de obra etc.), a qual corresponderá à taxa de retorno de seu capital sobre os custos, que nada mais é que a taxa que iguala o valor atual dos rendimentos ao valor atual dos custos. A taxa de retorno, assim determinada, poderá ser menor ou maior que a taxa de juro de mercado. Se menor, não interessará

para ele investir. Se maior, será vantajoso, e ele tenderá a seguir investindo, buscando a maximização de ganhos, até o ponto em que a taxa de rendimento relativa à última parcela da renda seja igual à taxa de juro. Neste processo, como as taxas de impaciência (preferência temporal) e as taxas de oportunidade de investir, que são distintas para cada indivíduo, vão se modificando neste processo, o equilíbrio no mercado é atingido quando a *taxa marginal de retorno do investimento sobre o custo se iguala à taxa de juros do mercado*. Existe, portanto, como coloca Napoleoni (p. 27/28) “uma posição de equilíbrio, um único valor para a taxa de juro, para todas as taxas marginais de retorno dos investimentos e para todas as taxas de preferência no tempo”.

Fisher considera, ainda, que o progresso tecnológico derivado de “novas descobertas e invenções” tende a aumentar a taxa de juro como resultado da subida da taxa marginal de retorno sobre o custo, já que tal processo exige maior renúncia da renda presente pela futura por tempo mais prolongado. À medida, no entanto, que esses novos investimentos se consolidam e amadurecem e a renda futura para de aumentar, a taxa de retorno e, com ela, a taxa de juro, tendem a cair.

Na terceira situação, Fisher abandona a hipótese da *certeza* dos agentes econômicos sobre eventos futuros e introduz o elemento do *risco* nas suas decisões. A consequência mais imediata desta mudança, com a qual ele considera ter chegado ao mundo real, é que “ao invés de uma única taxa de juro, representando a taxa de troca entre este ano e o próximo, encontramos uma grande variedade das assim chamadas taxas de juro”. E que “essas taxas variam devido ao risco, à natureza da garantia, aos serviços adicionais ao próprio empréstimo, à ausência de livre competição entre emprestadores ou tomadores de empréstimos, ao prazo de validade do empréstimo e a outras causas que os economistas chamam de ‘atrito econômico’ [...] e ao seu próprio reembolso” (Fisher, 1930, p.129). Num mundo de *incertezas e de riscos*, de toda natureza, a possibilidade de o “indivíduo de modificar o seu” fluxo de renda de acordo com sua vontade, como nos casos anteriores [...] será limitada pelo temor do tomador de empréstimos de não poder reembolsá-lo, e o temor ainda maior do emprestador de não ser reembolsado [...] (idem, p.131). E o equilíbrio entre taxas de juro, taxas de preferência e taxas de retorno sobre o custo passa a fazer parte de um mundo ideal, mas não do mundo real (idem, p. 139-140).

A preocupação com a *incerteza* começou a povoar os seus trabalhos já em 1906, quando publicou “A natureza do capital e da renda”, e aprofundou-se em 1907, com “A taxa de juros”. Diferentemente de sua posição em 1896, quando acreditava que

movimento de baixa ou alta da taxa de juro poderia compensar ganhos/perdas dos credores/devedores da dívida decorrentes do comportamento do nível de preços (inflação/deflação), em 1906 esta crença deixou de existir. Segundo Nasar (2012, p. 185), Fisher declararia, neste ano, o *Homo Economicus* um defunto e o *laissez-faire* uma ideologia morta. Dirigindo-se ao plenário da Associação Americana para o Avanço da Ciência diria que “a experiência provou que estavam errados os princípios da teoria liberal, segundo os quais os indivíduos eram os melhores juízes do autointeresse e que a busca deste autointeresse produziria o máximo para a sociedade”. E reconhecera que “a regulamentação do governo e os movimentos voluntários de reforma não eram prejudiciais, mas necessários” (apud Nasar, p. 185). Neste seu discurso (“Por que a doutrina do *laissez-faire* foi abandonada?") concluiria “que o *Homo Sapiens* não era o *Homo Economicus*, máquina calculadora hiper-racional e que os efeitos de suas ações poderiam reduzir o bem coletivo, considerando que a mente nos pregava peças, com o que, na prática, colocava em questionamento as bases do modelo competitivo.

Essa preocupação decorria, como colocado anteriormente, de sua visão sobre as relações do nível de preços com a taxa de juros e as dívidas, devido à inflação/deflação, embora em 1896 acreditasse que seus movimentos, para cima ou para baixo, poderiam ser compensados, confirmando as decisões racionais dos agentes econômicos. Mais tarde, perceberia não ser bem assim, devido ao que chamaria de “ilusão monetária”, a qual levava os agentes a retardar os ajustes que deveriam fazer nessas situações, incorrendo em prejuízos e afetando os ciclos dos negócios. Como colocaria em seu trabalho de 1930 (p. 243): “Poucos homens têm alguma ideia [sobre a variação no valor do dinheiro]. Se perguntarmos a um comerciante se ele considera ou não a valorização ou depreciação do valor do dinheiro, ele responderá que nunca ouviu falar nisso, que ‘um dólar é um dólar’. Em sua mente, outras coisas podem mudar em termos de dinheiro, mas o dinheiro não muda. A maior parte das pessoas está sujeita ao que pode ser chamado de ‘ilusão monetária’, e a pensar instintivamente no dinheiro como constante e incapaz de valorização ou desvalorização”.

No trabalho de 1907 (“A taxa de juro”) ele é enfático sobre a falta de previsão, atribuindo-lhe a responsabilidade pelos períodos de especulação e depressão na economia: “o pânico sempre é o resultado de condições não previstas, e entre essas condições, e, parcialmente como resultado de outras condições não previstas, temos a escassez de dinheiro disponível para empréstimos” (apud Nasar, p. 188). Se as previsões sobre a inflação e deflação fossem corretas (perfeitas), as taxas de juros se ajustariam

instantaneamente às mudanças nos níveis de preços, sem produzir efeito sobre o emprego ou o rendimento real. Como essa “perfeição” na prática não existe, a “deflação resulta em inesperada perda para o devedor e em ganho inesperado para o credor [e a inflação em perda para o credor e em ganhos para o devedor]” (Fisher, apud Nasar, p. 188), deflagrando as crises econômicas.

Para evitar ou atenuar estes ciclos, Fisher passou a apontar a necessidade de estabilidade dos preços, de forma a garantir um “sistema monetário justo e transparente” (Nasar, 2012, p. 189), para o que indicaria ser necessário: a) uma boa administração do dinheiro pelo governo por meio do controle eficiente de sua oferta para evitar ou moderar explosões inflacionárias ou depressões deflacionárias; b) melhoria do nível de educação da população e melhor conhecimento e clareza sobre as causas e efeitos da inflação e da deflação; c) maior regulação do comportamento individual, considerando que, na busca de seu autointeresse, o indivíduo poderia provocar sérios prejuízos para o conjunto da sociedade (Nasar, 2012, p.187).

Fisher passou boa parte do restante de sua vida empenhado em escrever sobre os méritos da estabilidade da moeda e em evitar a “dança do dólar”, em construir índices de preços para proteger o seu valor da inflação/deflação, de forma a evitar os desastres financeiros, e em recomendar ações do governo nessa mesma direção. Tendo enxergado o “ciclo dos negócios” (altas e baixas da vida econômica), ao qual poucos haviam dado atenção até a sua época, na reação inconsistente dos agentes nestes períodos de instabilidade, buscou encontrar e receitar remédios para atenuá-los ou evita-los.

A fórmula de Fisher, no entanto, que foi adotada em seu trabalho de 1907, para calcular o valor presente da renda futura (precificando o investimento), e que também aplicou para fazer investimentos em ações, passou a ser usada pelos investidores não somente para precificar os títulos da dívida como o das ações, sendo precursora do *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, ou *Modelo de Precificação de Ativos financeiros*, que seria posteriormente desenvolvido por Jack Treynor, William Sharpe, John Lutner e Jan Mossim, independentemente, com base no trabalho de Harry Markowitz sobre diversificação e teoria moderna do portfólio. Sharpe receberia, inclusive, o Prêmio Nobel de Economia de 1990, juntamente com Markowitz e Merton Miller por sua contribuição no campo das finanças.

Baseado na “hipótese dos mercados eficientes”, o CAPM apoia-se na crença de que estes mercados atribuem preços corretos às ações das empresas à luz de seu desempenho futuro, tornando possível, ao investidor, precificar seu investimento

considerando o rendimento esperado e o risco nele envolvido. Para projetar o primeiro, usa-se a média do rendimento passado das ações da empresa; para o risco, o desvio padrão destes rendimentos. O modelo se completa com outras hipóteses irreais neoclássicas: informações completas sobre as empresas; mercados financeiros em permanente equilíbrio; crédito ilimitado para os investidores acomodarem suas preferências; investidores como agentes racionais que têm expectativas idênticas e corretas sobre as perspectivas futuras das empresas, os quais tomam decisões com base em dois parâmetros: o do rendimento e o do risco. Isso significa que cada empresa aparecerá aos olhos do investidor com uma determinada taxa de rentabilidade (2%, 3%, 5% e assim por diante), que ele escolherá, de acordo com sua preferência e sensibilidade ao risco, ou com sua curva de indiferença de aversão ao risco, sabendo que a obtenção de maior rentabilidade significa maior risco e vice-versa.

A carteira do investidor (que contém ativos com risco) é comparada, no modelo, a uma carteira livre de riscos, digamos com uma aplicação teoricamente segura, como os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, que rendem uma determinada taxa. A taxa de retorno esperada (precificada) pelo mercado da carteira com risco é comparada à taxa do ativo teoricamente livre de riscos: a diferença entre elas é chamada de *prêmio de mercado ou prêmio de risco*. Se, por exemplo, a taxa da carteira livre de risco for de 2% e a carteira com risco for de 5%, tem-se que o *prêmio de risco* é de 3%. Se equivalentes, o prêmio de risco é zero e, teoricamente não haveria nenhum risco no investimento.

Como se trata de um mercado competitivo, hipótese neoclássica, e adota-se a hipótese de livre acesso ao crédito por todos investidores (crédito ilimitado), os investidores podem mudar de posição na sua curva de indiferença, modificando os preços das ações e do risco. Por exemplo, se um investidor que está com uma carteira de investimento no valor de R\$ 1.000, com taxa de retorno de 5% e prêmio de risco de 3% (a da carteira livre de risco é de 2%), quiser modificar sua posição, ele toma, suponhamos, R\$ 1.000 emprestado à taxa de 2% (disponível no mercado), compra novas ações e reduz sua taxa de retorno para 4%: passa a ter R\$ 2.000 de capital aplicado, um retorno de R\$ 100, mas deve pagar R\$ 20 pelo empréstimo tomado. No modelo tudo se passa como se a taxa de retorno fosse de 4% (R\$ 100 - R\$ 20/R\$ 2.000), com um risco menor.

Neste processo de deslocamentos de posições determinadas pelas variações das preferências dos investidores, que são racionais e têm expectativas idênticas e corretas sobre as empresas, e possibilitadas pelo acesso irrestrito ao crédito, com taxas de juro

variáveis, num mercado de concorrência perfeita, os preços das ações vão se alterando e modificando os rendimentos esperados (estes dependem daqueles) até se atingir o equilíbrio de mercado em que praticamente deixa de existir o risco.

Essa fantasia neoclássica, que chegou inclusive a render um Prêmio Nobel, se resistiu às críticas formuladas sobre as deficiências de sua construção, não conseguiu escapar dos efeitos da realidade das crises financeiras quando se revelaram claramente que: a) os agentes não são tão racionais quanto a teoria neoclássica gostaria; b) as informações sobre as empresas são incompletas e chegam de forma desigual para os investidores, negando a hipótese de expectativas idênticas e corretas; c) as empresas não são confiáveis do ponto de vista dos resultados que divulgam, não raro mascarando-os por meio de uma contabilidade criativa; d) além da hipótese irreal do crédito ilimitado, não há garantia do pagamento dos empréstimos tomados que levariam à redução dos riscos, os quais, na prática, permaneceriam na pirâmide construída; e) não existir carteira de risco zero, mesmo para os títulos públicos, porque, como a crise do *subprime* evidenciou, também os governos podem ir à falência e não disporem de condições para honrar suas dívidas. De fato, mais do que outras, a crise do crédito *subprime* de 2007/2009 nos Estados Unidos desvelou todas essas fragilidades e inconsistências deste modelo.

A partir de 1906, Fisher introduziu o elemento da incerteza em seu pensamento, começou a tecer críticas ao modelo da concorrência perfeita e à hipótese do agente racional, e, em 1907, apresentou a fórmula do cálculo da precificação dos ativos financeiros que seria utilizada na construção do CAPM. Não parece, por essa sua posição, que teria concordado com sua arquitetura, já que buscava encontrar remédios exatamente para atenuar ou mesmo evitar as incertezas e turbulências do mundo econômico, que este modelo, baseado na “eficiência dos mercados”, simplesmente ignorou.

### **3.3 Fisher e a teoria quantitativa da moeda**

A preocupação de Fisher com o efeito da inflação e da deflação sobre o valor da moeda manifestou-se claramente em muitos de seus trabalhos em que procurou identificar suas causas primárias. O seu trabalho mais conhecido neste campo, “*O poder de compra da moeda: sua determinação e relação com o crédito, juro e crises*”, data de 1911, onde sintetizou a teoria quantitativa da moeda e melhorou sua equação básica, incorporando à oferta de moeda os depósitos à vista no sistema bancário. Mas outros



trabalhos se seguiram na mesma linha, como “Estabilizando o dólar” (1920). “A ilusão monetária” (1928); “Booms e depressões” (1932); e “100% Money” (1935).

Em “O poder de compra da moeda”, Fisher sintetiza a teoria quantitativa da moeda em sua conhecida equação de trocas (Lopes & Rossetti, 1998, p. 149):

$$MV = PT, \text{ onde: } M = \text{quantidade de moeda}$$

$$V = \text{velocidade de circulação da moeda}$$

$$P = \text{nível geral de preços}$$

$$T = \text{volume físico das transações}$$

Fisher inovou ao introduzir, nessa equação, os depósitos à vista no sistema bancário, bem como a sua velocidade de circulação. Com isso, sua equação (chamada de “equação de Fisher”) assumiu a seguinte forma:

$$MV + M'V' = PT, \text{ onde: } M' = \text{depósitos à vista}$$

$$V' = \text{velocidade de circulação de } M'$$

Fisher considerou em seus estudos e testes estatísticos realizados com essas variáveis que tanto V (a velocidade da moeda) como V' eram constantes no curto prazo, devido aos hábitos enraizados da população. T (volume físico das transações) também poderia ser considerado constante, dada a hipótese neoclássica de plena utilização dos fatores produtivos, indicando que o produto sempre estaria no máximo. Daí deduziu que a força que move P (elemento passivo na equação) era M. Dessa maneira, aumentos exagerados em M se traduziriam em inflação, assim como a oferta insuficiente de M em deflação. Caberia, portanto, ao governo, detentor do monopólio da emissão de moeda, calibrar adequadamente sua emissão para manter estáveis os preços, tendo chegado a sugerir, inclusive, um encaixe bancário compulsório de 100% sobre os depósitos à vista como medida preventiva das crises. As reflexões de Fisher, neste campo, forneceriam munção para o surgimento posterior de uma escola da economia conhecida como *Monetarismo*, que teria em Milton Friedman, seu principal nome.

A “equação de Fisher” seria posteriormente modificada pela escola de Cambridge, com a introdução, na fórmula, do encaixe monetário realizado pelos indivíduos, a qual ficou conhecida como “equação de Cambridge” ou “equação de caixa” (Lopes e Rossetti, 1998, p. 150). Nela

$$M = kPY, \text{ onde: } M = \text{oferta de moeda (exógena)}$$

K = coeficiente de encaixe, dado como inverso da velocidade-renda da moeda e admitido como constante no curto prazo;  
 P = índice geral de preços;  
 Y = renda real, considerada constante, dada a hipótese de pleno emprego dos fatores produtivos.

### 3.4 A diferença entre taxa real e taxa nominal de juros

Fisher foi também um dos primeiros economistas a fazer a distinção entre taxas reais e taxas nominais de juros, visando deixar claro o que resultava da “ilusão monetária” e o que correspondia ao valor real efetivo do contrato. Para este propósito, apresentou a seguinte fórmula:

$$r = \frac{(1 + i)}{(1 + \text{inflação})} - 1$$

Onde: r = taxa real de juros

i = taxa nominal de juros

inflação = medida de aumento do nível de preços

Neste caso, caso a inflação seja de 7% e a taxa nominal de juros de 10%, a taxa real de juros será de 2,8%. No caso da inflação ser de 3% e a taxa nominal de juros de 5%, a taxa real de juros será de 1,94%.

### 3.5 Fisher e os Índices de Preços

A preocupação de Fisher com a estabilidade monetária e com os efeitos nocivos que a inflação e a deflação poderiam representar para devedores e credores e também para a produção e o emprego – ideias encampadas por Keynes ainda na década de 1920 – levou-o à construção de índices de preços para separar o que considerava “ilusão monetária” de valor “real”. Começou, com isso, a publicar um índice semanal do Poder Aquisitivo do Dinheiro e fundou uma empresa, o *Index Number Institute*, que fornecia índices de preços para publicação em vários jornais dos Estados Unidos (Nasar, 2013, p. 327; Fox, 2010, p. 19-45). Sua obsessão em neutralizar os efeitos da inflação e da deflação sobre a economia real levou-o a defender, desde a Primeira Grande Guerra, a

indexação dos contratos como solução prática para os problemas criados pela instabilidade e volatilidade da economia.

Seu trabalho mais importante neste campo, “*The making of index numbers: a study of their varieties, tests and reliability*”, foi publicado em 1922. Nele, Fisher propôs o que atualmente é conhecido como “Índice de Fisher”, que é uma média dos Índices de *Laspeyres* e de *Paasche*, influente até os dias de hoje na economia.

Esta atividade abriu novas portas para fortalecer sua situação financeira. Mas foi sua invenção de 1913, a de um sistema de arquivos em cartões para ajudá-lo no monitoramento de seus empreendimentos e de suas atividades, chamado de *Rolodex*, que o levou a montar uma pequena fábrica para sua exploração e comercialização, a *Index Visible*, a principal responsável por garantir sua realização financeira com a qual sonhava desde os tempos de Peace Dale de tornar-se milionário (Nasar, 2012, p. 325; Fox, 2010, p. 19-45). Em 1925 vendeu-a ao fabricante de equipamentos de escritório *Kardex Rand*, que se uniu à *Remington*, dando origem a *Remington Rand*. Seu pagamento foi feito na forma de ações e warrants (opção para comprar ações a um preço estabelecido) da nova empresa da qual ele se tornou membro do Conselho de Administração (Fox, idem). Por acreditar no sucesso do novo empreendimento fez empréstimos para comprar mais ações da empresa e ganhou, por algum tempo, muito dinheiro, satisfazendo (Fox, idem), como nota Nasar (2012, o. 326-7) seu desejo reprimido de um dia “igualar-se à sua esposa, em termos financeiros”. Em 1929, no entanto, este império financeiro desmoronou.

#### 4. 1929: de volta ao inferno

Poucos dias antes do crash de outubro de 1929, Fisher se mantinha otimista em relação ao desempenho da economia e do mercado de ações. No dia 15 de outubro, fez um pronunciamento histórico sobre o quadro econômico e afirmou: “Espero ver o mercado de valores bem mais alto do que está hoje, dentro de poucos meses” (Fisher *apud* Galbraith, 1972, p.133). E, ainda, “que as ações atingiram aquilo que parece ser um patamar estável e *permanentemente* alto” (Fisher *apud* Fox, 2010, p. 43), a frase que se encontra em todos os trabalhos que tratam deste tema. No dia 21, mesmo com o mercado em baixa, declararia que se tratava apenas de “um transbordamento da horda lunática” e que os preços das ações durante o boom não haviam alcançado o seu valor real e que subiriam mais (*apud* Galbraith, p. 136). No dia 23, véspera do primeiro grande pânico na bolsa de valores (a quinta-feira negra), já não se mostrava tão otimista,

mas ainda afirmaria, numa reunião de banqueiros, que “os valores dos títulos *em muitos casos* não estavam inflacionados” (idem, p. 137). Na terça-feira seguinte, dia 29, o mercado acabou de desabar e abriu as portas para a maior recessão da história do capitalismo que atravessaria toda a década de 1930.

Apesar da dimensão dos estragos provocados pela crise, Fisher continuou insistindo em defender suas posições nada realistas. Acreditando na “virada” da economia e convicto de que os preços das ações eram justificados, manteve sua carteira composta predominante por ações da *Remington Rand*, cujos preços desabaram de 58 dólares em 1928 e 1929 para 28 dólares em 1930 e apenas um dólar em 1933, causando sua ruína financeira (Fox, 2010, p. 19-45). Academicamente, escreveu um ensaio no final de 1929, “O craque da Bolsa de Valores – o que vem depois”, em que reafirmava suas posições mais otimistas e previa um futuro brilhante para a economia e o mercado acionário (Galbraith, 1972, p. 187). Acabou se dando mal como investidor e economista neste episódio.

Sua ruína financeira acabou levando-o a ter de contrair um empréstimo de sua cunhada Caroline Hazard (de volta à dependência financeira da família de sua mulher), que depois, no testamento, perdoaria sua dívida (Fox, idem, p. 19-45). Teve também de vender sua casa de New Haven para a Universidade de Yale, com a condição de que ele e a mulher pudessem continuar nela morando até sua morte (Fox, idem).

Como economista terminou desacreditado não somente pelas suas previsões de 1928-1929, mas também pela insistência nos anos seguintes de continuar atribuindo a um momento de pânico aquela situação de crise, que acreditava ser rapidamente revertida, já que a economia contava com “fundamentos sólidos”, posição que só começou a rever a partir de 1933, quando se voltou para entender o que de fato acontecera.

Não é tarefa fácil entender por que Fisher, o economista mais brilhante dos Estados Unidos naquela época, errou feio nas suas análises. De acordo com Fox (2010, p. 19-45), ele reconheceria, em 1932, duas falhas em seu raciocínio: a primeira, em acreditar que o FED faria o possível para evitar que os preços caíssem, revertendo a deflação e impedindo a recessão, e que os bancos quebrassem, o que não ocorreu. Fisher que se mostrava bastante otimista com o papel do Banco Central na administração da moeda e na “dança do dólar”, desde a sua criação em 1913, deve ter se surpreendido com o fato de o banco ter adotado, nesta época, exatamente uma posição contrária, elevando os juros e deixando os bancos irem à falência; a segunda, de que não havia

percebido o elevado nível de endividamento dos americanos, o que impossibilitou os devedores de honrarem suas dívidas diante da deflação. Estes temas serão retomados em seu clássico trabalho de 1933 em que procura elaborar uma teoria para explicar a crise daquele período.

Já como investidor, Fisher, que recomendava a diversificação da carteira de ações como forma de minimização do risco e também por acreditar que essa fórmula, se seguida, manteria aquecido o mercado acionário, pois os investidores se sentiriam mais estimulados a arriscar, mantendo o preço das ações em elevação, seguia trilha oposta: sua carteira, como já apontado, compunha-se predominante de ações da *Remington Rand*, cujos preços, ao desabarem, levaram-no à ruína financeira e de volta ao inferno do qual escapara nos primeiros anos do século XX.

### **5. A redenção intelectual ignorada: o trabalho de 1933 sobre a teoria da deflação da dívida**

Após o crash e sua ruína financeira, Fisher elaborou e publicou, em 1933, o livro “*Debt-deflation theory of great depression*”, onde fez uma revisão de suas convicções sobre o funcionamento do sistema econômico e de sua visão sobre a natureza da crise instalada na economia. Sua teoria que, ao fim e ao cabo, atribuiu à instabilidade econômica e ao estouro da bolha especulativa - questões que desagradaram o pensamento econômico ortodoxo, o FED e Wall Street por seu envolvimento e responsabilidade naquela situação - não mereceu, à época, a devida consideração, mesmo por ele se encontrar desacreditado por suas opiniões econômicas sobre a crise.

No trabalho, Fisher começa colocando em questionamento a questão do equilíbrio econômico, tão cara ao pensamento neoclássico, num quadro de instabilidade, e a influência sobre ele exercida pelos “ciclos dos negócios”: “o equilíbrio exato [...] raramente é alcançado e nunca é mantido por muito tempo. Novas perturbações, humanamente falando, vão certamente ocorrer, de modo que, na vida real, qualquer variável está quase sempre acima ou abaixo do equilíbrio ideal” (Fisher *apud* Roubini, 2008).

E admite que pode haver ou mesmo que deve haver na maior parte do tempo “[...] sobre ou subprodução; sobre ou subconsumo; sobre ou subdespesa; sobre ou subpoupança; sobre ou subinvestimento; e sobre ou sub tudo o mais”. E que “[...] é absurdo assumir que, durante qualquer longo período de tempo, as variáveis na organização econômica, ou em qualquer dela, ‘permanecerão colocadas’ em equilíbrio

perfeito, assim como assumir que o Oceano Atlântico pode, alguma vez, estar sem uma única onda” (Fisher *apud* Roubini, 2008).

Fisher não se contenta em colocar claramente em xeque o equilíbrio dos mercados, mas avança para identificar as causas que provocam – ou que dão início aos desequilíbrios: para ele, mesmo que cada um destes fatores – sobre ou sub alguma coisa – se torne ostensivo nos booms e depressões, eles são sempre subordinados (ou consequência) de outros dois fatores dominantes: *o excesso de endividamento e a deflação de preços dos ativos e dos bens* que conduz a uma insuficiência crônica da demanda, o problema real enfrentado pela economia norte-americana na crise de 1930. Mas como se chega a essa situação?

Fisher descreve um conjunto de fatores (nove, mais precisamente) que, ao se interagirem, em condições de excesso de endividamento (devido ao excesso de crédito), termina conduzindo, em cadeia, a economia a uma situação de deflação/depressão: 1) a liquidação das dívidas e a venda forçada de ativos; 2) a contração da oferta de moeda devido ao pagamento dos empréstimos bancários e a consequente redução da velocidade de circulação da moeda; 3) a queda nos preços dos bens e ativos dado o enfraquecimento da demanda; 4) a queda no patrimônio líquido das empresas, precipitando falências; 5) o declínio nos lucros das empresas; 6) como consequência, a redução da produção, do comércio e do emprego; 7) o avanço do pessimismo e a perda de confiança no futuro da economia pelos agentes econômicos; 8) o aumento do entesouramento resultante desta perda de confiança e a redução, ainda maior, da velocidade de circulação da moeda; e 9) a queda das taxas de juros nominais, acompanhada de aumento das taxas de juros reais (Roubini, 2008; Farhi, 2012).

Na origem da crise, portanto, estaria o dinheiro fácil, o excesso de crédito que leva ao sobre-endividamento, alimentando a especulação e a bolha de ativos, a qual, em algum momento, pode estourar dando início à crise. Tal excesso de endividamento tende a ocorrer em conjunturas favoráveis provocadas pela ampliação das oportunidades de investir, pelas maiores perspectivas de ganhos com dividendos e rendimentos das empresas, por expectativas positivas dos agentes econômicos sobre a continuidade deste processo e pela especulação. Nestes contextos, as perturbações se tornam inevitáveis e o excesso de endividamento a causa primária que conduz à crise, à deflação e à recessão/depressão.

Quando isso ocorre, a “espiral deflacionária” que conduz à depressão só pode ser revertida de duas maneiras, de acordo com Fisher: 1) pela saída “natural”, adotando a

postura do *laissez faire* de nada fazer, o que significa deixar o barco correr, a depressão se aprofundar, bancos e empresas falirem, até o momento em que o mercado, “saneado”, crie, ele próprio, as condições para uma nova recuperação econômica. Mas isto implicará conviver com elevados níveis de desemprego, caos político e sérios conflitos sociais; a segunda, pela intervenção do governo, por meio de medidas monetárias (injeção de liquidez, ajustes nas taxas de juros, expansão dos meios de pagamento etc.) e, mais modernamente, de implementação de políticas fiscais expansionistas, tudo com o objetivo de *reinflacionar* os preços para reequilibrá-los com o valor das dívidas contraídas pelos devedores, garantindo-se, com isso, sua deflação e a possibilidade de seu pagamento. Política que, no entanto, se for mantida por tempo prolongado – e isto não se encontra claramente no trabalho de Fisher – pode gerar um problema talvez até maior do que o que se procurou resolver, transferindo o excesso de endividamento para os governos, como ocorreu na crise do subprime nos Estados Unidos e no restante do mundo.

Ao expor as falhas sistêmicas do organismo econômico e as dificuldades para este repousar no leito até então considerado “natural” do equilíbrio econômico, decorrentes dos “ciclos dos negócios”, Fisher, desacreditado, teve este seu trabalho sobre a natureza da crise de 1930 ignorado pela academia. Ao apontar a especulação como um dos motores da instabilidade e colocar em questionamento a “eficiência dos mercados”, a crítica dos jogadores do mercado de ações e dos economistas financistas de Wall Street. Ao apontar as “falhas” do FED no controle da liquidez e na intervenção da crise, o silêncio dos gestores de política econômica. Os desdobramentos da crise de 1930 confirmariam, contudo, muito de suas ideias e estas terminariam contribuindo com as teorias posteriormente surgidas sobre as causas da instabilidade financeira macroeconômica.

Na crise do *subprime* de 2007/2009, em que o excessivo crédito concedido ao setor imobiliário – o setor que mantém uma relação mais estreita e direta com os financiamentos bancários, estando, portanto, mais sujeito a naufragar em termos de solvência ante as primeiras dificuldades – este teria representado o estopim que a detonou, lançando a economia mundial numa deflação dos preços dos ativos e a uma recessão com ameaças de se caminhar em direção a uma deflação de preços dos bens, confirmando a teoria de Fisher. A reação dos governos, em geral, aos seus efeitos, injetando liquidez na economia, reduzindo as taxas de juros e implementando políticas fiscais expansionistas para barrar a deflação de preços dos bens e a ameaça de uma

depressão mostraria, por outro lado, o uso de alguns antídotos por ele recomendados para o enfrentamento desta situação. Ainda que 80 anos depois, o reconhecimento de que suas ideias sobre as crises desta natureza podem ser úteis para combatê-las.

## 6. Bibliografia

Farhi, Maryse. **A crise e os dilemas da política econômica**. São Paulo: V Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 2012.

Fisher, Irving. **A teoria do juro; determinada pela impaciência de gastar a renda e pela oportunidade de investi-la**. São Paulo: Abril Cultural, 1984 (Os economistas).

Galbraith, John Kenneth. **O colapso da bolsa, 1929**. Rio de Janeiro: Editora Expressão e Cultura, 1972.

Fox, Justin. **O mito dos mercados racionais; uma história do risco, recompensa e decepção em Wall Street**. Rio de Janeiro: BestSeller, 2010.

Lopes, João & Rossetti, José. **Economia monetária**. São Paulo: Atlas, 1998.

Napoleoni, Cláudio. **O pensamento econômico do século XX**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1979.

Nasar, Sílvia. **A imaginação econômica: gênios que criaram a economia moderna e mudaram a história**. São Paulo: Companhia das Letras, 2012.

Roubini, Nouriel. **A teoria da dívida-deflação de Fisher acerca da Grande Depressão e uma possível revisão**. Nova Iorque, julho de 2008. Disponível no site: <http://resistir.infor/>.