

# **Os ECONOMISTAS**

# **JOHN MAYNARD KEYNES**

## **A TEORIA GERAL DO EMPREGO, DO JURO E DA MOEDA**

*Apresentação de Adroaldo Moura da Silva*

*Tradução de Mário R. da Cruz*

*Revisão técnica de Cláudio Roberto Contador*

*Tradução dos Prefácios de Paulo de Almeida*

Fundador  
VICTOR CIVITA  
(1907 - 1990)



Editora Nova Cultural Ltda.

Copyright © desta edição 1996, Círculo do Livro Ltda.

Rua Paes Leme, 524 - 10º andar  
CEP 05424-010 - São Paulo - SP.

Título original:  
*The General Theory of Employment, Interest and Money*  
© Royal Economic Society, 1973.

Textos originalmente publicados no Reino Unido por  
Macmillan Press Ltd., Londres.

Textos publicados sob licença de Macmillan Press Ltd., Londres,  
e Editora Atlas S.A., São Paulo  
(*A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*).

Tradução do texto de *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* publicada sob licença da Editora Atlas S.A., São Paulo.

Direitos exclusivos sobre a Apresentação de Adroaldo Moura da  
Silva, Editora Nova Cultural Ltda., São Paulo.

Direitos exclusivos sobre a tradução dos Prefácios de  
*A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*,  
Nova Cultural Ltda., São Paulo.

Impressão e acabamento:  
DONNELLEY COCHRANE GRÁFICA E EDITORA BRASIL LTDA.  
DIVISÃO CÍRCULO - FONE: (55 11) 4191-4633

ISBN 85-351-0917-X

# APRESENTAÇÃO

## Keynes e a Teoria Geral

### I

John Maynard Keynes nasceu em Cambridge em junho de 1883 e faleceu em Sussex em abril de 1946. Sua vida é marcada por desempenho excepcional em inúmeras áreas da atividade humana: homem de negócios e diretor de Companhias de Seguro e Investimento, com o que terminou por acumular expressiva riqueza pessoal;<sup>1</sup> funcionário público por dois anos a partir de 1906, assessor influente do Tesouro Britânico e finalmente diretor do Banco da Inglaterra, o Banco Central Inglês, a partir de 1942;<sup>2</sup> protetor das artes, produtor teatral, editor e colecionador de livros raros;<sup>3</sup> articulista da imprensa diária e co-proprietário de um semanário londrino através do qual participou da campanha política de 1929 em defesa do Partido Liberal, com o qual manteve permanente associação informal ao longo de sua vida;<sup>4</sup>

- 1 Já em 1921 Keynes era *chairman* da National Mutual Insurance Company e posteriormente foi também diretor da Independent Investment Co. e da Provincial Insurance Company.
- 2 Keynes teve destacado papel em negociações internacionais como representante do governo inglês: primeiro, no Tratado de Paz em Versalhes em 1918 e, segundo, durante a Segunda Guerra Mundial, particularmente no que respeita à reorganização financeira da economia mundial. Em verdade a organização do Fundo Monetário Internacional muito deve ao gênio financeiro de Keynes.
- 3 Esta atividade foi facilitada pela dupla associação que Keynes manteve ao largo de sua vida: de um lado, o acesso às fontes de financiamento que seu papel junto ao Governo lhe proporcionava; de outro, a sua intimidade com Duncan Grant, Vanessa Bell, e outros intelectuais do "Bloomsbury Group" e seu casamento com Lydia Lopokova, bailarina russa. Por conta dessa feliz associação e por ela motivado Keynes terminou desempenhando importante papel de administrador financeiro em prol do balé através da Camargo Society, do Vic-Wells Ballet e da Rambert Ballet, empreendimentos que se beneficiaram do gênio financeiro de Keynes. Foi mais: conselheiro da "National Gallery" e do "Council for the Encouragement of Music and the Arts". Deve-se registrar que Keynes construiu um teatro em Cambridge com seus próprios recursos. Depois de sua morte, esse teatro passou ao patrimônio da cidade.
- 4 Keynes foi diretor e por vezes editorialista do jornal semanal *Nation and Athenoem* e também do *New Statesman and Nation*, além de contribuir com artigos frequentes para os mais conhecidos diários de Londres. Editor do *Economic Journal*.

professor de Economia e administrador na Universidade de Cambridge.<sup>5</sup> Contudo, acima e além de tudo, Keynes foi economista e autor de uma fecunda e, provavelmente, a mais influente obra em teoria econômica no século XX, onde merece destaque *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, ora publicada pela Abril Cultural.

Keynes desde cedo desfrutou da melhor educação, formal e informal, que a Inglaterra vitoriana oferecia às suas mais ilustres famílias. Educou-se em Cambridge, cidade onde sua mãe, Florence, exerceu inúmeros cargos públicos, inclusive o de Prefeito, e na Universidade, onde seu pai, John Neville, destacou-se como professor e administrador. Ao longo de sua educação Keynes dedicou-se ao estudo da Matemática, Filosofia e Humanidades. À Economia, só se voltaria após a conclusão do ensino formal. Sua atuação mais destacada enquanto estudante ocorre por conta de sua participação em debates, atividades políticas não-partidárias e, particularmente, numa sociedade secreta fundada em 1820, os “Apóstolos”, que então reunia um amplo grupo de futuras personalidades, a exemplo de Bertrand Russell, Desmond MacCarthy, Lytton Strachey, Leonard Woolf, Clive Bell e outros.

Os vínculos de amizade com esse grupo tiveram marcada influência na vida de Keynes. Em particular pelas mãos de Lytton Strachey, Leonard Woolf, Clive Bell, Duncan Grant e Thoby Stephen, Keynes se associou às irmãs Stephen, irmãs de Thoby, Vanessa Bell (casada com Clive) e Virginia Woolf (casada com Leonard) e constituíram o que viria a ser conhecido como o “Bloomsbury Group”, em Londres. Intelectuais de sucesso, tinham como marca de seu comportamento social a irreverência. Cultivavam o ideal libertário, a busca da “verdade”, lutavam pela ampliação do papel da mulher na sociedade, pela desinibição sexual e contestavam os valores morais herdados da sociedade vitoriana.<sup>6</sup>

Por conta dessa multifacetada experiência, Keynes era um homem polêmico, e, para não poucos, arrogante.<sup>7</sup> A sua atuação pública, no entanto, viveu dividida entre o apego e a crítica à herança cultural

5 A atividade docente de Keynes foi intensa entre 1908 e 1915, quando se afastou para trabalhar no Tesouro. Voltando à Universidade a partir de 1919, sua carga didática daí para frente se reduz dramaticamente: ministra algumas conferências por ano e dirige a distância um Seminário. Vive a partir de então em Londres e passa os fins de semana, inclusive a 2ª feira, em Cambridge. No entanto, começa a ter crescente influência na administração dos recursos financeiros da Universidade.

6 O comportamento socialmente agressivo dos membros do Grupo é bem conhecido. Para uma breve história do Grupo o leitor interessado deve consultar Edel (1979). Até seu casamento com Lydia em 1925, Keynes manteve estreito contato com o Grupo, particularmente com Strachey, Duncan Grant e Vanessa Bell. De início o Grupo reagiu friamente à esposa de Keynes. Depois passaram a se reunir no que eles chamaram de “Clube da Memória”. Uma importante contribuição de Keynes a este clube está publicada no volume X das obras completas de Keynes e recebeu o título de *My Early Beliefs*.

7 O perfil arrogante de Keynes é destacado, por exemplo, por Harry Johnson em *Milo Keynes* (1977). Johnson “acusa”: “Keynes era um oportunista e um operador”.

vitoriana. No convívio exigido pelas suas funções de influente membro do governo, não ficou imune aos valores da classe dirigente inglesa: colonialista e angustiado com a contínua perda de prestígio econômico e político da Inglaterra, que se seguiu à Primeira Guerra Mundial. De outro lado, a solidariedade que dedicou ao longo de sua vida aos amigos de adolescência possibilitou-lhe cultivar e aprender a conviver com o “novo”, representado pelo comportamento socialmente agressivo de seus amigos, vanguarda intelectual e liberal da cosmopolitana Londres de então.<sup>8</sup>

Keynes deixa a Universidade e ingressa no funcionalismo público em 1906. Aí não encontra ambiente propício ao desenvolvimento de sua irrequieta personalidade. Passa a trabalhar em sua dissertação com o propósito de voltar à vida acadêmica. Seu interesse então se concentra nos fundamentos filosóficos da Probabilidade. Em 1908 a submete a Cambridge, não sendo aceita. É então que ingressa definitivamente no estudo da Economia. A convite de Marshall e Pigou, e sem vínculo formal com a Universidade, volta a Cambridge para ministrar essa disciplina, que até então fora o trabalho de Marshall e que nesse mesmo ano se aposentava. Em Cambridge volta a trabalhar em sua dissertação sobre a Teoria da Probabilidade, enquanto estuda e ensina Economia. Sua dissertação é então aceita, e assume formalmente as funções de docente da Universidade. De 1908 a 1915 dedica-se intensamente ao ensino e se familiariza com o universo do saber econômico da ortodoxia, como representada por Pigou, Marshall, Stuart Mill, Ricardo e Smith. Desde então concebe a Economia como uma “ciência moral”, valorizando a intuição em contraste à razão na escolha dos modelos relevantes e cultivando o espírito de controvérsia, umbilicalmente associado à política econômica.<sup>9</sup> Seus escritos, nesse período, são esparsos e de pouca significação profissional. É dessa fase seu livro *Indian Currency and Finance* (1913).

8 Algumas ilustrações deste comportamento: durante a primeira guerra Keynes trabalhava no Tesouro. De outro lado, seus amigos Strachey, Duncan Grant, Russell e outros eram pacifistas, recusando-se a atender o comando de alistamento militar compulsório exigido a partir de 1916, e criticavam Keynes por servir ao Governo durante a Guerra. Keynes então decide apresentar suas “objeções de consciência” ao alistamento junto a um Tribunal, em solidariedade e para atestar a legitimidade da demanda de seus amigos. Finalmente se coloca contra a política oficial. Em 1919 sai do Tesouro e publica uma devastadora crítica ao Tratado de Paz: *Economic Consequences of the Peace*. Da mesma forma Keynes evidencia, em sua obra escrita, uma relação de amor e ódio a seus pares de Cambridge, defensores da ortodoxia econômica. Aí as maiores vítimas são Pigou e Robertson.

9 Em 1934 Keynes escreve: “Em Economia não se pode condenar o oponente pelo erro; só se pode convencê-lo a aceitar o mesmo. E mesmo que se tenha razão, não é possível persuadi-lo quando existe falha na sua própria capacidade de persuasão ou de exposição, ou se a cabeça dele estiver já tão repleta de noções contrárias que isso não lhe permita mais captar a chave do raciocínio que se lhe tenta fornecer”. Cit. em Moggridge (1976), p. 29. Esta posição contrasta fortemente com a posição de Robbins, autor do então influente texto *The Nature and Significance of Economic Science*. Ao contrário de Robbins, para Keynes Economia é uma “ciência moral” e não se confunde com “*natural science*. Isso porque ela trata de motivos, expectativas, dúvidas psicológicas”.

Em 1915 volta ao Tesouro e aí permanece até 1919. Na qualidade de representante do Tesouro junto à Conferência de Paz, em Paris, critica a posição dos aliados, deixa o posto e volta à Universidade. Publica então *The Economic Consequences of the Peace* em dezembro de 1919. É a súbita notoriedade, dentro e fora da Inglaterra. A controvérsia que desencadeia diz mais respeito às críticas às personalidades de Clemenceau, Wilson e Lloyd George do que às críticas econômicas ao Tratado. Já uma personalidade, Keynes dedica-se intensivamente ao debate sobre a política econômica vigente e reduz sua participação na Universidade a algumas conferências anuais e à orientação acadêmica de um grupo de jovens economistas, que se agregaram no “Clube de Economia Política” fundado por Keynes.<sup>10</sup>

Tem aí início uma nova fase na vida de Keynes. É o grande momento do “Keynes homem de negócios, jornalista e autor de sucesso público”. Uma boa amostra de seus trabalhos de então está reunida em *Essays in Persuasion*, publicado em 1931.<sup>11</sup> Seu mais importante trabalho acadêmico desse período, *Tract on Monetary Reform* (1923), em nada antecipa o Keynes da *Teoria Geral*. Sua preocupação se concentra em temas da economia ortodoxa: estabilidade de preços, política cambial e moeda. A questão do desemprego é tratada em seus escritos de divulgação, mas não é elaborada como uma questão analítica e da teoria econômica. Era, em suma, um bom discípulo de Marshall: aplica a teoria econômica ortodoxa aos problemas da época com competência, mas, em nível teórico, não vai além do mestre. O combate ao desemprego mediante a ampliação de obras públicas só aparece de forma sistemática a partir de 1929 no panfleto “Can Lloyd George do it?”, escrito com Hubert Honderson. E isso em nada o diferencia de Pigou ou Viner e muitos outros economistas ortodoxos, que também advogaram programas de obras públicas como forma de enfrentar o desemprego.

Segundo seus mais autorizados biógrafos — E. A. G. Robinson, R. Harrod e D. Moggridge —, a partir de 1925 tem início o período de transição que culminará com a *Teoria Geral*. O início dessa fase coincide com dois eventos importantes na vida de Keynes. O primeiro, em nível pessoal: depois de alguns anos de relação íntima, casa-se com Lydia e começa a se distanciar um pouco do “Bloomsbury Group”. Passa a ter uma vida pessoal mais organizada. O segundo, em nível acadêmico,

10 A partir de então, nos informa E. A. G. Robinson, Keynes passa os sábados, domingos e segundas-feiras em Cambridge, quando cuida de afazeres administrativos na Universidade e interage com seus discípulos. Dá poucas *lectures* e se dedica, a partir de Londres, ao debate sobre política econômica da época e a seus múltiplos negócios.

11 Entre outras coisas estão aí reunidos os seguintes artigos: “Economic Consequences of Mr. Churchill” (1925), uma crítica à política cambial de volta ao padrão ouro; “The End of Laissez-Faire” (1925), uma nota sobre os fundamentos do liberalismo e crítica ao “liberalismo primitivo” da mão-invisível; “Can Lloyd George do it?”.

é a interação intensa com Denis Robertson enquanto este preparava para publicação o seu *Banking Policy and the Price Level* (1926), que contém o germe analítico que conduzirá Keynes ao *Treatise on Money* e depois à *Teoria Geral*: a separação dos atos de poupar e investir e sua inter-relação com a teoria monetária na explicação das flutuações econômicas.<sup>12</sup> Nesse mesmo ano dá início ao trabalho que terminaria na publicação de *A Treatise on Money* em 1930.

Por certo, como um homem prático e intuitivo, Keynes também tem sua curiosidade intelectual aguçada pelos eventos econômicos da época. Na década de 20, a economia inglesa atravessa sucessivas crises que culminam na grande Depressão dos anos 30. Em 1932, por exemplo, se observa desemprego em massa nas principais economias capitalistas. Nessa mesma data, a produção industrial americana correspondia a 58%, a alemã a 65% e a inglesa a 90% da verificada em 1913.

Diante dessa realidade, Keynes intuitivamente começa a se afastar da ortodoxia como representada pela “Lei de Say”. De acordo com essa “Lei”, não poderia ocorrer “escassez de poder de compra” no sistema econômico, primeiramente porque o processo de produção capitalista é também o de geração de renda (salário, lucros, aluguéis etc.) e, portanto, de criação da fonte de financiamento da demanda; e, segundo, porque dada a existência dos mecanismos automáticos dos mercados livres, os movimentos corretivos e espontâneos de salários, preços e juros garantiriam que os níveis de demanda não ficassem permanentemente aquém dos níveis de produção de pleno emprego.

Da crítica à “Lei de Say” Keynes caminha em busca de uma explicação analítica para o desemprego e tenta dar fundamento teórico às sugestões de intervenção estatal como geradora de demanda para garantir níveis elevados do emprego. É importante notar que inúmeros economistas de orientação ortodoxa também advogaram gastos públicos para combater o desemprego, a exemplo de Pigou e Robertson. A crítica de Keynes se concentra na inconsistência entre os fundamentos teóricos desses autores, de um lado, e suas recomendações práticas, de outro.<sup>13</sup>

A sua primeira tentativa de superar a teoria clássica resulta na publicação de *A Treatise on Money* em 1930. Infelizmente foi uma tentativa frustrada. Ainda que não tenha encontrado uma explicação analítica para o problema do desemprego, nesse livro Keynes reafirma

12 Harrod escreve que os amigos de Bloomsbury, depois do casamento de Keynes, “...haviam se tornado um magnífico passatempo ao invés de constituírem a razão principal de sua vida”. Tanto Harrod como Austin Robinson vêm em seu casamento com Lydia um importante marco na vida de Keynes no que respeita à reorganização de sua vida pessoal e profissional.

13 Uma ilustração deste ponto nos é oferecida num comentário de Keynes quanto ao livro de Pigou: “Como no caso de Dennis, (Robertson)... Por que insistem em manter teorias que não servem de base para suas próprias conclusões práticas?” Citado em Moggridge (1976), p. 25.



seu prestígio profissional como conhecedor dos intrincados problemas monetários da economia capitalista. Não faltaram críticas, também. Hayek e Robertson, em particular, apontaram um grave equívoco no que Keynes pretendia ser a base do livro. Este, seguindo as idéias de Robertson, pretendia explicar as flutuações de preço e produção a partir dos desequilíbrios entre investimento e poupança. Tanto Hayek quanto Robertson detectaram uma inconsistência entre a explicação dessa relação e a equação escrita por Keynes no corpo do livro. Também os discípulos de Keynes em Cambridge (Joan e Austin Robinson, Richard Kahn, James Mead, Piero Sraffa e outros) anotaram várias críticas ao seu trabalho. A mais severa dizia respeito ao fato de que Keynes havia desenvolvido uma teoria de flutuações de nível geral de preços que pressupunha, a exemplo dos clássicos, a hipótese de produto constante em nível de pleno emprego. Ou seja, não explicava o que se propunha explicar: as flutuações de emprego e produção.

Essas avaliações críticas imediatamente induzem Keynes a tentar uma nova explicação. Do trabalho que se segue entre 1930 e 1935, resulta a publicação da *Teoria Geral* em 1936. De imediato se estabeleceu uma ampla controvérsia entre Keynes e seus discípulos, de um lado, e Pigou, Hayek, Robertson, Hawtrey e outros, de outro. O debate entre convertidos e não-convertidos também empolga imediatamente os economistas do outro lado do Atlântico.<sup>14</sup> Samuelson expressa com elegância o significado da obra, naqueles negros dias de recessão: "Para o estudante moderno é totalmente impossível entender o pleno efeito do que foi convenientemente denominado 'A Revolução keynesiana', sobre aqueles que, como nós, foram educados dentro da tradição ortodoxa. O que para os novatos de hoje é visto com freqüência como trivial é óbvio, era para nós então enigmático, novo e herético... *The General Theory* atingiu a maioria dos economistas em idade abaixo dos trinta e cinco anos e fê-lo com a inesperada virulência de uma doença que pela primeira vez ataca e dizima uma tribo isolada dos mares do sul."<sup>15</sup>

- 14 O livro de imediato recebeu inúmeras críticas e elogios dos melhores economistas da época. Dentre as críticas merecem destaque os comentários de Pigou, Viner, Robertson, Hayek e Hawtrey. De certa forma Keynes recebeu com altivez essa avalanche crítica. A exceção ocorre no caso de Robertson. Seu ex-aluno e amigo, Keynes nutria profundo respeito pelo trabalho de Robertson e nele reconhecia o germe de sua própria teoria. Ficou profundamente decepcionado com as críticas de Robertson, tentou convencê-lo infrutiferamente e por fim rompeu rudemente sua relação com ele. Voltam a trabalhar juntos no Tesouro Britânico durante a Guerra, mas mesmo aí mantêm relações frias. Dentre os convertidos estão Harrod, Hicks, Meade, Abba Lerner, Hansen e outros.
- 15 As duas citações de Samuelson são extraídas do artigo "The General Theory", publicado em LEKACHMAN, R. (editor), *Keynes' General Theory*. A esse respeito é conveniente expressar a opinião de um dos mais ardentes adeptos de Keynes sobre a *Teoria Geral*: "...assim como a *Bíblia* e *Das Kapital*, ela é profundamente ambígua e, como no caso da *Bíblia* e de Marx, essa ambigüidade ajudou muito a conquistar adeptos... se houver um bom número de contradições e ambigüidades, como também existem na *Bíblia* e em Marx, o leitor sempre pode encontrar algo em que queira acreditar. Isso também serve para conquistar discípulos". Extraído de Galbraith, J. K. (1980), p. 214.

No entanto, o leitor deve ler atentamente o conselho de Samuelson sobre a *Teoria Geral*: “É um livro mal escrito e mal organizado... Não serve para uso em classe. É arrogante, mal-educado, polêmico e não muito generoso nos agradecimentos. É cheio de falácias e confusões: desemprego involuntário, unidades de salário, equivalência da poupança e do investimento, caráter intertemporal do multiplicador, interações da eficiência marginal sobre a taxa de juros, poupança forçada, taxas de juros específicas, e muitos outros... depois de entendida a sua análise, se mostra óbvia e ao mesmo tempo nova. Em resumo, é um trabalho de gênio”.

## II

Discutir as contribuições de um livro tão polêmico quanto a *Teoria Geral* talvez seja imprudência. Centenas de autores continuam a redescobrir uma “nova” e verdadeira teoria keynesiana a cada ano. O caráter polêmico do livro ainda hoje nutre inúmeras controvérsias. Creio, no entanto, que se possa explicitar de forma simples o conteúdo da mensagem de Keynes. Saiba o leitor, entretanto, que isso poderá despertar iras e amores nos mais insuspeitos escaninhos da profissão. Muitos se julgam isoladamente os verdadeiros cultores do Keynes da *Teoria Geral*.

Afinal, qual então a novidade?

A mensagem básica do livro está contida nas muitas vezes repetida proposição de que o sistema capitalista tem um caráter intrinsecamente instável. Ou seja, a operação da “mão invisível”, ao contrário do que ainda é sustentado por economistas de inclinação mais ortodoxa, não produz a harmonia apregoada entre o interesse egoístico dos agentes econômicos e o bem-estar global. Em busca de seu ganho máximo, o comportamento individual e racional dos agentes econômicos — produtores, consumidores e assalariados — pode gerar crises a despeito do bom funcionamento das poderosas forças automáticas dos mercados livres. E essas crises advêm de insuficiências de demanda efetiva. Nisso se aproxima, dentre outros, de Marx; deste, no entanto, se afasta radicalmente quanto ao método de análise e quanto ao futuro do sistema capitalista.<sup>16</sup>

Vejamos o que isto significa. para estudar flutuações nos níveis de produto e emprego, Keynes começa por explicitar as principais determinantes da Demanda e da Oferta Agregadas. Isso posto, afirma

16 Em verdade Keynes nutria profunda antipatia pelos analistas marxistas. Depois de uma breve viagem à Rússia em 1925 Keynes escreve: “Como posso aceitar uma doutrina que estabelece como sua Bíblia, acima e além da crítica, um livro-texto obsoleto de Economia que, pelo que sei, não é apenas cientificamente errôneo, mas igualmente sem interesse e aplicação no mundo moderno?” A referência é ao *Capital* de Karl Marx. Reproduzido de *Essays in Persuasion* (1931). Em outra instância se refere criticamente a um pequeno livro de Trotski. Veja *Essays in Biography* (1933).

que os níveis de produção e emprego são determinados pela igualdade entre oferta e demanda agregadas, sem a garantia de que todos aqueles que queiram trabalhar possam efetivamente encontrar emprego.

Onde reside o problema? Keynes centra sua discussão primordialmente nos determinantes da demanda agregada. A demanda agregada é então decomposta por bens de consumo e demanda por bens de investimento.

A demanda por bens de consumo depende primordialmente da renda corrente dos agentes econômicos e, secundariamente, da taxa de juros. Aqui sua inovação reside na hipótese de que o nível de consumo cresça menos que proporcionalmente com relação à renda corrente. Diz mais, que essa é uma relação estável. A demanda por bens de investimento, de outra parte, depende da expectativa de lucro futuro dos empresários, por ele cristalizada no conceito de eficiência marginal do capital, e da taxa de juros. Ora, como a demanda por bens de consumo guarda uma relação estável com a renda, segue-se que as flutuações da demanda agregada estão associadas aos movimentos do nível de investimento. Em crescimento, com expectativas otimistas de lucro futuro, os investimentos geram mais emprego, maior nível de produto e de renda e, portanto, maior nível de consumo e poupança. Em depressão, perspectivas pessimistas de lucro geram frustração de lucro da indústria de bens de capital, queda de emprego e de renda e, portanto, queda nos níveis de consumo e poupança.

Nas flutuações do nível de investimento reside, portanto, a chave da compreensão dos movimentos cíclicos do capitalismo. É importante compreender que em Keynes investimento significa aquisição de equipamentos do setor produtor de bens de capital, ampliação da capacidade produtiva e, finalmente, expansão da produção corrente de bens de capital. Não significa aquisição de bens físicos ou financeiros pré-existentes e não-reproduzíveis pelo sistema econômico, a exemplo de terra.

Então por que as decisões de investimento têm caráter instável? Nesta resposta reside a grande contribuição de Keynes à teoria econômica.

Para Keynes, em qualquer decisão de investimento, o capitalista se vê obrigado a antever a evolução futura e, portanto, incerta do mercado para o produto específico a ser gerado pela nova instalação industrial; da mesma forma, a taxa de salário que ele espera pagar para o trabalhador que irá operar as novas instalações e, finalmente, o preço e a disponibilidade da matéria-prima a ser transformada com o auxílio do novo equipamento. Inquietações sobre o comportamento futuro de uma ou do conjunto destas variáveis terminam por se constituir na fonte primária da instabilidade dos investimentos e, portanto, do nível de emprego. Em condições normais, o empresário estima a taxa de retorno de seu investimento (a eficiência marginal do capital) cotejando o lucro esperado, calculado a partir de sua visão sobre o comportamento das variáveis acima alinhadas, com o custo de aquisição

dos equipamentos necessários à implantação de suas decisões de investimento. Se essa taxa de retorno é maior que a taxa para a obtenção de fundos ou de aplicação de recursos no mercado financeiro — ou seja, a taxa de juros — então ele se sente motivado à realização desse investimento.

Dessa forma, a instabilidade do sistema capitalista tanto pode advir de flutuações nas expectativas empresariais quanto ao lucro futuro como do comportamento da taxa de juros.

É evidente que estas variáveis — as expectativas sobre lucro futuro e a taxa de juros — não são determinadas arbitrariamente. No lado das expectativas tem-se o que Keynes chama de *animal spirits* dos empresários, fundado na motivação básica do capitalismo: acumular, acumular e acumular. No entanto, aqui entram dois elementos fundamentais da teoria de Keynes para explicar como e por que a decisão de acumular pode ser postergada e assim engendrar crises. Primeiro, o fato elementar de que cada capitalista individualmente é prisioneiro de sua própria história. Ou seja, a decisão de expandir ou criar uma nova fábrica é também uma decisão de “sair” de um ativo de liquidez universal — a moeda ou o capital financeiro de mercado amplo — para “entrar” num ativo específico — a exemplo de uma fábrica de automóveis — cuja liquidez (venda do automóvel) depende de condições específicas do mercado de automóveis. Ora, como as máquinas de produzir automóveis só podem produzir isso (e não podem ser transformadas a custo zero em máquinas de produzir leite em pó), segue-se que a decisão de investir é também uma decisão de assumir o risco de “iliquidez” de um mercado específico. Embora a sociedade seja inexoravelmente vítima de algum investimento sem sucesso, o capitalista individual poderia escapar da iliquidez a um custo financeiro, se houvesse mercado organizado para fábricas ou se o mercado de ações fosse um barômetro seguro sobre a valorização dos equipamentos existentes e fosse amplo o suficiente para absorver a venda das ações do empreendimento.

Keynes é enfático, no entanto, ao afirmar que mercados futuros ou de ações não são mais eficientes do que o capitalista individual quanto a prever ocorrências futuras. Em casos de certos tipos de empreendimentos (investimentos de grande intensidade de capital e longa maturação ou de produtos novos) o tipo de risco envolvido não é suscetível de medidas e, portanto, não dá azo à formação de mercados futuros... É onde entra o *animal spirits* do empresário e a fonte eventual de instabilidade do capitalismo.

Segundo, Keynes elabora sobre o risco da iliquidez a partir da demanda de dinheiro. Este comanda um “prêmio” de liquidez sobre todas as demais mercadorias. Este prêmio de liquidez determina, por seu turno, a taxa de juros. Keynes, obviamente, pensa num sistema monetário estável e não sujeito a processos inflacionários crônicos.

Agora temos as duas peças básicas para melhor entender as flutuações do investimento e, portanto, da demanda agregada: a escolha intemporal entre reter ativos de liquidez universal (moeda), de um lado, e empreender a criação de ativos de liquidez específica (fábrica de automóveis), de outro.

A segunda lâmina da tesoura é a oferta agregada, ou as motivações empresariais para ampliar ou contrair a produção e o emprego correntes. O ponto de partida é a teoria de formação dos preços. Da expectativa de quanto será absorvido pelo mercado e dado o processo de barganha de fixação da taxa de salário nominal, assim como o estoque de capital e a tecnologia — portanto, a relação inversa entre nível de emprego e a produtividade do trabalho —, o empresário fixa tentativamente o preço com o qual espera vender o volume planejado de produto. Por resíduo, se realizada a venda esperada, ocorre o lucro. Isso define o volume planejado de vendas e, portanto, a Oferta Agregada. Aqui os elementos críticos são: o processo de barganha entre capitalistas e assalariados, o qual fixa a taxa de salário nominal, onde Keynes se distancia da orientação ortodoxa que vê esta taxa como resultado das forças automáticas dos mercados livres; e a produtividade do trabalho, no que Keynes segue a ortodoxia.

Isso posto, pode-se perguntar agora como esse sistema reage a um desequilíbrio qualquer. Em Keynes esses desequilíbrios quase sempre ocorrem através da eficiência marginal do capital. Suponha-se que ocorra uma queda na eficiência marginal do capital, por conta da antecipação firme de escassez aguda de uma matéria-prima básica, a exemplo do petróleo.<sup>17</sup> Ora, como num dado momento a estrutura de produção é um dado da história e é específica (fábricas para produzir automóveis, fábricas para produzir máquinas de produzir automóveis etc.), segue-se que a antevisão da escassez de petróleo representa um corte na demanda de máquinas para produzir automóveis. Este corte, por sua vez, provoca queda de emprego e, portanto, de renda (salários não mais pagos nesta indústria), a qual, por seu turno, provoca nova queda de demanda, desta vez no setor de bens de consumo.

Note-se que a queda inicial da demanda é ocasionada não por queda de renda corrente, mas sim por antecipação de um evento futuro. Então, o que fazer *hoje* com a renda, o lucro, e, portanto, com a poupança gerada no momento imediatamente anterior à queda do investimento? Não seria inevitável que essa renda se transformasse em demanda de outros bens, de consumo ou de investimento?

17 Keynes elabora sua teoria na hipótese simplificadora de que o processo de produção requer somente trabalho e equipamentos. Contudo, na ilustração do texto definimos a queda na eficiência marginal do capital a partir de uma matéria básica. A reconciliação disto, no entanto, é imediata. Basta se admitir uma relação de proporcionalidade entre matéria-prima e insumos de trabalho.

Na resposta a essas questões ocorre o rompimento de Keynes com os ensinamentos da Lei de Say. Para Keynes, a preferência pela liquidez ou pela manutenção de “ativos líquidos” (moeda em circunstâncias de queda de preços, como ocorreu na década dos 30, ou outros ativos com expectativa de rentabilidade real positiva em situações inflacionárias) pode, em circunstâncias como a anunciada, constituir-se numa alternativa vantajosa à demanda de novos equipamentos ou de bens de consumo. Segundo a Lei de Say, essa situação — com mercados livres — seria revertida pela queda da taxa de juros, de salários e de preços. Keynes então nos lembra que a queda da taxa de juros, ainda que importante para eventualmente recuperar o nível de investimentos, poderia não funcionar se a eficiência marginal do investimento caísse mais rapidamente que a taxa de juros. E essa queda poderia ser engendrada pela própria queda de salários e preços, a qual deprimiria mais ainda a eficiência marginal do capital. E este processo terminaria também por se constituir num desastre social, por promover ociosidade do equipamento instalado e desemprego. Isso representa uma severa crítica a um dos mitos sagrados da moral burguesa: não funciona, portanto, a convergência entre o interesse individual (no caso a preferência pela liquidez) e o coletivo (o máximo emprego possível da força de trabalho). E este conflito de interesses é produto do funcionamento dos mecanismos automáticos dos mercados livres.

Como escapar dessa armadilha recessiva? Como então evitar a “acumulação improdutiva” e gerar demanda efetiva?

Estava assim legitimada a ação do Estado como elemento integrante e indispensável ao bom funcionamento do sistema econômico capitalista. Ao Estado caberia, portanto, eliminar a carência de demanda efetiva em momentos de recessão e desemprego. Como? Fazendo déficit orçamentário e emitindo títulos para extrair a “renda não gasta” do setor privado e com ela garantir que as máquinas ociosas voltem a operar. E aqui mais dois mitos caem. Até então a poupança era encarada como um dos pilares da moral burguesa. Keynes vem e diz: a causa da depressão é a “poupança excessiva” em face da expectativa de lucro futuro num momento de elevada preferência pela liquidez. Crise, portanto, representa carência de investimento e ociosidade de máquinas e homens, e não, como apregoado, carência de poupança. Destroí também o mito de que a operação do Estado se deve pautar por grande austeridade financeira, não se gastando mais do que coleta em tributos. Mostra, assim, que em circunstâncias de desemprego o déficit fiscal é uma peça importante para o bom funcionamento do sistema econômico.

A respeito do déficit, é necessário fixar um ponto importante. Um déficit pode ocorrer tanto por aumento de despesas quanto por queda de tributos. Numa situação de depressão, no entanto, só o au-

mento de despesas garante o aumento da demanda efetiva; queda na tributação pode gerar, simplesmente, maior demanda de ativos líquidos.

Eis, portanto, os pilares teóricos que informaram a política econômica a partir de fins da década dos 30, a qual foi decisiva para a saída da Depressão e muito ajudou o crescimento sem precedentes do capitalismo industrial do pós-guerra.<sup>18</sup> A atividade econômica do Estado na geração de demanda efetiva é definitivamente incorporada à prática econômica do sistema capitalista para revigorá-lo. Na maior nação capitalista do mundo, os Estados Unidos da América do Norte, as compras de bens e serviços do *Governo Federal* passam de 2,5%, em 1929, para 10% do Produto Nacional Bruto em 1939.<sup>19</sup>

Antes de encerrar esta seção convém comentar dois aspectos controversos da teoria keynesiana: o funcionamento do mercado de trabalho e a interação do binômio poupança-investimento.

Do ponto de vista da política econômica, a teoria keynesiana privilegia as flutuações do nível de emprego e o controle da demanda efetiva. A teoria clássica privilegia a estabilidade de preços e o controle monetário. Vejamos este debate na perspectiva do mercado de trabalho.

Em Keynes, a ampliação da demanda efetiva objetiva ampliar o nível de emprego da força de trabalho até o ponto de pleno emprego. Para a ortodoxia, esta questão é irrelevante. Na medida em que, argumentam, o emprego global é o resultado espontâneo dos interesses dos agentes econômicos individuais operando em mercados livres, qualquer nível de desemprego duradouro só poderá ser voluntário. Se involuntário, só poderá ser temporário — produto de mudanças tecnológicas ou causadas pela impertinência dos sindicatos ou governos que impõem salários “irrealistas”, em desrespeito às forças automáticas e não discricionárias dos mercados livres. Neste caso, qualquer ação do Estado só promoverá a ampliação do papel do Estado em detrimento do setor privado, sem ampliar o nível de emprego. Keynes muda dramaticamente a questão. Primeiro, porque o processo de fixação do salário nominal termina por cristalizar em contratos critérios de equidade distributiva e eficiência econômica e, portanto, não se pauta *tão-somente* por eventuais excessos de demanda e/ou de oferta de mercado de trabalho; segundo, porque além do nível de salário real, o nível de emprego global é também determinado pelo nível de demanda efetiva. E mais, a definição da demanda agregada não é independente dos movimentos de salários e preços, e assim os movimentos de salário real e seus conseqüentes efeitos sobre a demanda agregada determinam *conjuntamente* o nível de emprego. Ou seja, é um equívoco se admitir que em Keynes um aumento de salário real via aumento de salário nominal

18 Naturalmente isso não deve minimizar os estímulos econômicos que vêm com a II Grande Guerra para a expansão da industrialização.

19 Os gastos do governo, em todos os níveis, passam de 10% em 1924 para 20% do PIB em 1939.

não cause desemprego. Para Keynes este aumento também causa um corte na demanda efetiva, ocasionada pela queda da liquidez real do sistema econômico, a qual é engendrada pela elevação do salário nominal. A posição de Keynes neste ponto é clara: se o salário nominal for excessivamente elevado, a estabilidade do sistema econômico será melhor preservada se o corte do salário real requerido para expandir o emprego for obtido pelo aumento de moeda e preços do que pela queda de salário nominal. Se tal objetivo for perseguido através da queda do salário nominal, o resultado final poderá ser *menos* e não mais emprego, porque o movimento baixista de salários pode engendrar expectativas depressivas na eficiência marginal do capital.

O binômio poupança-investimento tem sido objeto de inúmeras controvérsias. Para os clássicos, poupança e investimento se confundem não porque tenham identidade própria, mas sim porque a operação de taxa de juros é de tal ordem poderosa que a distinção perde razão de ser. Em Keynes, ao contrário, a distinção é magnificada exatamente porque a operação dos mecanismos de mercado via taxa de juros não tem essa força. Além de juros, a expectativa de lucro futuro gera investimento, e a renda corrente gera poupança. Portanto, a despeito da força equilibrante dos juros (sobre poupança e investimento) e de renda (sobre poupança) pode ocorrer uma inconsistência básica entre a eficiência marginal do capital e a taxa de juros, de forma a gerar queda de produto. É mais, em condições normais um aumento de investimento pode gerar poupança e maior nível de renda, enquanto um aumento de poupança em relação à renda corrente *não gera necessariamente* nem mais investimento nem aumento, mas sim queda do produto. Ou seja, poupança não gera investimento, mas investimento gera poupança. Melhor ainda, mais poupança só não gera recessão se, e somente se, o mecanismo da taxa de juros, complementado por outros mecanismos, também gerar igual aumento de investimento ou igual aumento de superávit comercial com o resto do mundo, ou igual ampliação do déficit do setor público, ou uma combinação destes três últimos elementos.<sup>20</sup> Portanto, numa situação de insolvência externa com déficit

20 Ao contrário do que muitos pensam, ampliar os níveis de poupança não aparece como uma proposta tola em Keynes. Diante de uma restrição básica, a exemplo de uma economia de guerra, o aumento da poupança é uma exigência das necessidades de financiamento da corrida bélica. Em 1940 Keynes publica o panfleto "How to pay for the War", que trata do problema de aumentar a poupança. Na teoria de Keynes, as inoportunidades de ampliação da poupança só ocorrem em momentos depressivos. No entanto, em circunstâncias de estrangulamento externo ou de economia de guerra, a sociedade não tem escolha a não ser aumentar a poupança doméstica. No caso de estrangulamento externo, isso só pode se materializar através da diminuição do déficit ou de aumento do saldo em contas correntes com o resto do mundo. De qualquer forma, numa economia monetária, para se chegar à poupança de recursos reais, o ponto de partida é a poupança financeira, ainda que esta não produza necessariamente aquela. Nesse caso, a frustração se daria pela incapacidade de ampliar as exportações. Se isto não puder ocorrer, a recessão seria inevitável. É este o significado do estrangulamento externo.



do setor público e com déficit nas trocas internacionais, só há uma forma possível de aumentar a poupança interna: ampliar o superávit nas trocas internacionais.

### III

É de justiça lembrar que a revolução keynesiana não foi produto tão somente do trabalho isolado do brilhante e genial John Maynard Keynes.

Em primeiro lugar, sua inspiração básica — a do papel de demanda efetiva no sistema econômico — tem longínquas e sólidas origens nos trabalhos de Malthus, Hobson, Marx e outros. Segundo, porque não seria exagero afirmar que a *Teoria Geral* muito reflete as idéias e críticas de um conjunto particularmente brilhante de discípulos de Keynes, a exemplo de Robertson, Joan Robinson, Austin Robinson, R. Kahn, James Meade e Roy Harrod, e outros. Com este grupo Keynes interagiu contínua e intensamente enquanto escrevia a *Teoria Geral*. Através de cartas, conversas e seminários, as primeiras provas da *Teoria Geral* foram discutidas, corrigidas e até reescritas por sugestões deste grupo. Terceiro, porque alguns princípios básicos da *Teoria Geral* foram também formulados independente e quase simultaneamente por outros economistas, sem no entanto obter a notoriedade do então já influente e brilhante economista inglês. Este é o caso de M. Kalecki, na Polônia — que tratou independentemente do princípio da demanda efetiva de forma muito semelhante a Keynes e Myrdall, e de outros discípulos de Wicksell na Suécia, que trataram também independentemente as questões do equilíbrio monetário, à semelhança do que fizera Keynes.<sup>21</sup> Quarto, porque o sucesso da obra em muito dependeu das extensões e controvérsias que ela permitiu, nas mãos de um brilhante grupo de economistas que, como Keynes, buscavam escapar dos ensinamentos da Lei de Say, tornados obsoletos pela crise da década dos 30. Além dos jovens economistas ingleses, a *Teoria Geral* encontra entusiasta acolhida nos Estados Unidos, nos escritos da década dos 30, 40 e 50, de Alvin Hansen, Paul Samuelson, John K. Galbraith, Laurence Klein e muitos outros.<sup>22</sup>

A *Teoria Geral* nascia assim com ingredientes de uma obra clássica: seu autor era uma personalidade importante, intuitiva, contro-

21 Austin Robinson — aluno, amigo, escudeiro e por fim um dos mais autorizados biógrafos de Keynes — afirma que da literatura econômica se pode destacar, além de Marshall, Robertson (1926) e Wicksell (1936), traduzido por sugestão de Keynes, como as fontes inspiradoras de Keynes para a elaboração da *Teoria Geral*.

22 Galbraith assim relata seu primeiro encontro com Keynes. Galbraith então era chefe do sistema de controle de preços: "Certo dia, ele (Keynes) apareceu, sem se anunciar na ante-sala de meu gabinete em Washington, para entregar um trabalho... O nome, disse-me ela (a secretária), era Kines. Eu dei uma olhada nos papéis e ali estava... J. M. Keynes... Foi como se São Pedro subitamente aparecesse a um pároco de aldeia". GALBRAITH (1980), p. 223.

versa e intelectualmente brilhante; seu sistema de análise criava um paradigma consistente e adequado ao combate a um dos mais angustiantes problemas de então: a recessão e o desemprego; seu tom polêmico e heterodoxo despertou entusiasmo num importante grupo de jovens economistas, os quais carregaram sua bandeira (os instrumentos de análise de Keynes), espalharam a “nova sabedoria” (através do ensino e da aplicação da teoria de Keynes para melhor compreensão de novos ou velhos problemas) e, a partir da *Teoria Geral*, superaram a análise original na área de Comércio Internacional (James Meade, L. Metzler, Joan Robinson, Samuelson e outros), de Teoria Monetária (Hicks, Samuelson, Modigliani, Kahn e outros), de Desenvolvimento Econômico (Harrod, Joan Robinson, Kaldor e outros), de Política Econômica (Meade, Tinbergen, Samuelson e outros), de Contas Nacionais (Stone, Colin Clark e outros), e diferentes áreas.

No entanto, convém repetir, a *Teoria Geral* não é um livro de leitura fácil e livre de ambigüidades. A controvérsia ainda hoje grassa sobre o significado da inovação contida na *Teoria Geral*. De qualquer forma, nenhum outro livro de teoria econômica escrito neste século exerceu tão dominante influência no ensino e na pesquisa quanto a *Teoria Geral*.

Infelizmente, após a sua publicação, Keynes teve pouca oportunidade para esclarecer o significado de seu livro e organizar os elementos mais críticos do debate que sua obra suscitou.<sup>23</sup> Em meados de 1937 sofre um severo ataque cardíaco e a partir de então não mais se dedica à teoria econômica. Com o início da Guerra, ainda não totalmente restabelecido, Keynes volta ao Tesouro Britânico, onde desempenha papel crítico, porém burocrático, na organização da estrutura de financiamento para os gastos bélicos. É deste período o panfleto “How to Pay for the War” (1940), onde as categorias analíticas da *Teoria Geral* são elaboradas para combater não o desemprego, mas sim a inflação; para estimular não o investimento, mas sim a poupança; para ampliar não o gasto do governo, mas sim a tributação. É a outra face da medalha da *Teoria Geral*.<sup>24</sup>

A partir de 1943 passa a trabalhar sobre as questões de financiamento internacional e os problemas que aí seriam enfrentados no pós-guerra. Produz então um plano sobre a reorganização do sistema financeiro internacional. Como representante do Tesouro Britânico participa da Conferência de Bretton Woods em 1944, cujo propósito era

23 Poucos são os registros publicados de como Keynes reagiu a alguns comentários sobre o conteúdo analítico da *Teoria Geral*. Talvez a mais importante reação de Keynes aos críticos seja *The General Theory of Employment*, que surge como resposta a Viner, Leontief, Robertson e Taussig no *QJE* (1937).

24 Após seu ataque cardíaco em 1937, esta talvez seja a mais importante e única obra de Keynes que ele elabora sobre problemas de teoria econômica. Sua preocupação a partir de 1939 se volta inteiramente para os problemas práticos enfrentados no Tesouro Britânico.

organizar uma agência multilateral e supranacional de financiamento. Dois planos estavam em pauta: o inglês, produzido por Keynes; o americano, concebido por Harry White. Da síntese de ambos emergem os fundamentos que norteariam a organização do FMI. No início de 1946 atende à Conferência de Savannah, onde efetivamente nasceu o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial. Morre em abril de 1946. Não deixou filhos; sua herança maior: a *Teoria Geral* e um sem-número de discípulos que souberam estender e aprofundar seus ensinamentos.

Voltemos à *Teoria Geral*. A obra de Keynes é marcadamente produto de uma época caracterizada por contração da produção industrial, por desemprego e por deflação de preços. Será então sua contribuição teórica, hoje, relevante para a compreensão da atual crise de desaceleração do crescimento, desemprego e aceleração inflacionária? Ou seja, inflação associada a crise de crescimento não tornam obsoletos os ensinamentos de Keynes?

Seria naturalmente um equívoco desprezar os ensinamentos básicos de sua obra e acreditar que em nada ajudem à compreensão do presente. É certo que Keynes não nos legou uma obra acabada e definitiva; ensinou-nos, no entanto, que a operação de uma economia monetária não pode ser compreendida a partir de modelos analíticos ancorados na Lei de Say. Mais importante ainda, incorporou à Economia a grande descoberta filosófica do século XIX, cristalizada na máxima — “O Homem está só” — ou seja, não podemos contar com a “mão invisível” para garantir o suprimento dos bens e serviços e para gerar todos os empregos requeridos por aqueles que desejam trabalhar. Keynes nos ensinou que a ação do Estado, através da política econômica, é um ingrediente básico do bom funcionamento do sistema capitalista. Ou seja, o ativismo do Estado é um complemento indispensável ao funcionamento dos mercados para se obter o máximo nível de emprego possível e, portanto, maximizar o nível de bem-estar da coletividade. Esta é a mais duradoura contribuição de Keynes.

Ensinou-nos, ainda, o significado específico das crises do sistema capitalista. Elas espelham, em última instância, uma ociosidade de máquinas e homens e não de escassez de poupança. Indo além de Keynes, mas ainda ancorados em seu trabalho, hoje sabemos quais as implicações das relações contratuais expressas em moeda e da existência de capital físico específico: a escassez de poupança é produto da inexistência de mercados externos para absorver a produção específica de nosso parque industrial (automóveis, aço, alumínio, produto petroquímico, café e outros). O estrangulamento externo é o retrato da “iliquidez” do nosso parque industrial, cujo funcionamento exige importações. A expansão da demanda efetiva em nível mundial é condição *sine qua non* para se voltar à ocupação das máquinas hoje ociosas no país e para expandir o emprego interno.

Igualmente equivocado seria advogar, para o momento atual, al-

gumas medidas da política econômica extraídas de Keynes. Hoje sabemos que nem todo déficit do Governo é igualmente saudável. Dada a especialidade do nosso parque industrial, sua dimensão e nível de dependência de importações, expandir mais ainda o déficit do Governo para tentar expandir o nível de emprego terá um resultado perverso: agudizará mais ainda o estrangulamento externo e não ocorrerá expansão permanente do nível de emprego. Realocar sem expandir o dispêndio do setor público é o único caminho possível para se obter uma expansão dos níveis de emprego.

Também sabemos que nem todo investimento é igualmente saudável. Nem o Estado é capaz de administrar e implantar com sucesso investimentos totalmente inviáveis do ponto de vista estritamente econômico e técnico, a exemplo do projeto nuclear brasileiro. Antever a especificidade da demanda no futuro e localizar, por antecipação, os mercados onde esta demanda se materializará (aqui ou lá fora) escapam ao nosso controle. Esta incapacidade de perscrutar o futuro nos recoloca na tradição de Keynes: devido à especificidade das máquinas e à tirania dos contratos (dívida externa), terminamos por nos transformar em prisioneiros do tempo. Isso significa dizer que a máxima keynesiana de que investimento cria renda e, portanto, poupança para financiá-lo, tropeça na especificidade do investimento e na existência ou não de mercados para absorver a produção daí resultante. Este é o “pecado” do “superinvestimento” em equipamentos e plantas industriais para produzir um produto para o qual não haja mercado, nem a preço abaixo dos custos.

Tampouco se pode encontrar na *Teoria Geral* a solução para a questão inflacionária. Desconhecer seus ensinamentos, no entanto, pode nos conduzir a desastradas recomendações de política econômica que sub-repticiamente tentam revigorar ensinamentos obsoletos desde 1936. Nesta categoria estão as alegações de que os sindicatos são distorções e não, como efetivamente o são, características do sistema capitalista; de que os mercados livres e o livre-comércio entre as nações produzem a alocação mais eficiente dos recursos, como se as organizações jurídicas, monetárias e a própria organização das empresas modernas não tivessem uma enorme visibilidade na fixação das taxas de juros, das taxas de câmbio, das taxas de salário e muitos outros preços de produtos básicos.

Em suma, manter em mente os ensinamentos básicos de Keynes não nos dá a garantia de que sejamos capazes de encontrar soluções para a crise de nossos dias. Dá-nos, no entanto, a segurança para rejeitar propostas velhas, travestidas de nova roupagem, a exemplo dos modelos macroeconômicos chamados de “expectativas racionais”, e a convicção de que a partir de seus ensinamentos se pode construir algo de novo, com o cuidado de que nem todo déficit do setor público é desejável e nem todo investimento será necessariamente viável e saudável.

**Adroaldo Moura da Silva**

(Amazonas, 1941), bacharel em Economia pela Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo em 1966, obteve os graus de Mestre e Doutor (PhD) em Economia pela Universidade de Chicago, EUA, com tese sobre inflação na América Latina (1970/72).

É autor de inúmeros artigos sobre inflação, intermediação financeira no Brasil e problemas de política econômica. Professor adjunto de Macroeconomia do Departamento de Economia da Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo desde 1967, e Diretor de Pesquisa da FIPE (Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas). É co-autor de *Alternativas para o Financiamento do Sistema Previdenciário* (1982), Editora Pioneira; e autor de *Emprego, Preços e Salários* (1980), texto editado pela FIPE.

## NOTAS BIBLIOGRÁFICAS

As informações sobre a vida e a obra de Keynes foram extraídas de:

- I. HARROD, R. F. *The Life of Maynard Keynes*. Nova York, Avon Books, 1961.
- II. LEKACHMAN, R. *The Age of Keynes*. Nova York, McGraw-Hill, 1966.
- III. MOGGRIDGE, D. E. *John Maynard Keynes*. Nova York, Penguin, série Modern Masters, 1976.
- IV. ROBINSON, A. "John Maynard Keynes". In: *Economic Journal*. Março, 1947.

Os demais trabalhos citados no texto são:

- I. EDEL, L. *Bloomsbury, A House of Lions*. Nova York, Avon Books, 1979.
- II. GALBRAITH, J. K. *A Era da Incerteza*. São Paulo, Pioneira, 1980. Capítulo 7.
- III. JOHNSON, H. *Keynes e a Economia Inglesa*. In: KEYNES, M. (editor). *Ensaios sobre John Maynard Keynes*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1977.
- IV. SAMUELSON, P. A. *The General Theory*. In: LEKACHMAN, R. (editor). *Keynes' General Theory*. Londres, MacMillan, 1964. O ensaio biográfico de A. Robinson é reproduzido neste livro.
- V. ROBERTSON, D. H. *Banking Policy and Price Level*. Nova York, Kelley, 1949 (1ª edição de 1926).
- VI. WICKSELL, K. *Interest and Prices*. (Tradução de Kahn estimulado por Keynes), Londres, MacMillan, 1936.

Uma amostra da variedade de interpretações recentes sobre a *Teoria Geral*:

- MINSKY, H. *John Maynard Keynes*. Nova York, Columbia Univ. Press, 1975 (versão heterodoxa).

- PATINKIN, D. *Keynes' Monetary Thought*. North Carolina, Duke University Press, Durham, 1976.
- LEIJONHUFUND, A. *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*. Nova York, Oxford Univ. Press, 1968.
- HAHN, F. H. e ARROW, K. *General Competitive Analysis*. San Francisco, Holden-Day, 1971. Capítulo 14.
- HICKS, J. *The Crisis in Keynesian Economics*. Nova York, Basic Books, 1974.
- FRIEDMAN, M. *A Theoretical Framework for Monetary Analysis*. Nova York, National Bureau of Economic Research, 1971.

Textos de Keynes em Língua Portuguesa:

- SZMRECSÁNYI, J. (org) *Keynes*. São Paulo, Editora Ática, 1978.
- SINGER, P. (org) *Ensaio Econômico*. São Paulo, "Os Pensadores", Abril Cultural, 1976, p. 7-54.

Textos de Keynes:

- The Collected Writings of John Maynard Keynes*, 22 volumes, editados por Johnson, E. e Moggridge, D. para a Royal Economic Society e publicado pela MacMillan, Londres.

# **A TEORIA GERAL DO EMPREGO, DO JURO E DA MOEDA\***

*Tradução de Mário R. da Cruz*

*Revisão técnica de Cláudio Roberto Contador*

*Tradução dos Prefácios de Paulo de Almeida*

\* Traduzido de KEYNES, John Maynard. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Londres, The Macmillan Press, 1973. Reimpressão de 1978. (N. do E.)



# PREFÁCIO

Este livro é dirigido principalmente a meus colegas economistas. Espero que ele seja inteligível a outros, também, mas o propósito primordial dele é tratar de questões difíceis de teoria e, só em segundo lugar, das aplicações dessa teoria à prática. Se a economia ortodoxa está em desgraça, o erro não se encontra na superestrutura, que foi elaborada com grande cuidado, levando em conta a consistência lógica, mas na falta de clareza e de generalidade das premissas. Assim, só posso conseguir meu objetivo de persuadir os economistas a reexaminarem criticamente certos de seus postulados básicos através de uma argumentação altamente abstrata e também de muita controvérsia. Gostaria que tivesse podido haver menos desta última, mas julguei-a importante, não apenas para explicar meu próprio ponto de vista como também para demonstrar em que aspectos ele diverge da teoria predominante. Suponho que os que estão fortemente apegados àquilo que chamarei “a teoria clássica” flutuarão entre a crença de que estou completamente errado e a crença de que não estou dizendo nada de novo. Cabe a outros determinar se uma dessas duas ou ainda uma terceira alternativa está correta. Os trechos de controvérsia objetivam fornecer algum material para uma resposta, e devo pedir perdão se, na busca de distinções claras, meus argumentos são demasiado duros. Eu mesmo defendi com convicção, durante anos, as teorias que agora ataco, e não ignoro, acho, seus pontos fortes.

Os assuntos em discussão são da máxima importância. Porém, se minhas explicações estiverem certas, é a meus colegas economistas, e não ao público em geral, que tenho que convencer em primeiro lugar. A esta altura da disputa, o público em geral, embora seja bem-vindo ao debate, apenas observará de fora uma tentativa de um economista no sentido de resolver as profundas divergências de opinião entre seus colegas economistas que quase chegaram a destruir a influência prática da teoria econômica e que continuarão, até que sejam resolvidas, a ter esse efeito.

A relação entre este livro e meu *Tratado Sobre a Moeda* (JMK,

v. V e VI), que publiquei há cinco anos, provavelmente está mais clara para mim do que estará para os outros, e aquilo que em minha mente constitui uma evolução natural numa linha de pensamento que venho seguindo há vários anos pode às vezes parecer ao leitor uma mudança confusa de ponto de vista. Essa dificuldade não diminui diante de certas modificações de terminologia que me senti obrigado a fazer. Essas mudanças de linguagem são destacadas no decurso das páginas seguintes, mas a relação geral entre os dois livros pode ser expressa sucintamente como segue. Quando comecei a escrever meu *Tratado Sobre a Moeda* eu ainda estava me movimentando ao longo das linhas tradicionais, encarando a influência da moeda como algo, por assim dizer, separado da teoria geral da oferta e da demanda. Quando terminei de escrever o livro, tinha feito algum progresso na tentativa de encaminhar a teoria monetária no sentido de se tornar uma teoria da produção como um todo. Mas minha falta de emancipação de idéias preconcebidas apareceu naquilo que agora parece-me ser a falha principal das partes teóricas daquela obra (a saber, os Livros III e IV), isto é, que eu não consegui lidar completamente com os efeitos das *variações* do nível de produção. As minhas chamadas “equações fundamentais” eram uma fotografia instantânea tirada supondo um volume de produção dado. Elas tentavam demonstrar como, supondo-se o volume de produção dado, podiam desenvolver-se forças que geravam um desequilíbrio dos lucros, exigindo assim uma variação do nível da produção. Mas o desenvolvimento dinâmico, em contraste com a fotografia instantânea, ficava incompleto e extremamente confuso. O presente livro, por outro lado, evoluiu para aquilo que é precipuamente um estudo das forças que determinam as variações na escala da produção e do emprego como um todo, e, embora se descubra que a moeda entra no esquema econômico de uma maneira essencial e peculiar, os detalhes monetários técnicos vão para segundo plano. Uma economia monetária, iremos ver, é essencialmente uma economia em que as mudanças de pontos de vista sobre o futuro são capazes de influenciar o volume de emprego e não meramente a sua direção. Mas nosso método de analisar o comportamento econômico do presente sob a influência das mudanças de idéias sobre o futuro é um método que depende da interação da oferta e da demanda, ligando-se dessa forma a nossa teoria fundamental do valor. Somos levados dessa forma a uma teoria mais geral, que inclui como caso particular a teoria clássica com a qual estamos familiarizados.

O autor de um livro como este, trilhando caminhos desconhecidos, terá que apoiar-se muito na crítica e na troca de idéias se quiser evitar uma proporção indevida de erros. É surpreendente em que coisas tolas pode-se acreditar temporariamente se se pensa sozinho por tempo demasiado, particularmente na Economia (bem como nas outras ciências morais), em que muitas vezes é impossível submeter as idéias que se

tem a um teste conclusivo, quer formal quer experimental. Ao escrever este livro, ainda mais talvez do que no caso do meu *Tratado Sobre a Moeda*, apoiei-me constantemente nos conselhos e nas críticas construtivas do Sr. R. F. Kahn. Há muitas coisas neste livro que não teriam assumido a forma que assumiram se não fosse por suas sugestões. Também recebi muito auxílio da Sra. Joan Robinson, do Sr. R. G. Hawtrey e do Sr. R. F. Harrod, que leram todas as provas. O índice remissivo<sup>25</sup> foi compilado pelo Sr. D. M. Bensusan-Butt, do King's College, Cambridge.

A elaboração deste livro foi para o autor uma longa luta de libertação, e sua leitura deve ser o mesmo para a maioria dos leitores se as investidas do autor sobre eles tiverem sucesso — uma luta de libertação das formas habituais de pensamento e de expressão. As idéias aqui expressas tão laboriosamente são extremamente simples e deveriam ser óbvias. A dificuldade não está nas novas idéias, mas em escapar das velhas, que se ramificam, para aqueles que foram criados como a maioria de nós foi, por todos os cantos de nossas mentes.

J. M. Keynes

13 de dezembro de 1935

25 Não incluído na primeira edição. (N. do E.)

## PREFÁCIO À EDIÇÃO ALEMÃ

Alfred Marshall, cujos *Princípios de Economia* constituem a obra fundamental na formação de todos os economistas ingleses contemporâneos, teve um cuidado especial em destacar a continuidade existente entre o pensamento dele e o de Ricardo. Sua obra em grande parte consistiu em enxertar o princípio marginalista e o princípio da substituição na tradição ricardiana; e sua teoria da produção e do consumo como um todo, ao contrário de sua teoria da produção e da distribuição de um *dado* montante da produção, nunca foi exposta separadamente. Não estou seguro de que ele mesmo sentisse a necessidade de tal teoria. Mas seus sucessores imediatos e seguidores certamente a colocaram de lado e aparentemente não sentiram sua falta. Foi nessa atmosfera que me formei. Eu mesmo ensinei essas doutrinas e foi só na última década que passei a ter consciência de sua insuficiência. Em meu próprio pensamento e desenvolvimento, portanto, este livro representa uma reação, uma transição no sentido de me afastar da tradição clássica (ou ortodoxa) inglesa. A ênfase que dou nas páginas seguintes a isso e aos pontos em que divirjo da doutrina tradicional tem sido considerada por alguns, na Inglaterra, como indevidamente controversa. Como pode, porém, alguém que foi educado como católico em termos de economia inglesa, um sacerdote mesmo dessa fé, evitar um pouco de ênfase controversa logo quando se torna protestante?

Imagino no entanto que isso pode ser percebido pelos leitores alemães de uma forma ligeiramente diferente. A tradição ortodoxa, dominante na Inglaterra do século XIX, nunca conseguiu impor-se com firmeza ao pensamento alemão. Sempre existiram importantes escolas de pensamento entre os economistas alemães que contestaram fortemente a adequação da teoria clássica à análise dos acontecimentos contemporâneos. Tanto a escola de Manchester como o marxismo em última instância derivam de Ricardo — conclusão que só surpreende ao nível superficial. Mas na Alemanha sempre tem existido um amplo setor da opinião que não aderiu nem a uma nem ao outro.

Difícilmente se pode afirmar, contudo, que essa escola de pen-

samento tenha elaborado um arcabouço teórico rival, ou que tenha sequer tentado fazê-lo. Ela tem sido cética e realista, contentando-se com os métodos e resultados históricos e empíricos, que dispensam a análise formal. A argumentação não ortodoxa mais importante em termos de linha teórica foi a de Wicksell. Seus livros podiam ser encontrados em alemão (não o podiam, até há pouco, em inglês); de fato, um dos mais importantes deles foi escrito em alemão. Seus seguidores, porém, eram principalmente suecos e austríacos, sendo que estes últimos combinaram as idéias dele com teorias especificamente austríacas, de forma a encaminhá-las, realmente, de volta para a tradição clássica. Assim a Alemanha, bem ao contrário de seus hábitos na maior parte das ciências, contentou-se por todo um século em ficar sem uma teoria formal de Economia que fosse predominante e geralmente aceita.

Talvez, portanto, eu possa esperar menos resistência por parte dos leitores alemães do que dos ingleses ao oferecer uma teoria do emprego e da produção como um todo que diverge em aspectos importantes da tradição ortodoxa. Mas posso esperar vencer o agnosticismo econômico da Alemanha? Posso convencer os economistas alemães de que os métodos de análise formal têm uma contribuição importante a dar à interpretação dos acontecimentos contemporâneos e à formulação das políticas contemporâneas? Afinal, é alemão gostar de teorias. Como os economistas alemães devem se sentir famintos e sedentos depois de ter vivido todos esses anos sem teoria! Certamente vale a pena eu tentar. E se eu puder contribuir com algumas migalhas para a preparação, por parte dos economistas alemães, de uma lauta refeição de teoria destinada a fazer frente às condições específicas da Alemanha, ficarei satisfeito. Confesso que a maior parte do que este livro exemplifica e expõe se refere às condições existentes nos países anglo-saxões.

No entanto a teoria da produção como um todo, que é o que o livro propõe expor, seria muito mais facilmente adaptada às condições de um Estado totalitário do que a teoria da produção e distribuição de um volume dado em condições de livre-concorrência e uma ampla dose de *laissez-faire*. A teoria das leis psicológicas referentes ao consumo e à poupança, a influência das despesas baseadas em empréstimos sobre os preços e os salários reais, o papel desempenhado pela taxa de juros — todos esses elementos permanecem como ingredientes necessários em nosso esquema de pensamento.

Aproveito a oportunidade para expressar meus agradecimentos pelo excelente trabalho de meu tradutor Herr Waeger (espero que o vocabulário organizado por ele que aparece no fim do volume<sup>26</sup> de-

26 Não incluído na presente edição. (N. do E.)

monstre ser de utilidade que transcenda seu propósito imediato) e a meus editores, Srs. Duncker e Humblot, cuja iniciativa tem-me permitido manter contato com os leitores alemães desde quando, há dezesseis anos já, publicaram meu livro *As Conseqüências Econômicas da Paz*.

J. M. Keynes

7 de setembro de 1936

## PREFÁCIO À EDIÇÃO JAPONESA

Alfred Marshall, cujos *Princípios de Economia* constituem a obra fundamental na formação de todos os economistas ingleses contemporâneos, teve um cuidado especial em destacar a continuidade existente entre o pensamento dele e o de Ricardo. Sua obra em grande parte consistiu em enxertar o princípio marginalista e o princípio da substituição na tradição ricardiana; e sua teoria da produção e do consumo como um todo, ao contrário de sua teoria da produção e da distribuição de um *dado* montante da produção, nunca foi exposta separadamente. Não estou seguro de que ele mesmo sentisse a necessidade de tal teoria. Mas seus sucessores imediatos e seguidores certamente a colocaram de lado e aparentemente não sentiram sua falta. Foi nessa atmosfera que me formei. Eu mesmo ensinei essas doutrinas e foi só na última década que passei a ter consciência de sua insuficiência. Em meu próprio pensamento e desenvolvimento, portanto, este livro representa uma reação, uma transição no sentido de me afastar da tradição clássica (ou ortodoxa) inglesa. A ênfase que dou nas páginas seguintes a isso e aos pontos em que divirjo da doutrina tradicional tem sido considerada por alguns, na Inglaterra, como indevidamente controversa. Como pode, porém, alguém que foi educado na ortodoxia econômica inglesa, que de fato chegou a ser sacerdote dessa fé, evitar um pouco de ênfase controversa logo quando se torna protestante?

Talvez os leitores japoneses, contudo, nem exijam minhas investidas contra a tradição inglesa e nem resistam a elas. Estamos bem conscientes da ampla escala em que as obras econômicas inglesas são lidas no Japão, mas não estamos tão bem informados quanto à opinião que os japoneses têm delas. O recente e louvável empreendimento do Círculo Econômico Internacional de Tóquio de reimprimir os *Princípios de Economia Política* de Malthus como o primeiro volume da Série de Reproduções de Tóquio encoraja-me a pensar que um livro que descende de Malthus mais do que de Ricardo possa ser recebido com simpatia pelo menos em alguns setores.

De qualquer forma, agradeço ao *Economista Oriental* por possibilitar meu contato com os leitores japoneses sem a desvantagem extra de uma língua estrangeira.

J. M. Keynes

4 de dezembro de 1936



## PREFÁCIO À EDIÇÃO FRANCESA

Por cem anos ou mais a Economia Política inglesa vem sendo dominada por uma ortodoxia. Isso não quer dizer que tenha prevalecido uma doutrina imutável. Ao contrário. Tem havido uma progressiva evolução da doutrina. Mas seus pressupostos, sua atmosfera, seu método têm continuado surpreendentemente iguais, e tem sido observável uma notável continuidade através de todas as mudanças. Nessa ortodoxia, nessa transição contínua foi que eu me formei. Eu a aprendi, eu a ensinei, eu a escrevi. Para os que observam de fora, provavelmente ainda pertencço a ela. Os historiadores da doutrina irão considerar este livro como pertencente essencialmente à mesma tradição. Mas ao escrevê-lo, e em outra obra recente que levou a ele, senti-me rompendo com essa ortodoxia, numa forte reação contra ela, fugindo de alguma coisa, conquistando uma emancipação. E esse estado de espírito de minha parte é a explicação de certas falhas do livro, em particular o tom controvertido de alguns trechos e seu ar de ser dirigido muito aos que detêm um ponto de vista específico e pouco *ad urbem et orbem*. Eu estava querendo convencer meu próprio ambiente e não me dirigi de modo suficientemente direto à opinião dos de fora. Agora, três anos depois, tendo-me acostumado à nova pele e quase me esquecido do cheiro da velha, devo, como se estivesse escrevendo de novo, esforçar-me para livrar-me dessa falha, estabelecendo minha posição de maneira mais definida.

Digo tudo isso em parte para explicar-me e em parte para desculpar-me perante os leitores franceses; na França não houve uma tradição ortodoxa com a mesma autoridade sobre a opinião contemporânea como houve em meu país. Nos Estados Unidos, a posição é bastante semelhante à da Inglaterra, mas na França, como no resto da Europa, não tem havido uma escola dominante desse tipo desde a extinção da escola dos economistas liberais franceses que estiveram em seu apogeu há vinte anos (apesar de terem alcançado uma idade tão propecta que, bem depois de sua influência ter desaparecido, coube-me, quando comecei a trabalhar como jovem redator do *Economic Journal*, escrever os necrológios de muitos deles — Levasseur, Molinari,

Leroy-Bealieu). Se Charles Gide tivesse atingido a mesma influência e o mesmo prestígio de Alfred Marshall, a posição de vocês, franceses, seria mais semelhante à nossa. Do modo como as coisas ocorreram, seus economistas são ecléticos, demasiado (achamos nós, às vezes) desenraizados do pensamento sistemático. Talvez isso possa fazê-los mais acessíveis ao que tenho a dizer. Isso pode porém também resultar em que meus leitores às vezes fiquem imaginando a que me refiro quando estou falando, com aquilo que alguns de meus críticos ingleses consideram um mau uso da língua, da escola “clássica” de pensamento e dos economistas “clássicos”. Pode ser útil a meus leitores franceses, portanto, que eu tente indicar bem resumidamente o que considero as principais *differentiae* de minha perspectiva.

Dei a minha teoria o nome de teoria *geral*. Com isso quero dizer que estou preocupado principalmente com o comportamento do sistema econômico como um todo — com a renda global, com o lucro global, com o volume global da produção, com o nível global de emprego, com o investimento global e com a poupança global, em vez de com a renda, o lucro, o volume da produção, o nível do emprego, o investimento e a poupança de ramos da indústria, firmas ou indivíduos em particular. E afirmo que foram cometidos erros importantes ao se estender para o sistema como um todo as conclusões a que se tinha chegado de forma correta com relação a uma parte desse sistema tomada isoladamente.

Permitam-me apresentar exemplos daquilo a que me estou referindo. Minha assertiva de que para o sistema como um todo o volume de renda que é poupado, no sentido de que não é gasto no consumo corrente, é e tem necessariamente que ser exatamente igual ao volume do novo investimento líquido, tem sido considerada um paradoxo e tem provocado controvérsia generalizada. A explicação para isso indubitavelmente se encontra no fato de que essa relação de igualdade entre poupança e investimento, que necessariamente se verifica com relação ao sistema como um todo, não se verifica com relação a um indivíduo em particular. Não há razão absolutamente por que o novo investimento pelo qual sou responsável tenha que apresentar qualquer relação com o montante de minha poupança pessoal. De forma bem legítima consideramos a renda de um indivíduo independente daquilo que ele próprio consome e investe. Mas isso, tenho que salientar, não deve nos levar a desprezar o fato de que a demanda resultante do consumo e do investimento de um indivíduo é a fonte da renda de outros indivíduos, de forma que as rendas em geral não são independentes — muito pelo contrário — da disposição dos indivíduos a despende e a investir, e já que por sua vez a inclinação dos indivíduos a despende e a investir depende de sua renda, estabelece-se uma relação entre a poupança global e o investimento global que pode facilmente ser demonstrada, além de qualquer possibilidade de refutação razoável, como sendo de igualdade exata e necessária. Encarada de

forma justa, essa é uma conclusão banal. Mas ela põe em movimento uma cadeia de raciocínio de onde se seguem questões mais substanciais. Fica demonstrado que, de modo geral, o montante real da produção e o nível real do emprego dependem não da capacidade de produzir ou do nível de renda preexistentes, mas das decisões correntes de produzir, que dependem por sua vez das decisões correntes de investir e das expectativas presentes do consumo corrente e do consumo previsto. Ademais, assim que conhecemos a propensão a consumir e a poupar (como eu a batizei), isto é, o resultado para a comunidade como um todo das inclinações psicológicas individuais quanto a como dispor de dadas rendas, podemos calcular que nível de renda, e portanto que nível de produção e de emprego, está em equilíbrio lucrativo com um dado nível de novo investimento, a partir do que se desenvolve a doutrina do multiplicador. Ou ainda, torna-se evidente que o aumento da propensão a poupar provocará *ceteris paribus* a contração da renda e do volume da produção, enquanto um aumento do estímulo a investir fará com que se expandam. Estamos portanto em condições de analisar os fatores que determinam a renda e a produção do sistema como um todo — temos, no sentido mais exato, uma teoria do emprego. Desse raciocínio surgem conclusões que são particularmente relevantes para os problemas de finanças públicas e de políticas governamentais em geral e do ciclo econômico.

Outro aspecto especialmente característico deste livro é a teoria da taxa de juros. Nos últimos tempos muitos economistas têm afirmado que o montante de poupança atual determina a oferta de capital disponível, que o ritmo de investimento corrente governa sua demanda e que a taxa de juros é, por assim dizer, o fator de equilíbrio de preços determinado pelo ponto de interseção entre a curva da oferta da poupança e a curva da demanda do investimento. Mas se a poupança global é necessariamente e em todas as circunstâncias exatamente igual ao investimento global, é evidente que essa explicação não se sustenta. Temos que ir procurar a solução em outra parte. Eu a encontro na idéia de que é função da taxa de juros preservar o equilíbrio não entre a demanda e a oferta de novos bens de capital mas entre a demanda e a oferta de dinheiro, isto é, entre a demanda pela *liquidez* e os meios de satisfazer essa demanda. Nesse ponto retorno à doutrina dos economistas antigos, anteriores ao século XIX. Montesquieu, por exemplo, enxergou essa verdade com considerável clareza<sup>27</sup> — Montesquieu que foi o verdadeiro equivalente francês de Adam Smith, o maior de seus economistas, muito acima dos fisiocratas em termos de inteligência penetrante, clareza de idéias e bom senso (que são qualidades que um economista deveria ter). Devo deixar porém para o texto do livro a demonstração em detalhe de como tudo isso funciona.

Batizei este livro *A Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da*

27 Tenho em mente de modo especial o Livro Vigésimo Segundo, cap. 19 de *O Espírito das Leis*.

*Moeda*; a terceira característica para a qual quero chamar atenção é o tratamento da moeda e dos preços. A análise seguinte registra minha fuga final das confusões da teoria quantitativa, em que antes me emaranhara. Considero que o nível de preços como um todo é determinado precisamente da mesma maneira que os preços individuais, isto é, sob a influência da oferta e da demanda. As condições técnicas, o nível dos salários, o grau de capacidade ociosa das unidades de produção e da mão-de-obra, e o estado do mercado e da concorrência determinam as condições de oferta dos produtores tomados individualmente e dos produtos como um todo. As decisões dos empresários, que originam a renda dos produtos tomados individualmente, e as decisões desses indivíduos quanto à disposição dada a essa renda determinam as condições de demanda. E os preços — tanto os preços tomados individualmente como o nível de preços — aparecem como a resultante desses dois fatores. A moeda e a quantidade da moeda não constituem influências diretas a essa altura do processo. Elas já fizeram seu trabalho numa etapa anterior da análise. A quantidade da moeda determina a oferta de recursos líquidos e, conseqüentemente, a taxa de juros, e, em conjunto com outros fatores (particularmente a confiança), o estímulo a investir, o que por sua vez fixa o nível de equilíbrio da renda, da produção e do emprego e (a cada etapa em conjunto com outros fatores) o nível de preços como um todo através das influências da oferta e da demanda assim estabelecidas.

Acredito que a economia em toda parte, até recentemente, tenha sido dominada, muito mais do que compreendida, pelas doutrinas associadas ao nome de J.-B. Say. É verdade que a “lei dos mercados” dele já foi abandonada há tempo pela maioria dos economistas, mas eles não se livraram de seus postulados básicos, particularmente de sua idéia errônea de que a demanda é criada pela oferta. Say estava supondo implicitamente que o sistema econômico está sempre operando com sua capacidade máxima, de forma que uma atividade nova apareceria sempre em substituição e não em suplementação a alguma outra atividade. Quase toda a teoria econômica subsequente tem defendido, no sentido de que ela tem exigido, esse mesmo pressuposto. No entanto, uma teoria com essa base é claramente incompetente para enfrentar os problemas do desemprego e do ciclo econômico. Talvez eu possa exprimir melhor a meus leitores franceses o que apregôo sobre este livro dizendo que na teoria da produção ele é uma ruptura radical com as doutrinas de J.-B. Say e que na teoria dos juros ele é um retorno às doutrinas de Montesquieu.

J. M. Keynes

20 de fevereiro de 1939  
King's College  
Cambridge

# **LIVRO PRIMEIRO**

## **INTRODUÇÃO**

# CAPÍTULO 1

## A Teoria Geral

**D**enominei este livro *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, dando especial ênfase ao termo geral. O objetivo deste título é contrastar a natureza de meus argumentos e conclusões com os da teoria *clássica*,<sup>28</sup> na qual me formei, que domina o pensamento econômico, tanto prático quanto teórico, dos meios acadêmicos e dirigentes desta geração, tal como vem acontecendo nos últimos cem anos. Argumentarei que os postulados da teoria clássica se aplicam apenas a um caso especial e não ao caso geral, pois a situação que ela supõe acha-se no limite das possíveis situações de equilíbrio. Ademais, as características desse caso especial não são as da sociedade econômica em que realmente vivemos, de modo que os ensinamentos daquela teoria seriam ilusórios e desastrosos se tentássemos aplicar as suas conclusões aos fatos da experiência.

28 "Os economistas clássicos" é uma denominação inventada por Marx para designar Ricardo e James Mill e seus *predecessores*, isto é, os fundadores da teoria que culminou em Ricardo. Acostumei-me, talvez perpetrando um solecismo, a incluir na "escola clássica" os seguidores de Ricardo, ou seja, os que adotaram e aperfeiçoaram sua teoria, compreendendo (por exemplo) J. S. Mill, Marshall e o Prof. Pigou.

## CAPÍTULO 2

### Os Postulados da Economia Clássica

A maior parte dos tratados sobre a teoria do valor e da produção discorre, principalmente, sobre a distribuição entre usos diferentes de *determinado* volume de recursos aplicados e as condições que, admitindo a hipótese do emprego dessa quantidade de recursos, determinam suas remunerações correspondentes e os valores relativos de seus produtos.<sup>29</sup>

Também a questão do volume de recursos *disponíveis*, no sentido da quantidade da população suscetível de ser empregada, da extensão da riqueza natural e do capital de equipamento acumulado, tem sido, muitas vezes, tratada de maneira descritiva. Todavia, a teoria pura dos determinantes do *emprego efetivo* dos recursos disponíveis poucas vezes foi objeto de exame detalhado. Naturalmente, seria absurdo dizer que nunca foi examinada, pois todas as discussões relativas às flutuações do emprego, que têm sido muitas, se ocuparam dela. Não quero dizer que o assunto tenha sido descuidado, mas que a teoria fundamental subjacente foi julgada tão simples e óbvia que foi, quando muito, objeto de menção superficial.<sup>30</sup>

29 Essa é a tradição ricardiana, pois Ricardo recusou expressamente atribuir qualquer interesse ao *valor* do nível do dividendo nacional, considerado independentemente de sua distribuição. Com isso avaliava corretamente a natureza de sua própria teoria. Porém, seus sucessores, menos perspicazes, serviram-se da teoria clássica nas discussões sobre as causas da riqueza. Ver a carta de Ricardo a Malthus, de 9 de outubro de 1820: "A Economia Política, no seu pensar, é uma investigação sobre a natureza e as causas da riqueza — eu penso que deveria chamar-se investigação das leis que determinam a distribuição do produto da indústria entre as classes que concorrem para sua formação. Não se pode enunciar nenhuma lei com respeito à quantidade, mas se pode formulá-la com suficiente exatidão com respeito às proporções. Cada dia mais me convenço de que o primeiro estudo é vão e ilusório e de que o segundo é o verdadeiro objetivo da ciência".

\* Keynes empregou o termo "dividendo" como sinônimo daquilo que mais tarde se tornou mais conhecido como "renda", no Brasil, ou "rendimento", em Portugal, nos sistemas modernos de Contas Nacionais. Por fidelidade à obra, o termo dividendo é mantido como a tradução mais próxima de *dividend*. Ficam, porém, os leitores alertados para a sinonímia dos termos "dividendo", "renda" e "rendimento". (N. do R. T.)

30 Por exemplo, o prof. Pigou, em sua obra *Economics of Welfare*, 4ª ed., p. 127, escreve (os itálicos são meus): "A não ser que o contrário seja dito expressamente, ignora-se o fato de

## I

A teoria clássica do emprego — supostamente simples e óbvia — baseou-se, acho eu, praticamente sem discussão, nos dois postulados fundamentais que seguem:

**I. O salário é igual ao produto marginal do trabalho.**

Isso quer dizer que o salário de uma pessoa empregada é igual ao valor que se perderia se o emprego fosse reduzido de uma unidade (após a dedução de quaisquer outros custos que essa redução evitaria), com a restrição de que a igualdade pode ser afetada, de acordo com certos princípios, pela imperfeição da concorrência e dos mercados.

**II. A utilidade do salário, quando se emprega determinado volume de trabalho, é igual à desutilidade marginal desse mesmo volume de emprego.**

Isto significa que o salário real de uma pessoa empregada é exatamente suficiente (na opinião das próprias pessoas empregadas) para ocasionar o volume de mão-de-obra efetivamente ocupado, com a restrição de que a igualdade para cada unidade individual de trabalho pode ser alterada por combinações entre as unidades disponíveis para empregar-se, análogas às imperfeições da concorrência que qualificam o primeiro postulado. O que se entende por desutilidade é qualquer motivo que induza um homem ou grupo de homens a recusar trabalho, em vez de aceitar um salário que para eles representa uma utilidade inferior a certo limite mínimo.

Esse postulado é compatível com o que se pode chamar desemprego “friccional”, pois uma interpretação realista do mesmo permite, com plena justificação, conciliar certas imperfeições de ajustamento que impedem um estado contínuo de pleno emprego, como, por exemplo, o desemprego em razão de uma temporária desproporção dos recursos especializados, resultante de cálculos errados, da procura intermitente, de atrasos decorrentes de mudanças imprevistas, ou, ainda, do fato de que a transferência de um emprego para outro não se realiza sem certa demora, de modo que, numa sociedade não estática, sempre existe certa proporção de recursos não empregados “entre um e outro trabalho”. Além do desemprego “friccional”, o postulado é ainda compatível com o desemprego “voluntário”, em razão da recusa ou incapacidade de determinada unidade de mão-de-obra em aceitar uma remuneração

que alguns recursos permanecem sem emprego contra a vontade de seus proprietários. Isso não afeta a essência do argumento, se bem que simplifique sua exposição”. Assim sendo, enquanto Ricardo nega expressamente qualquer intenção de referir-se ao dividendo nacional como um todo, o prof. Pigou, em um livro que se ocupa especificamente do problema do dividendo nacional, sustenta que a mesma teoria é tão aplicável nos casos de desemprego involuntário quanto no caso de pleno emprego.



equivalente à sua produtividade marginal, em decorrência da legislação, dos costumes sociais, de um entendimento para contrato coletivo de trabalho, ou, ainda, da lentidão em adaptar-se às mudanças ou, simplesmente, em consequência da obstinação humana. Todavia, estas duas categorias de emprego, “friccional” e “voluntária”, são abrangentes. Os postulados clássicos não admitem a possibilidade de uma terceira categoria que passarei a definir, mais adiante, como o desemprego “involuntário”.

Sujeito a estas restrições, o volume dos recursos empregados acha-se, em conformidade com a teoria clássica, convenientemente determinado pelos dois postulados. O primeiro dá-nos a curva de demanda por emprego e o segundo, a curva de oferta; o volume do emprego é fixado pelo ponto em que a utilidade do produto marginal iguala a desutilidade do emprego marginal.

Como consequência disso, haveria apenas quatro meios possíveis de aumentar o emprego:

(a) melhoria da organização ou da previsão, de maneira que diminua o desemprego “friccional”;

(b) redução da desutilidade marginal do trabalho expressa pelo salário real, para o qual ainda existe mão-de-obra disponível, de modo que diminua o desemprego “voluntário”;

(c) aumento da produtividade marginal física do trabalho nas indústrias produtoras de bens de “consumo de assalariados”<sup>31</sup> (para usar o termo adequado, com o qual o prof. Pigou designa os artigos de cujos preços dependem a utilidade dos salários nominais); ou

(d) aumento em relação aos preços dos bens de consumo de não assalariados<sup>32</sup> comparativamente aos das outras categorias de bens, juntamente com o deslocamento das despesas dos indivíduos não assalariados dos bens salariais para os de outras categorias.

Tal é, segundo meu melhor entender, a substância da obra *Theory of Unemployment* do prof. Pigou — o único relato detalhado que existe da teoria clássica do emprego.<sup>33</sup>

## II

Será verdade que as categorias anteriores abrangem todo o problema, considerando que, de modo geral, a população raramente en-

31 Tradução mais próxima para o termo *wage-goods*, que corresponde aos bens e serviços básicos que compõem o consumo típico de um trabalhador assalariado. (N. do R. T.)

32 A obra *Theory of Unemployment* do prof. Pigou é examinada em maiores detalhes no Apêndice ao cap. 19, mais adiante.

33 Cf. a citação do Prof. Pigou, p. 47, nota de rodapé.

contra tanto emprego quanto desejaria ao salário corrente? Deve-se, pois, admitir que, se fosse maior a procura de mão-de-obra, maior quantidade de trabalho seria oferecida ao nível do salário nominal vigente.<sup>34</sup> A escola clássica concilia este fenômeno com seu segundo postulado, argumentando que, se a procura de mão-de-obra ao salário nominal vigente se acha satisfeita antes de estarem empregadas todas as pessoas desejosas de trabalhar em troca dele, isso se deve a um acordo declarado ou tácito entre os operários de não trabalharem por menos, e que, se todos eles admitissem uma redução dos salários nominais, maior seria o volume de emprego atendido. Sendo este o caso, tal desemprego, embora aparentemente involuntário, não o seria estritamente falando, devendo incluir-se na categoria do desemprego “voluntário”, em virtude dos efeitos dos contratos coletivos de trabalho etc.

Isso suscita duas observações, a primeira das quais se relaciona com o comportamento dos trabalhadores em face dos salários reais e dos salários nominais, respectivamente, e não é teoricamente fundamental; a segunda, porém, o é.

Suponhamos, por enquanto, que a mão-de-obra não esteja disposta a trabalhar por um salário nominal menor e que uma redução desse nível conduza, através de greves ou por qualquer outro meio, a uma saída do mercado de trabalho de uma parte da mão-de-obra atualmente empregada. Pode-se, a partir disso, deduzir que o nível presente dos salários reais equivale exatamente à desutilidade marginal do trabalho? Não necessariamente, pois, embora uma redução do salário nominal em vigor leve à saída de certa quantidade de mão-de-obra, isso não quer dizer que uma redução do salário nominal medido em termos de bens de consumo de assalariados produza o mesmo efeito, caso resulte de uma alta de preços desses bens. Em outras palavras, pode acontecer que, dentro de certos limites, as exigências da mão-de-obra tendam a um mínimo de salário nominal e não a um mínimo de salário real. A escola clássica presumiu, tacitamente, que este fato não traria uma mudança significativa de sua teoria. Mas isso não é exato, pois, se a oferta de trabalho não for uma função dos salários reais como sua única variável, seu argumento desmorona-se por completo, deixando totalmente indeterminada a questão do que será o nível efetivo de emprego.<sup>35</sup> Esta mesma escola clássica parece não ter concebido que sua curva de oferta de mão-de-obra se deslocará a cada movimento dos preços, a não ser que tal oferta seja função exclusiva do salário real. Diante disso, seu método encontra-se vinculado às suas hipóteses

34 Termo análogo ao da nota anterior, representando a tradução mais próxima de *non-wage-goods*, que corresponde aos bens e serviços finais que compõem a cesta típica de consumo de um indivíduo não assalariado. (N. do R. T.)

35 Este ponto será tratado detalhadamente no Apêndice ao cap. 19, mais adiante.

muito especiais e não pode ser adaptado para se fazer uma análise do caso mais geral.

Ora, a experiência comum ensina-nos, sem a menor sombra de dúvida, que, em vez de mera possibilidade, a situação em que a mão-de-obra estipula (dentro de certos limites) um salário nominal, em vez de um salário real, constitui o caso normal. Se bem que o trabalhador resista, normalmente, a uma redução do seu salário nominal, não costuma abandonar o trabalho ao se verificar uma alta de preços dos bens de consumo salariais. Costuma-se, às vezes, dizer que seria ilógico, por parte do trabalhador, resistir à diminuição dos salários nominais e não resistir à dos salários reais. Por motivos que mencionaremos adiante (p. 52), talvez isso não seja tão ilógico como parece à primeira vista e, conforme veremos mais tarde, é vantajoso que assim o seja. Todavia, lógica ou ilógica, a experiência prova ser este, de fato, o comportamento do trabalhador.

Ademais, o argumento de que o desemprego que caracteriza um período de depressão se deva à recusa da mão-de-obra em aceitar uma diminuição dos salários nominais não está claramente respaldado pelos fatos. Não é muito plausível afirmar que o desemprego nos Estados Unidos em 1932 tenha resultado de uma obstinada resistência do trabalhador em aceitar uma diminuição dos salários nominais, ou de uma insistência obstinada de conseguir um salário real superior ao que permitia a produtividade do sistema econômico. Amplas são as variações por que passa o volume de emprego sem que haja mudança aparente nos salários reais mínimos exigidos pelo trabalhador ou em sua produtividade. O trabalhador não se mostra mais intransigente no período de depressão que no de expansão, antes pelo contrário. Também não é verdade que a sua produtividade física seja menor. Estes fatos, emanados da experiência, constituem, *prima facie*, o motivo para pôr em dúvida a adequação da análise clássica.

Seria interessante examinar os resultados de uma análise estatística sobre as verdadeiras relações entre as mudanças dos salários nominais e reais. No caso de uma variação que afeta apenas certo gênero de indústria, é de se esperar que os salários reais variem no mesmo sentido dos salários nominais. Mas no caso de variações no nível de salários, observaríamos, julgo eu, que a variação dos salários reais que acompanha a dos salários nominais, longe de se apresentar normalmente no mesmo sentido, ocorre quase sempre em sentido oposto. Isso quer dizer que, quando os salários nominais sobem, constata-se que os salários reais baixam, e quando os salários nominais baixam, são os salários reais que sobem. Isso se deve ao fato de que, em um curto período, a baixa dos salários nominais e a elevação dos salários reais constituem, por motivos diferentes, fenômenos ligados à diminuição do emprego, pois, embora o trabalhador se mostre mais disposto a aceitar reduções de salário quando o emprego declina, os salários

reais tendem, inevitavelmente, a crescer nas mesmas circunstâncias, em virtude do maior retorno marginal de determinado estoque de capital quando a produção diminui.

Se, efetivamente, for exato que o salário real vigente esteja um pouco abaixo do qual em nenhuma circunstância se contaria com mais mão-de-obra do que a atualmente empregada, nenhum outro desemprego involuntário existiria além do "friccional". No entanto, seria absurdo imaginar que seja sempre assim, pois uma quantidade de mão-de-obra superior à atualmente empregada encontra-se, normalmente, disponível ao salário nominal vigente, mesmo quando se verifica uma alta no preço dos bens de consumo de assalariados e, conseqüentemente, decresce o salário real. Sendo isso verdadeiro, os bens de consumo de assalariados equivalentes ao salário nominal vigente não representam a verdadeira medida da desutilidade marginal do trabalho e o segundo postulado deixa de ter validade.

Existe, no entanto, uma objeção ainda mais fundamental. O segundo postulado decorre da idéia de que os salários reais dependem das negociações salariais entre trabalhadores e empresários. Admite-se, por certo, que essas negociações se realizam, efetivamente, em termos monetários, e também que os salários reais considerados aceitáveis pelos trabalhadores não são, de certo modo, independentes do nível de salário nominal correspondente. Não obstante, é a este salário nominal assim fixado que se recorre para determinar o salário real. A partir disso, a teoria clássica considera ser sempre possível à mão-de-obra reduzir seu salário real, aceitando uma diminuição do seu salário nominal. O postulado de que o salário real tende a igualar-se à desutilidade marginal do trabalho presume, claramente, que a própria mão-de-obra esteja em condições de fixar o seu salário real, embora o mesmo não aconteça com o volume de emprego oferecido em troca.

A teoria tradicional sustenta, em essência, *que as negociações salariais entre trabalhadores e empresários determinam o salário real*, de tal modo que, supondo que haja livre-concorrência entre os empregadores e a ausência de combinação restritiva entre os trabalhadores, os últimos poderiam, se desejassem, fazer coincidir os seus salários reais com a desutilidade marginal do volume de emprego oferecido pelos empregadores ao dito salário. Não sendo assim, desaparece qualquer razão para se esperar uma tendência à igualdade entre o salário real e a desutilidade marginal do trabalho.

É necessário ter em mente que as conclusões clássicas pretendem-se aplicáveis à mão-de-obra em seu conjunto e não significam, meramente, que um indivíduo isolado possa achar trabalho aceitando uma redução no salário nominal que seus companheiros recusam. Supõem-se, igualmente, aplicáveis tanto a um sistema fechado quanto a um sistema aberto, e não dependem das características próprias de um sistema aberto nem dos efeitos que uma redução dos salários no-

minais em um único país exerce sobre seu comércio exterior, efeitos estes que estão completamente fora do escopo do presente raciocínio. Não se prendem, tampouco, aos efeitos indiretos, que uma redução da folha de pagamentos em termos monetários exerce sobre o sistema bancário e as condições de crédito, cujos efeitos examinaremos detalhadamente no capítulo 19. Essas conclusões baseiam-se na crença de que, em um sistema fechado, a redução do nível geral dos salários nominais é necessariamente acompanhada, pelo menos em curtos períodos e apenas sujeita a algumas restrições secundárias, por certa redução dos salários reais, embora nem sempre proporcional.

Ora, a hipótese de que o nível geral dos salários reais depende das negociações entre os empregadores e os trabalhadores não é, obviamente, válida. Na verdade é de se admirar que poucos esforços têm sido feitos no sentido de comprovar ou de refutar esta hipótese, pois está longe de ser consistente com o conteúdo geral da teoria clássica, que nos ensinou que os preços são determinados pelo custo marginal expresso em termos nominais e que os salários nominais governam, em grande parte, o custo marginal. Assim sendo, se houvesse variações nos salários nominais, seria de esperar que a escola clássica sustentasse que os preços variassem em proporção quase igual, de tal modo que o salário real e o nível de desemprego permanecessem praticamente os mesmos e, como consequência, quaisquer ganhos ou perdas, por menores que sejam, para a mão-de-obra, ocorrem à custa ou em proveito de outros elementos do custo marginal que permaneceu inalterado.<sup>36</sup> Parece, entretanto, que houve um desvio desse ponto de vista, em parte por causa da firme convicção de que o trabalhador está em condições de fixar o seu próprio salário real e, em parte, talvez, pela preocupação de que os preços dependem da quantidade da moeda. Ao admitir que o trabalhador está sempre em condições de fixar o seu próprio salário real, esta crença continuou a ser sustentada pela confusão com o princípio segundo o qual a mão-de-obra se acha sempre em condições de determinar o salário real correspondente ao *pleno* emprego, isto é, ao volume *máximo* de emprego compatível com determinado salário real.

Em resumo, levantam-se duas objeções contra o segundo postulado da teoria clássica. A primeira refere-se ao comportamento efetivo do trabalhador. Uma redução dos salários reais, devida a uma alta de preços, não acompanhada da elevação dos salários nominais, não determina, por via de regra, uma diminuição da oferta de mão-de-obra disponível à base do salário corrente, abaixo do volume de emprego anterior à alta dos preços. Supor o contrário seria admitir que as pes-

36 No meu entender, este raciocínio de fato contém grande dose de verdade, embora os resultados completos e uma alteração nos salários nominais sejam menos simples, como veremos no cap. 19, mais adiante.

soas no momento desempregadas, embora desejosas de trabalhar ao salário corrente, deixariam de oferecer os seus serviços no caso de uma pequena elevação do custo de vida. Mesmo assim, é nesta curiosa suposição que parece basear-se a obra *Theory of Unemployment* do professor Pigou<sup>37</sup> e é ela que, tacitamente, admitem todos os partidários da escola ortodoxa.

Contudo, a outra objeção, de fundamental importância, que formularemos nos capítulos seguintes, decorre de nossa contestação da hipótese de que o nível geral dos salários reais seja diretamente determinado pelo caráter das negociações sobre salários. Ao supor que as negociações sobre salários determinam o salário real, a escola clássica descambou para uma hipótese arbitrária, pois os trabalhadores, em conjunto, *não* dispõem de nenhum meio de fazer coincidir o equivalente do nível geral de salários nominais expresso em bens de consumo com a desutilidade marginal do volume de emprego existente. Provavelmente não existe nenhum expediente por meio do qual a mão-de-obra, em conjunto, possa reduzir os seus salários *reais* a uma cifra determinada, revisando as cláusulas monetárias dos acordos celebrados com os empregadores. Esta será a nossa argumentação. Esforçar-nos-emos para demonstrar que o papel principal na determinação do nível geral dos salários reais é desempenhado por diversos outros fatores. Um dos nossos temas principais será a elucidação desse problema. Sustentaremos ter havido nessa matéria um mal-entendido fundamental no tocante às regras que determinam o real funcionamento da economia em que vivemos.

### III

Embora se julgue, freqüentemente, que a luta entre indivíduos e grupos pelos salários nominais determina o nível dos salários reais, na realidade essa luta tem um objetivo diferente. Uma vez que a mobilidade do trabalho é imperfeita e os salários não tendem a estabelecer uma exata igualdade de vantagens líquidas para as diferentes ocupações, qualquer indivíduo ou grupo de indivíduos que consinta numa redução dos seus salários nominais em relação a outros sofre uma redução *relativa* do salário real, o que é suficiente para justificar a sua resistência. Por outro lado, seria impraticável opor-se a qualquer redução dos salários reais que resultasse de alteração no poder aquisitivo do dinheiro e que afetasse igualmente a todos os trabalhadores; com efeito, não há, em geral, resistência a este modo de reduzir os salários nominais, a não ser que isto venha atingir níveis excessivos. Além do mais, a oposição às reduções nos salários nominais aplicadas a certas indústrias não ergue a mesma barreira insuperável ao aumento

37 Cf. cap. 19, Apêndice.

do emprego agregado que resultaria de uma resistência análoga a toda e qualquer redução dos salários reais.

Em outras palavras, a competição em torno dos salários nominais influi, primordialmente, sobre a *distribuição* do salário real agregado entre os diferentes grupos de trabalhadores e não sobre o montante médio por unidade de emprego, o qual depende, como veremos, de outra série de fatores. A consequência da união de um grupo de trabalhadores é a proteção de seu salário real *relativo*. O nível *geral* dos salários reais depende de outras forças do sistema econômico.

É, pois, uma circunstância favorável os trabalhadores mostrarem-se por instinto, embora sem se aperceberem disso, economistas mais razoáveis do que a escola clássica, pelo fato de resistirem às reduções dos salários nominais que raramente ou nunca assumem caráter geral, mesmo que o equivalente real destes salários exceda a desutilidade marginal do emprego existente; isso enquanto não se opõem às reduções do salário real que acompanham os aumentos do emprego agregado e deixam inalterados os salários nominais relativos, a não ser que essas reduções atinjam tal proporção que o salário real corra o risco de cair abaixo da desutilidade marginal do volume de emprego existente. Todos os sindicatos oferecerão alguma resistência, por menor que seja, a uma redução dos salários nominais. Mas, considerando-se que os sindicatos não ousariam entrar em greve toda vez que houvesse um aumento de custo de vida, eles não representam obstáculo, como pretende a escola clássica, a um aumento do volume agregado de emprego.

#### IV

Precisamos agora definir a terceira categoria de desemprego, ou seja, o desemprego “involuntário” no sentido estrito da palavra, cuja possibilidade a teoria clássica não admite.

É claro que por desemprego “involuntário” não queremos significar a mera existência de uma capacidade de trabalho parcialmente utilizada. Uma jornada de oito horas não constitui desemprego simplesmente porque não está além da capacidade humana de trabalhar dez horas. Nem devemos considerar desemprego “involuntário” o abandono do trabalho por um grupo de trabalhadores que preferisse não trabalhar abaixo de certa remuneração real. Além disso, convém excluir da nossa definição de desemprego “involuntário” o desemprego “friccional”. Esta definição será, portanto, a seguinte: *Existem desempregados involuntários quando, no caso de uma ligeira elevação dos preços dos bens de consumo de assalariados relativamente aos salários nominais, tanto a oferta agregada de mão-de-obra disposta a trabalhar pelo salário nominal corrente quanto a procura agregada da mesma ao dito salário são maiores que o volume de emprego existente.* No capítulo seguinte (p. 60 *et seq.*) daremos outra definição que, na realidade, corresponde a esta.

Resulta dessa definição que a igualdade entre o salário real e a desutilidade marginal do emprego, presumida pelo segundo postulado, corresponde, quando interpretada de maneira realista, à ausência de desemprego “involuntário”. Descreveremos este estado de coisas denominando-o “pleno” emprego, englobando tanto o desemprego “friccional” quanto o “voluntário” dentro do conceito de “pleno” emprego, em uma única definição. Isto coincide, como verificaremos, com outras características da teoria clássica, que deveria ser logicamente considerada uma teoria da distribuição em condições de pleno emprego. À medida que os postulados clássicos permanecem válidos, o desemprego, que é involuntário no sentido anterior, não poderá ocorrer. O desemprego aparente deve, conseqüentemente, ser o resultado de uma perda temporária de trabalho do tipo de “transição entre empregos”, de caráter intermitente da procura de recursos altamente especializados, ou de uma política dos sindicatos no sentido de impedir o emprego de mão-de-obra não sindicalizada. Por isso, os autores que seguem a tradição clássica, ignorando a hipótese especial em que se baseava a sua teoria, foram levados à conclusão inevitável e perfeitamente lógica, de acordo com essa hipótese, de que o desemprego aparente (salvo as exceções admitidas) era fundamentalmente devido à recusa dos fatores não empregados em aceitar uma remuneração correspondente à sua produtividade marginal. Um economista clássico pode simpatizar com a mão-de-obra quando esta se nega a aceitar uma redução do seu salário nominal, e admitirá que, talvez, não seja prudente obrigá-la a sujeitar-se a condições transitórias; mas a probidade científica força-o a declarar que esta negativa nem por isso deixa de ser a causa fundamental das dificuldades.

Contudo, se a teoria clássica é apenas aplicável ao caso do pleno emprego, torna-se obviamente enganoso aplicá-la aos problemas de desemprego involuntário — supondo-se que tal coisa exista (e quem o negará?). Os teóricos da escola clássica são comparáveis aos geômetras euclidianos em um mundo não euclidiano, os quais, descobrindo que, na realidade, as linhas aparentemente paralelas se encontram com muita freqüência, as criticam por não se conservarem retas, como único recurso contra as desastrosas interseções que se produzem. Sendo esta a realidade, não há, de fato, nenhuma outra solução a não ser rejeitar o axioma das paralelas e elaborar uma geometria não euclidiana. A ciência econômica reclama hoje uma medida desse gênero. Precisamos desembaraçar-nos do segundo postulado da doutrina clássica e elaborar um sistema econômico em que o desemprego involuntário seja possível no seu sentido mais estrito.

## V

Ao enfatizar os aspectos que os separam da doutrina clássica, não devemos esquecer uma concordância importante. Manteremos, pois,



o primeiro postulado como até aqui, apenas sujeito às mesmas restrições da teoria clássica, e convém fazer uma pausa, por um instante, a fim de examinar-lhe as conseqüências.

Significa este postulado que, em certo estado de organização, equipamento e técnica, os salários reais e o volume de produção (e, portanto, do emprego) são correlacionados de uma única forma, de tal modo que, em termos gerais, um aumento do emprego só pode ocorrer simultaneamente com um decréscimo da taxa de salários reais. Com isso, não estou contestando este fato fundamental que os economistas clássicos (corretamente) declararam inatacável. Em certo estado de organização, equipamento e técnica, em cada nível de salário real ganho por uma unidade de trabalho há uma única correlação (inversa) com o volume de emprego. Portanto, se o emprego aumenta, isso quer dizer que em períodos curtos a remuneração por unidade de trabalho, expressa em bens de consumo dos assalariados, deve, em geral, diminuir e os lucros devem aumentar.<sup>38</sup> Este é, simplesmente, o reverso da proposição, já bastante conhecida, segundo a qual a indústria trabalha normalmente sujeita a rendimentos decrescentes a curto prazo, durante o qual se supõe que permaneçam constantes o equipamento etc., dessa forma, o produto marginal das indústrias de bens de consumo dos assalariados (o qual determina os salários reais) necessariamente se reduz à medida que o emprego aumenta. Portanto, na medida em que se considerar válida esta proposição, *qualquer* meio destinado a aumentar o emprego conduzirá, inevitavelmente, a uma diminuição paralela do produto marginal e, portanto, do nível dos salários medido em termos desse produto.

Uma vez afastado o segundo postulado, porém, um declínio do emprego, embora necessariamente associado ao fato de que o trabalho *receba* um salário equivalente a uma quantidade maior de bens de consumo, não se deve, necessariamente, ao fato de que a mão-de-obra *reclame* uma quantidade maior desses bens; e a aceitação, pela mão-de-obra, de menores salários nominais não é, necessariamente, um remédio para o desemprego. A teoria dos salários em sua relação com o emprego, à qual estamos sendo conduzidos pelo raciocínio aqui ex-

38 O raciocínio configura-se da seguinte maneira:  $n$  homens encontram-se empregados, o enésimo acrescenta um *bushel* diário à colheita e os salários têm o poder aquisitivo de um *bushel* por dia. O  $n + 1$  <sup>ésimo</sup> homem, entretanto, apenas acrescentaria 0,9 *bushel* por dia e o emprego não pode, portanto, subir a  $n + 1$  homens, a não ser que o preço do trigo suba em relação aos salários até que o poder aquisitivo dos salários seja de 0,9 *bushel*. Os salários agregados seriam então de  $9/10 (n + 1)$  *bushel*, quando anteriormente eram de  $n$  *bushel*. Destarte, o emprego de um homem suplementar, no caso de ocorrer, implica uma transferência de recursos dos que antes estavam empregados para os empregadores.

\* No original em inglês aparece o termo *bushel*, uma medida de volume sem tradução para o português, correspondente a 0,036 m<sup>3</sup> na Inglaterra, ou 35,238 litros nos EUA. Por fidelidade ao texto é mantido o termo original. Como se trata de um exemplo hipotético, não há maiores problemas decorrentes da conservação desta medida. (N. do R. T.)

posto, não pode ser completamente elucidada antes de chegarmos ao capítulo 19 e a seu Apêndice.

## VI

Desde o tempo de Say e de Ricardo os economistas clássicos têm ensinado que a oferta cria sua própria procura; isto significa de modo expressivo, mas não claramente definido, que o total dos custos de produção deve ser gasto por completo, direta ou indiretamente, na compra do produto.

Na obra *Principles of Political Economy* de J. S. Mill, esta doutrina está expressamente exposta:

“O que constitui os meios de pagamento das mercadorias são as próprias mercadorias. Os meios de que cada indivíduo dispõe para pagar a produção alheia são os produtos que ele mesmo possui. Todos os vendedores são, no próprio sentido da palavra, compradores. Se pudéssemos duplicar repentinamente as forças produtoras de um país, poderíamos duplicar a oferta de mercadorias em todos os mercados, mas ao mesmo tempo duplicaríamos o poder aquisitivo. Todo o mundo duplicaria simultaneamente a procura e a oferta; todos poderiam comprar o dobro, pois teriam duas vezes mais para oferecer em troca”.<sup>39</sup>

Como corolário desta mesma doutrina, julgou-se que qualquer ato individual de abstenção de consumir necessariamente leva e equivale a um investimento na produção de riqueza sob a forma de capital, resultante do trabalho e das mercadorias assim liberadas da necessidade de consumo. A seguinte passagem da obra *Pure Theory of Domestic Values*<sup>40</sup> de Marshall ilustra o ponto de vista tradicional:

“A renda total de cada pessoa é inteiramente gasta na compra de mercadorias e serviços. Diz-se, mesmo, que um homem gasta uma parte de sua renda e economiza a outra. Porém é um axioma econômico muito conhecido que um homem compra trabalho e mercadorias com a parte da renda poupada, do mesmo modo que com a parte despendida. Quando alguém procura obter uma satisfação imediata por meio dos serviços e mercadorias que compra, diz-se que gasta. Quando faz com que o trabalho e as mercadorias que compra contribuam para a produção de riqueza da qual espera tirar meios de satisfação no futuro, diz-se que poupa”.

É verdade que dificilmente se poderiam citar passagens seme-

<sup>39</sup> *Principles of Political Economy*. Livro Terceiro, cap. XIV, § 2.

<sup>40</sup> P. 34.

lhantes nas obras posteriores de Marshall,<sup>41</sup> e nas de Edgeworth ou do professor Pigou. A doutrina não é hoje exposta de forma tão rudimentar. Mas nem por isso deixa de ser a base sobre a qual se assenta toda a teoria clássica, que sem ela desmoronaria. Economistas contemporâneos, que hesitariam em aceitar a doutrina de Mill, aceitam sem vacilação as conclusões que requerem essa doutrina como premissa. A convicção que permeia, por exemplo, em quase toda a obra do professor Pigou de que a moeda não faz, realmente, grande diferença, exceto de forma friccional, e de que a teoria da produção e do emprego pode ser elaborada (como a de Mill) sobre uma base de trocas “reais”, e com a moeda introduzida superficialmente num capítulo posterior. O pensamento contemporâneo está ainda fortemente impregnado da noção de que, se o dinheiro não for gasto de uma forma, o será de outra.<sup>42</sup> Na verdade, os economistas do pós-guerra nem sempre lograram sustentar este ponto de vista de maneira *consistente*, pois suas idéias atuais acham-se demasiadamente influenciadas pela tendência contrária e por fatos da experiência em flagrante desacordo com sua concepção anterior.<sup>43</sup> Todavia, não foram extraídas dessa situação conseqüências de longo alcance, nem houve uma revisão de sua teoria fundamental.

Em primeiro lugar, estas conclusões podem ter-se aplicado ao tipo de economia em que realmente vivemos por falsa analogia com algum tipo de economia sem trocas, como a de Robinson Crusóe, na qual a renda que os indivíduos consomem ou poupam como resultado de sua atividade produtiva é real e exclusivamente constituída pela produção *in specie* dessa atividade. Porém, fora disso, a conclusão de que os *custos* de produção são sempre globalmente cobertos pelo produto das vendas resultantes da procura é bastante plausível, porque é difícil distinguir esta proposição de outra análoga e incontestavelmente verdadeira, ou seja, a de que a renda obtida globalmente por todos os

41 J. A. Hobson, depois de citar o parágrafo anterior de Mill, em sua obra *Physiology of Industry* (p. 102), assinala que Marshall fez o seguinte comentário em uma de suas primeiras obras, *Economics of Industry*, p. 154: “Contudo, embora os homens tenham o poder de comprar, podem preferir não se utilizarem dele”. “Mas”, acrescenta Hobson, “ele não parece ter percebido a importância capital deste fato e dá a impressão de limitar-lhe as conseqüências aos períodos de ‘crise’.” Este comentário é válido, julgo eu, à luz dos trabalhos posteriores de Marshall.

42 Cf. MARSHALL, Alfred e Mary. *Economics of Industry*. p. 17: “Não é conveniente para a indústria que existam roupas feitas com tecido que se gasta depressa, pois, se as pessoas não gastassem seus recursos na compra de roupas novas, iriam gastá-los em coisas que proporcionariam trabalho de alguma outra maneira”. O leitor há de notar que estou citando os primeiros trabalhos de Marshall. O Marshall da obra *Principles* tornou-se bastante cético para ser cauteloso e evasivo. Mas as antigas idéias nunca foram repudiadas nem extirpadas das hipóteses fundamentais de sua teoria.

43 O prof. Robbins distingue-se por ser quase o único que continua a defender uma linha consistente de pensamento; suas recomendações práticas pertencem ao mesmo sistema de sua teoria.

elementos da comunidade, que participam de uma atividade produtiva, tem necessariamente um valor exatamente igual ao *valor* da produção.

Do mesmo modo, é natural supor que o ato pelo qual um indivíduo enriquece, sem aparentemente tirar nada de outro, deve também enriquecer a comunidade inteira; em consequência disso (como na passagem de Marshall que acabamos de citar), um ato de poupança individual conduz inevitavelmente a um ato paralelo de investimento, pois, mais uma vez, é incontestável que a soma dos incrementos líquidos da riqueza dos indivíduos deve ser exatamente igual ao incremento líquido agregado da riqueza da comunidade.

Os que assim pensam foram, contudo, vítimas de uma ilusão de óptica que confunde duas atividades essencialmente diferentes. Julgaram, erradamente, que existe um nexu unindo as decisões de abster-se de um consumo imediato às de prover a um consumo futuro, quando não há nenhuma relação simples entre os motivos que determinam as primeiras e os que determinam as segundas.

Portanto, a hipótese da igualdade entre o preço da procura da produção global e o preço da oferta é que deve ser considerada o “axioma das paralelas” da teoria clássica. Admitida esta hipótese, tudo o mais se deduz naturalmente — as vantagens sociais da poupança individual e nacional, a atitude tradicional para com a taxa de juros, a teoria clássica do desemprego, a teoria quantitativa da moeda, as vantagens ilimitadas do *laissez-faire* quanto ao comércio externo e muitos outros aspectos que teremos de discutir.

## VII

Em diversos pontos deste capítulo fizemos, sucessivamente, a teoria clássica depender das seguintes hipóteses:

- (1) que o salário real é igual à desutilidade marginal do trabalho existente;
- (2) que não existe o que se chama desemprego involuntário no seu sentido estrito;
- (3) que a oferta cria a sua própria procura, no sentido de que o preço da procura agregada é igual ao preço da oferta agregada para todos os níveis de produção e de emprego.

Essas três hipóteses, entretanto, equivalem-se entre si, no sentido de que subsistem ou desmoronam juntas, pois qualquer delas depende, logicamente, das outras duas.

# CAPÍTULO 3

## O Princípio da Demanda Efetiva

### I

Precisamos, de início, recorrer a alguns termos, os quais serão definidos com mais rigor posteriormente. Em determinada situação técnica, de recursos e de custos, o emprego de certo volume de mão-de-obra impõe ao empresário duas espécies de gastos: a primeira são os montantes que ele paga aos fatores de produção (excetuando-se os que paga a outros empresários) por seus serviços habituais, e que denominaremos *custo de fatores* do emprego em questão; a segunda são os montantes que paga a outros empresários pelo que lhes compra, juntamente com o sacrifício que faz utilizando o seu equipamento em vez de o deixar ocioso, ao que chamaremos *custo de uso* do emprego em questão.<sup>44</sup> A diferença entre o valor da produção resultante e a soma do custo de fatores e do custo de uso é o lucro, ou, como passaremos a chamar-lhe, a *renda* do empresário. O custo de fatores vem a ser, naturalmente, a renda dos fatores de produção considerada do ponto de vista do empresário, de modo que o custo de fatores e o lucro formam, juntamente, o que definiremos como *renda total* resultante do emprego oferecido pelo empresário. O lucro do empresário assim definido é, como deveria ser, a quantia que ele procura elevar ao máximo quando está decidindo qual o volume de emprego que deve oferecer. Por vezes, quando se trata do problema da ótica do empresário, é conveniente chamar a renda agregada (isto é, custo de fatores *mais* lucro) resultante de certo volume de emprego de *produto* deste nível de emprego. Por outro lado, o preço da oferta agregada<sup>45</sup> da produção resultante de determinado volume de emprego é o produto esperado, que é exata-

44 Uma definição precisa de *custo de uso* será apresentada no cap. 6.

45 Que não deve ser confundida (ver *infra*) com o preço de oferta de uma unidade de produto no sentido comum do termo.

mente suficiente para que os empresários considerem vantajoso oferecer o emprego em questão.<sup>46</sup>

Disso se deduz que, levando em conta certas condições da técnica de recursos e de custo dos fatores por unidade de emprego, tanto para cada firma individual quanto para a indústria em conjunto, o volume do emprego depende do nível de receita que os empresários esperam receber da correspondente produção.<sup>47</sup> Os empresários, pois, esforçam-se por fixar o volume de emprego ao nível em que esperam maximizar a diferença entre a receita e o custo dos fatores.

Seja  $Z$  o preço de oferta agregada da produção resultante do emprego de  $N$  homens e seja a relação entre  $Z$  e  $N$ , que chamaremos *função da oferta agregada*,<sup>48</sup> representada por  $Z = \phi(N)$ . Da mesma forma, seja  $D$  o produto que os empresários esperam receber do emprego de  $N$  homens, sendo a relação entre  $D$  e  $N$ , a que chamaremos *função da demanda agregada*, representada por  $D = f(N)$ .

Dessa maneira, se para determinado valor de  $N$  o produto esperado for maior que o preço da oferta agregada, isto é, se  $D$  for superior a  $Z$ , haverá um incentivo que leva os empresários a aumentar o emprego acima de  $N$  e, se for necessário, a elevar os custos disputando os fatores de produção, entre si, até chegar ao valor de  $N$  para o qual  $Z$  é igual a  $D$ . Assim, o volume de emprego é determinado pelo ponto de interseção da função da demanda agregada e da função da oferta agregada, pois

46 O leitor observará que elimino o custo de uso tanto da receita quanto do *preço de oferta agregada* de determinado volume de produção, de tal forma que ambos os termos devem ser interpretados como *líquidos* relativamente ao custo de uso, ao passo que as somas agregadas pagas pelos compradores são, naturalmente, o *bruto* relativamente ao custo de uso. As razões para assim proceder serão apresentadas no cap. 6. O essencial é que as receitas agregadas e o preço da oferta agregada, líquidos do custo de uso, possam definir-se de maneira exclusiva e não ambígua. Visto que, evidentemente, o custo de uso depende do grau de integração da indústria e da importância das compras que os empresários realizam entre si, não pode haver definição das somas agregadas pagas pelos compradores, incluindo o custo de uso, que seja independente desses fatores. Há uma dificuldade semelhante mesmo na definição de preço de oferta no sentido comum da expressão, para um produtor individual; e, no caso da oferta agregada da *produção em conjunto*, corre-se o risco de sérias dificuldades de duplicação que nem sempre foram levadas em conta. Se o termo for interpretado incluindo o custo de uso, os inconvenientes só podem ser vencidos à custa de hipóteses especiais a respeito do grau de integração dos empresários em grupos, conforme sua produção seja de bens de consumo ou de capital, hipóteses que são, em si mesmas, obscuras e complicadas e não correspondem aos fatos. Se, pelo contrário, o preço de oferta agregada se define como antes, isto é, *líquido* relativamente ao custo de uso, essas dificuldades desaparecem. O leitor deverá aguardar o cap. 6 e seu Apêndice, onde há uma análise mais completa dessa questão.

47 Um empresário que tenha de tomar uma decisão prática a respeito da sua escala de produção não terá, naturalmente, uma única expectativa indubitável sobre qual será a receita de venda de uma produção determinada, mas várias expectativas hipotéticas, formuladas com graus variáveis de probabilidade e de exatidão. Por sua expectativa de receita quero dizer, portanto, aquela que, se formulada em condições de certeza, o levaria à mesma conduta que o conjunto das possibilidades mais diversas e vagas que compõem o seu estado de expectativa no instante de tomar sua decisão.

48 No cap. 20, a função que está intimamente ligada à anterior será designada função do emprego.

é neste ponto que as expectativas de lucro dos empresários serão maximizadas. Chamaremos *demanda efetiva* o valor de  $D$  no ponto de interseção da função da demanda agregada com o da oferta agregada. Como esta é a essência da Teoria Geral do Emprego, a qual nos propomos expor, os capítulos seguintes serão, em grande parte, consagrados ao exame dos diversos fatores de que dependem essas duas funções.

A doutrina clássica, por outro lado, que se resumia categoricamente na proposição de que “a Oferta cria a sua própria Demanda” e que continua subjacente em toda a teoria econômica ortodoxa, envolve uma hipótese especial a respeito da relação existente entre estas duas funções. Isso porque a proposição “a Oferta cria a sua própria Demanda” deve significar que  $f(N)$  e  $\phi(N)$  são iguais para *todos* os valores de  $N$ , isto é, para qualquer volume de produção e de emprego; e que, quando há um aumento em  $Z (= \phi(N))$  correspondente a um aumento em  $N$ ,  $D (= f(N))$  aumenta necessariamente na mesma quantidade que  $Z$ . A teoria clássica supõe, em outras palavras, que o preço da demanda agregada (ou produto) sempre se ajusta ao preço da oferta agregada, de tal modo que, seja qual for o valor de  $N$ , o produto  $D$  adquire um valor igual ao do preço da oferta agregada  $Z$  que corresponde a  $N$ . Isto quer dizer que a demanda efetiva, em vez de ter um único valor de equilíbrio, comporta uma série infinita de valores, todos igualmente admissíveis, e que o volume de emprego é indeterminado, salvo na medida em que a desutilidade marginal do trabalho lhe fixe um limite superior.

Se isso fosse verdade, a concorrência entre os empresários levaria sempre a um aumento do emprego, até o ponto em que a oferta agregada cessa de ser elástica, ou seja, um ponto a partir do qual um novo aumento no valor da demanda efetiva já não é acompanhado por um aumento da produção. Evidentemente, isto é o mesmo que o pleno emprego. No capítulo anterior, demos uma definição de pleno emprego baseada no comportamento da mão-de-obra. Outro critério, aliás equivalente, a que chegamos agora é o da situação em que o emprego agregado é inelástico diante de um aumento na demanda efetiva relativamente ao nível de produto correspondente àquele nível de emprego. Assim, a lei de Say, segundo a qual o preço da demanda agregada da produção em conjunto é igual ao preço da sua oferta agregada para qualquer volume de produção, equivale à proposição de que não há obstáculo para o pleno emprego. Contudo, não sendo esta a verdadeira lei que relaciona a demanda agregada e as funções da oferta, falta ainda escrever um capítulo da teoria econômica, cuja importância é decisiva e sem o qual é inútil qualquer discussão a respeito do volume do emprego agregado.

## II

Para o leitor talvez seja útil, neste ponto, a apresentação de um breve sumário da teoria do emprego que será desenvolvida no decorrer

dos capítulos seguintes, ainda que esse resumo possa não ser de todo inteligível. Os termos usados serão, em seu devido tempo, definidos com maior precisão. Neste resumo, passaremos a supor que o salário nominal e os outros elementos de custo permaneçam constantes por unidade de trabalho agregada. Entretanto, esta simplificação, de que mais tarde prescindiremos, é introduzida apenas para facilitar a exposição. O fato de os salários nominais e de outros aspectos estarem ou não sujeitos a variação em nada altera a natureza do raciocínio.

As grandes linhas da nossa teoria podem expressar-se da maneira que se segue. Quando o emprego aumenta, aumenta, também, a renda real agregada. A psicologia da comunidade é tal que, quando a renda real agregada aumenta, o consumo de agregado também aumenta, porém não tanto quanto a renda. Em conseqüência, os empresários sofreriam uma perda se o aumento total do emprego se destinasse a satisfazer a maior demanda para consumo imediato. Dessa maneira, para justificar qualquer volume de emprego, deve existir um volume de investimento suficiente para absorver o excesso da produção total sobre o que a comunidade deseja consumir quando o emprego se acha em determinado nível. A não ser que haja este volume de investimento, as receitas dos empresários serão menores que as necessárias para induzi-los a oferecer tal volume de emprego. Daqui se segue, portanto, que, dado o que chamaremos de propensão a consumir da comunidade, o nível de equilíbrio do emprego, isto é, o nível em que nada incita os empresários em conjunto a aumentar ou reduzir o emprego, dependerá do montante de investimento corrente. O montante de investimento corrente dependerá, por sua vez, do que chamaremos de incentivo para investir, o qual, como se verificará, depende da relação entre a escala da eficiência marginal do capital e o complexo das taxas de juros que incidem sobre os empréstimos de prazos e riscos diversos.

Assim sendo, dada a propensão a consumir e a taxa do novo investimento, haverá apenas um nível de emprego compatível com o equilíbrio, visto que qualquer outro levaria a uma desigualdade entre o preço da oferta agregada da produção em conjunto e o preço da demanda agregada. Este nível não pode ser *maior* que o pleno emprego, isto é, o salário real não pode ser menor que a desutilidade marginal do trabalho. Mas não há, em geral, razão para que ele seja *igual* ao pleno emprego. A demanda efetiva associada ao pleno emprego é um caso especial que só se verifica quando a propensão a consumir e o incentivo para investir se encontram associados entre si numa determinada forma. Esta relação particular, que corresponde às hipóteses da teoria clássica, é, em certo sentido, uma relação ótima. Mas ela só se verifica quando, por acidente ou desígnio, o investimento corrente proporciona um volume de demanda justamente igual ao excedente do preço da oferta agregada da produção resultante do pleno emprego



sobre o que a comunidade decida gastar em consumo quando se encontre em estado de pleno emprego.

Esta teoria pode ser resumida nas seguintes proposições:

(1) Sob certas condições de técnica, de recursos e de custos, a renda (tanto monetária quanto real) depende do volume de emprego  $N$ .

(2) A relação entre a renda de uma comunidade e o que se pode esperar que ela gaste em consumo, designado por  $D_1$ , dependerá das características psicológicas da comunidade, a que chamaremos de sua *propensão a consumir*. Isso quer dizer que o consumo depende do montante da renda agregada e, portanto, do volume de emprego  $N$ , exceto quando houver alguma mudança na propensão a consumir.

(3) A quantidade de mão-de-obra  $N$  que os empresários resolvem empregar depende da soma ( $D$ ) de duas quantidades, a saber:  $D_1$ , o montante que se espera seja gasto pela comunidade em consumo, e  $D_2$ , o montante que se espera seja aplicado em novos investimentos.  $D$  é o que já chamamos antes de *demanda efetiva*.

(4) Desde que  $D_1 + D_2 = D = \phi(N)$ , onde  $\phi$  é a função da oferta agregada, e como, segundo vimos em (2),  $D_1$  é uma função de  $N$ , a qual podemos escrever  $\chi(N)$ , que depende da propensão a consumir, deduz-se que  $\phi(N) - \chi(N) = D_2$ .

(5) Conseqüentemente, o nível de emprego de equilíbrio depende (i) da função da oferta agregada,  $\phi$ , (ii) da propensão a consumir,  $\chi$ , e (iii) do montante do investimento,  $D_2$ . Esta é a essência da Teoria Geral do Emprego.

(6) A cada volume de  $N$  corresponde certa produtividade marginal da mão-de-obra nas indústrias de bens de consumo dos assalariados, e é isto que determina o salário real. A proposição (5) está, portanto, sujeita à condição de que  $N$  não pode *exceder* o valor que reduz o salário real até chegar à igualdade com a desutilidade marginal da mão-de-obra. Isto significa que nem todas as variações de  $D$  são compatíveis com a nossa hipótese provisória de que os salários nominais sejam constantes. Desse modo, é essencial para a exposição completa de nossa teoria que coloquemos de parte esta hipótese.

(7) Na teoria clássica, segundo a qual  $D = \phi(N)$  para *todos* os valores de  $N$ , o nível de emprego está em equilíbrio neutro sempre que  $N$  seja inferior ao seu valor máximo, de modo que se possa esperar que as forças da concorrência entre os empresários o elevem até esse

valor máximo. Apenas neste ponto, segundo a teoria clássica, pode haver um equilíbrio estável.

(8) Quando o emprego aumenta,  $D_1$  também aumenta, porém não tanto quanto  $D$ , visto que, quando nossa renda sobe, nosso consumo também sobe, embora menos. A chave do nosso problema prático encontra-se nesta lei psicológica. Disso decorre que, quanto maior for o nível de emprego, maior será a diferença entre o preço da oferta agregada ( $Z$ ) da produção correspondente e a soma ( $D_1$ ) que os empresários esperam recuperar com os gastos dos consumidores. Conseqüentemente, quando a propensão a consumir não varia, o emprego não pode aumentar, a não ser que isso aconteça ao mesmo tempo que  $D_2$  cresça, de modo que preencha a crescente lacuna entre  $Z$  e  $D_1$ . Diante disso, o sistema econômico pode encontrar um equilíbrio estável com  $N$  em um nível inferior ao pleno emprego, isto é, no nível dado pela interseção da função da procura agregada e da função da oferta agregada — excluídas as hipóteses especiais da teoria clássica, segundo as quais, quando o emprego aumenta, certa força intervém sempre, obrigando  $D_2$  a subir o necessário para preencher a lacuna crescente entre  $Z$  e  $D_1$ .

Não é, portanto, a desutilidade marginal do trabalho, expressa em termos de salários reais, que determina o volume de emprego, exceto no caso em que a oferta de mão-de-obra disponível a certo salário real fixe um nível máximo de emprego. A propensão a consumir e o nível do novo investimento é que determinam, conjuntamente, o nível de emprego, e é este que, certamente, determina o nível de salários reais — não o inverso. Se a propensão a consumir e o montante de novos investimentos resultam em uma insuficiência da demanda efetiva, o nível real do emprego se reduzirá até ficar abaixo da oferta de mão-de-obra potencialmente disponível ao salário real em vigor, e o salário real de equilíbrio será superior à desutilidade marginal do nível de emprego de equilíbrio.

Esta análise nos oferece uma explicação do paradoxo da pobreza em meio à abundância, pois a simples existência de uma demanda efetiva insuficiente pode paralisar, e freqüentemente paralisa, o aumento do emprego antes de haver ele alcançado o nível de pleno emprego. A insuficiência da demanda efetiva inibirá o processo de produção, a despeito do fato de que o valor do produto marginal do trabalho continue superior à desutilidade marginal do emprego.

Além disso, quanto mais rica for a comunidade, mais tenderá a ampliar a lacuna entre a sua produção efetiva e a potencial; e, portanto, mais óbvios e maléficos os defeitos do sistema econômico. Assim, uma comunidade pobre tenderá a consumir a maior parte da sua produção de modo que um investimento modesto será suficiente para lhe garantir o pleno emprego, ao passo que uma comunidade rica terá de descobrir

oportunidades de investimento muito mais amplas, para que possa conciliar a propensão para a poupança dos seus membros mais ricos com o emprego dos seus membros mais pobres. Se em uma comunidade potencialmente rica o incentivo para investir for fraco, a insuficiência da demanda efetiva a obrigará a reduzir sua produção real até que, a despeito de sua riqueza potencial, ela se torne tão pobre que os excedentes sobre o consumo diminuam até chegar ao nível correspondente ao seu fraco incentivo para investir.

A situação, contudo, é ainda mais sombria. Não apenas a propensão marginal a consumir<sup>49</sup> é mais fraca em uma comunidade rica, como também, em virtude de o capital acumulado já ser grande, as oportunidades para novos investimentos são menos atrativas, a não ser que a taxa de juros desça a um ritmo bastante rápido; isso nos leva à teoria da taxa de juros e às razões pelas quais esta não baixa automaticamente ao nível adequado, assunto de que nos ocuparemos no Livro Quarto.

Por essa razão, a análise da propensão a consumir, a definição da eficiência marginal do capital e a teoria da taxa de juros são as três lacunas principais dos nossos atuais conhecimentos que temos necessidade de preencher. Quando isso for conseguido, veremos que a teoria dos preços ocupará o seu lugar apropriado como assunto subsidiário da nossa teoria geral. Constataremos, ademais, que a moeda representa um papel essencial na nossa teoria da taxa de juros e tentaremos desemaranhar as características particulares que a distinguem de outros fatores.

### III

Na economia ricardiana, que serve de base ao que nos vem sendo ensinado há mais de um século, a idéia de que podemos pôr de lado, sem outras cogitações, a função da demanda agregada é fundamental. Malthus, na verdade, se opôs com veemência à doutrina de Ricardo de que era impossível uma insuficiência da demanda efetiva, porém, em vão. Não tendo conseguido explicar com clareza (a não ser por fatos da observação prática) como e por que a demanda efetiva poderia ser deficiente ou excessiva, deixou de fornecer uma estrutura capaz de substituir a tese que atacava; assim, Ricardo conquistou a Inglaterra de maneira tão completa como a Santa Inquisição conquistara a Espanha. Sua teoria não só foi aceita pelos meios influentes de Londres, pelos estadistas e pelo mundo acadêmico, como também cessou toda controvérsia, e o ponto de vista contrário desapareceu por completo e deixou de ser discutido. O grande enigma da demanda efetiva com que Malthus havia lutado desapareceu da literatura econômica. Não se lhe

49 Definida no cap. 10.

faz nenhuma menção, uma vez sequer, em toda a obra de Marshall, de Edgeworth e do professor Pigou, que deram à teoria clássica a sua forma mais definitiva. Apenas sobreviveu, furtivamente, nos subterrâneos do mundo de Karl Marx, de Silvio Gesell e do major Douglas.

O fato de a vitória ricardiana ter sido tão completa faz com que seja revestida de curiosidade e de mistério. Essa vitória provavelmente se deveu a um complexo de afinidades entre a sua doutrina e o meio em que foi lançada. Creio que o fato de ter chegado a conclusões inteiramente diversas das que poderia esperar um indivíduo comum e pouco instruído contribuiu para seu prestígio intelectual. Deu-lhe virtude a circunstância de que seus ensinamentos, transportados para a prática, eram austeros e, por vezes, desagradáveis. Deu-lhe primor o poder sustentar uma superestrutura lógica, vasta e coerente. Deu-lhe autoridade o fato de poder explicar muitas injustiças sociais e crueldades aparentes como incidentes inevitáveis na marcha do progresso, e de poder mostrar que a tentativa de modificar esse estado de coisas tinha, de modo geral, mais chances de causar danos que benefícios. Por ter formulado certa justificativa à liberdade de ação do capitalista individual, atraiu-lhe o apoio das forças sociais dominantes agrupadas atrás da autoridade.

Embora, até há pouco, a doutrina em si nunca tenha sido contestada pelos economistas ortodoxos, sua óbvia inadequação no que tange às finalidades de predição científica diminuiu bastante, com o passar do tempo, o prestígio de seus adeptos. Aparentemente, depois de Malthus, os economistas profissionais ficaram insensíveis diante da falta de conformidade entre os resultados de sua teoria e dos fatos observados; uma discrepância que o homem comum não deixa de observar, como resultado de uma crescente obstinação em conceder aos economistas a manifestação de respeito que tributa a outros grupos de cientistas cujas conclusões teóricas são confirmadas pela observação, quando aplicadas aos fatos.

O celebrado *otimismo* da teoria econômica tradicional — que levou os economistas a serem considerados Cândidos, os quais, tendo-se retirado do mundo para cultivarem seus jardins, clamam que tudo caminha do melhor modo no melhor dos mundos possível, contanto que deixemos as coisas andarem sozinhas — tem como origem, no meu entender, o fato de não haver sido levado em conta o empecilho que uma insuficiência da demanda efetiva pode significar para a prosperidade, pois em uma sociedade que funciona de acordo com os postulados clássicos deveria existir uma tendência natural para o emprego ótimo dos recursos. Pode muito bem ser que a teoria clássica represente o caminho que a nossa economia, segundo o nosso desejo, deveria seguir, mas supor que na realidade ela assim se comporta é presumir que todas as dificuldades estejam removidas.

# **LIVRO SEGUNDO**

## **DEFINIÇÕES E IDÉIAS**

# CAPÍTULO 4

## A Escolha das Unidades

### I

Neste e nos três capítulos seguintes procuraremos esclarecer certas dúvidas que não têm relação peculiar ou exclusiva com os problemas cujo exame nos propusemos fazer de maneira especial. Assim, estes capítulos devem ser considerados uma digressão que nos afastará, temporariamente, do nosso tema principal. Estes assuntos são estudados aqui por nunca terem sido tratados em nenhuma outra parte, de modo conveniente para as necessidades de minha investigação particular.

As três perplexidades que mais dificultaram meu progresso na elaboração deste livro e impediram que me expressasse convenientemente até encontrar alguma solução para elas foram: em primeiro lugar, a escolha das unidades quantitativas adequadas aos problemas do sistema econômico em seu conjunto; em segundo, o papel representado pelas expectativas na análise econômica; e, em terceiro, a definição da renda.

### II

A imperfeição das unidades com que os economistas costumam trabalhar pode ser ilustrada pelos conceitos de dividendo nacional, estoque de capital real e nível geral de preços:

(i) O dividendo nacional, tal como o definiram Marshall e o professor Pigou,<sup>50</sup> mede o volume da produção corrente ou renda real e não o valor da produção ou renda monetária.<sup>51</sup> Além disso, depende,

50 Ver PIGOU. *Economics of Welfare et pas.*, e particularmente Parte Primeira, cap. III.

51 Embora se considere comumente, por razões de um ajuste conveniente, a renda real que constitui o dividendo nacional como limitada aos bens e serviços que se podem comprar com dinheiro.

em certo sentido, da produção *líquida*, quer dizer, da adição líquida aos recursos da comunidade disponíveis para o consumo ou retidos como provisão de capital, que resulta das atividades econômicas e dos sacrifícios de um período, depois de levado em conta o desgaste do estoque do capital real existente no começo desse mesmo período. Sobre estas bases se procurou erigir uma ciência quantitativa. Há, porém, séria objeção a este conceito, aplicado para tal fim, no fato de a produção da comunidade em bens e serviços ser um complexo não homogêneo que não se pode medir (no estrito sentido da palavra) senão em casos especiais, como, por exemplo, quando todos os artigos de uma produção entram na mesma proporção em outra produção.

(ii) A dificuldade é ainda mais acentuada quando, para calcular a produção líquida, se procura medir a adição líquida de equipamento ao capital, pois é necessário encontrar alguma base de comparação quantitativa entre as novas formas de equipamento produzidas durante o período e as antigas, consumidas pelo desgaste. Para chegar ao dividendo nacional líquido, o professor Pigou<sup>52</sup> deduz aquela margem de obsolescência etc., “que pode razoavelmente denominar-se ‘normal’; e a prática de normalidade é aquela em que a obsolescência é bastante regular para ser prevista, se não em detalhe, pelo menos *grosso modo*”. Mas, como essa dedução não se faz em unidades monetárias, o professor Pigou é levado a considerar que pode haver uma variação na quantidade física, embora não tenha havido variação física alguma; isto é, ele está introduzindo, implicitamente, variações no *valor*. Além disso, ele é incapaz de conceber uma fórmula satisfatória<sup>53</sup> para avaliar o equipamento novo em relação ao antigo quando, em virtude de mudanças na técnica, os dois deixam de ser idênticos. Creio que o conceito apontado pelo professor Pigou é o correto e adequado para a análise econômica. Enquanto não for adotado um sistema satisfatório de unidades, é uma tarefa impossível defini-lo com precisão. O problema de comparar uma produção real com outra e calcular depois a produção líquida, compensando com as novas partidas de equipamento o desgaste das antigas, acarreta enigmas que, podemos dizer com segurança, são insolúveis.

(iii) Em terceiro lugar, o conhecido mas inevitável elemento de imprecisão que, como se sabe, acompanha o conceito do nível geral de preços torna o uso deste termo muito inadequado para análise causal, que deve ser exata.

52 *Economics of Welfare*. Parte Primeira. Cap. V, em “What is meant by Maintaining Capital Intact”; conforme as correções feitas em recente artigo no *Economic Journal*. Junho de 1935. p. 225.

53 Cf. as críticas do Prof. HAYEK. In: *Economica*. Agosto de 1935. p. 247.

Essas dificuldades, contudo, são justamente consideradas “enigmas”. Elas são “puramente teóricas”, no sentido de que jamais confundem ou afetam, de qualquer maneira, as decisões dos homens de negócios, não influenciando na seqüência causal dos fenômenos econômicos, tão claros e determinados, apesar da indeterminação quantitativa destes conceitos. É natural, portanto, concluir que estes conceitos não apenas carecem de precisão como também são desnecessários. É evidente que a nossa análise quantitativa deva ser exposta sem usar nenhum termo quantitativamente vago. E, na verdade, uma vez iniciada essa tarefa, verifica-se, como espero demonstrar, que se pode muito bem passar melhor sem eles.

O fato de dois grupos incomensuráveis de objetos diversos não poderem fornecer, por si mesmos, o material necessário para uma análise quantitativa não deve, naturalmente, impedir-nos de realizar comparações estatísticas aproximadas que, dependendo mais de elementos de apreciação imperfeitos do que de cálculos rigorosos, deixam de ser, dentro de certos limites, válidas e significativas. Mas o verdadeiro lugar de conceitos como a produção real líquida e o nível geral de preços é dentro do campo da descrição estatística e histórica, e o seu objeto deveria ser satisfazer a curiosidade histórica ou social, propósito para o qual não é habitual nem necessária uma precisão absoluta — tal como exige a nossa análise causal, seja ou não completo ou exato o nosso conhecimento dos valores reais das quantidades envolvidas. Dizer que a produção líquida de hoje é maior que a de dez anos atrás ou a do ano anterior, mas que o nível de preços é inferior, equivale a afirmar que a Rainha Vitória era uma soberana melhor, porém não uma mulher mais feliz, que a Rainha Elisabete — asserção não desprovida de significado ou de interesse, mas inútil como material para o cálculo diferencial. Nossa precisão seria ilusória se usássemos tais conceitos parcialmente vagos e não quantitativos como base de uma análise quantitativa.

### III

Não esqueçamos que em *todos* os casos concretos um empresário preocupa-se com decisões a respeito da escala em que usará certo equipamento de capital; e quando afirmamos que a expectativa de um acréscimo de demanda, ou seja, de um deslocamento da função de demanda agregada, conduz a um aumento na produção agregada, o que realmente queremos dizer é que as empresas proprietárias do equipamento de capital se verão induzidas a associar-lhe um volume maior de emprego de mão-de-obra agregada. No caso de uma empresa ou indústria isolada que produza artigos homogêneos, é legítimo falar, se quisermos, de aumentos e diminuições de produção. Porém, quando somarmos as atividades de todas as empresas, só nos exprimiremos com exatidão por meio de quantidades de emprego aplicadas a deter-



minado equipamento. Os conceitos de produção total e seu nível de preços deixam então de ser indispensáveis, pois não necessitamos de uma medida absoluta da produção agregada corrente, como a que nos permitiria comparar o seu montante com o que resultaria da associação de um equipamento de capital diferente e uma quantidade de emprego diferente. Quando, para fins descritivos ou de simples comparação, queremos falar do aumento de produção, devemos aceitar a suposição geral de que o volume de emprego associado a determinado equipamento de capital será um índice satisfatório do montante da produção que daí resulta — supondo-se que ambos aumentem e diminuam juntos, ainda que não em proporção numérica definida.

Para tratar da teoria do emprego proponho-me, portanto, usar apenas duas unidades de quantidades fundamentais, a saber, quantidades de valor monetário e quantidades de emprego. As primeiras são estritamente homogêneas e pode-se fazer com que as segundas assim o sejam, pois, na medida em que diversas categorias e espécies de trabalho e emprego assalariado obtêm uma remuneração relativa mais ou menos fixa, a quantidade de emprego pode ser satisfatoriamente definida para a nossa finalidade, tomando uma hora de emprego de mão-de-obra comum como unidade e ponderando uma hora de mão-de-obra especializada proporcionalmente à sua remuneração, ou seja, contando por duas uma hora de mão-de-obra especializada remunerada ao dobro da taxa comum. Chamaremos unidade de trabalho à unidade em que se mede o volume de emprego e unidade de salário ao salário nominal de uma unidade de trabalho.<sup>54</sup> Portanto,  $E$  representa a folha de salários,  $W$  a unidade de salários e  $N$  a quantidade de emprego,  $E = N \times W$ .

Esta hipótese de homogeneidade na oferta de mão-de-obra não se altera pelo fato evidente de grandes diferenças na capacidade profissional dos diversos trabalhadores e nas suas aptidões para as tarefas diversas. Se a remuneração da mão-de-obra é proporcional à sua eficiência, as diferenças são levadas em conta ao considerar que os indivíduos contribuem para a oferta de trabalho proporcionalmente à sua remuneração; ao passo que, à medida que a produção aumenta, a empresa se vê obrigada a ocupar mão-de-obra cada vez menos útil para seus fins especiais por unidade de salário pago; este é apenas um entre os fatores que levam ao retorno decrescente do equipamento de capital, em termos de produção, quando uma quantidade maior de trabalho lhe é aplicada. Englobamos, por assim dizer, a heterogeneidade das unidades de trabalho igualmente remuneradas dentro do equipamento, o qual consideramos cada vez menos adequado para empregar as unidades de trabalho disponíveis à medida que a produção aumenta, em vez de considerar que estas unidades de trabalho disponíveis se tornam

54 Se  $X$  representa uma unidade qualquer medida em unidades monetárias, será, na maioria dos casos, conveniente representar por  $X_w$  a mesma quantidade medida em unidades de salário.

cada vez menos aptas a utilizar um equipamento de capital homogêneo. Conseqüentemente, se não há excedente de mão-de-obra especializada ou qualificada e se o emprego da mão-de-obra menos capacitada causa maior custo de trabalho por unidade de produção, isto quer dizer que o rendimento do equipamento diminui mais depressa com a expansão do emprego do que diminuiria numa situação em que houvesse excedente de mão-de-obra.<sup>55</sup> Mesmo no caso extremo em que as diferentes unidades de trabalho fossem de tal modo especializadas que não pudessem absolutamente substituir-se umas pelas outras, isso não traria dificuldades, significando apenas que a elasticidade da oferta da produção, derivada de um tipo especial de equipamento de capital, desce repentinamente a zero, quando toda a mão-de-obra especializada disponível para seu uso já se encontra empregada.<sup>56</sup> Portanto, a nossa hipótese de uma unidade de trabalho homogênea não suscita objeções, a não ser que haja grande instabilidade na remuneração relativa das diferentes unidades de trabalho; e ainda assim esta dificuldade pode ser levada em conta, caso se apresente, supondo que a oferta de mão-de-obra e a forma da função da oferta agregada também estariam sujeitas a mudanças bruscas.

No meu entender, evitar-se-ia muita perplexidade desnecessária

- 55 É principalmente por essa razão que o preço de oferta da produção cresce ao mesmo tempo que a demanda, mesmo quando existe um excedente de equipamento do tipo idêntico ao que está em uso. Se supomos que o excedente de oferta de mão-de-obra compõe uma reserva igualmente utilizável por todos os empresários e que a mão-de-obra empregada para um fim determinado recebe remuneração, pelo menos em parte, por unidade de esforço e não estritamente em proporção com a sua eficiência no emprego específico (hipótese comprovada na maioria dos casos), a eficiência decrescente da mão-de-obra empregada é um exemplo marcante da alta de preço de oferta, com o aumento da produção, não devida a deseconomias internas.
- 56 Não posso dizer de que modo se supõe que a curva de oferta, no seu uso comum, leva em conta a dificuldade acima, pois aqueles que delas se têm servido não esclareceram suficientemente suas hipóteses. Provavelmente supõem que a mão-de-obra empregada para um fim determinado é sempre remunerada em estrita proporção com a sua eficiência para este fim, mas isto é irrealista. Talvez a razão principal para se considerar a variação da eficiência da mão-de-obra, como se esta se relacionasse com o equipamento, resida no fato de os crescentes excedentes, que surgem à medida que há aumento de produção, beneficiarem na prática sobretudo os proprietários do equipamento e não a mão-de-obra mais eficiente (embora esta possa ter a vantagem de ser empregada com maior regularidade e conseguir promoções mais rápidas); isto significa que homens de diferentes eficiências que trabalham no mesmo serviço raramente são pagos em exata proporção com a sua eficiência. Quando, entretanto, a remuneração aumenta com a produtividade, e à medida que o caso se apresenta, meu método toma-o em consideração, visto que para calcular o número de unidades de trabalho empregadas se atribui a cada trabalhador individual um coeficiente de ponderação proporcional à sua remuneração. Partindo das minhas hipóteses, obviamente surgem complicações interessantes quando se trata de curvas da oferta específicas, em se considerando que a sua forma depende de procura de mão-de-obra qualificada para outros fins. Ignorar essas complicações seria, como disse, negar a realidade. No entanto, não precisamos levá-las em conta quando se trata do emprego em conjunto, visto termos suposto que certo volume da demanda efetiva se distribui de modo preciso entre os diferentes produtos, aos quais está singularmente associada. Pode acontecer, todavia, que essa distribuição não se mantenha em virtude de causas específicas de variações na demanda. Por exemplo, um aumento na demanda efetiva devido a um fortalecimento da propensão a consumir poderia encontrar-se associado a uma função de oferta agregada diferente da que corresponderia a um aumento igual da demanda devido a um maior incentivo a investir. Tudo isso, contudo, pertence à análise pormenorizada das idéias gerais expostas e que não tenciono, de imediato, abordar.

se nos limitássemos estritamente às duas unidades, moeda e emprego, quando tratamos do comportamento do sistema econômico em seu conjunto, reservando o uso de unidades de determinadas produções e equipamentos para a análise da produção de empresas ou indústrias consideradas isoladamente; e ao uso de conceitos vagos, como o volume de produção global, a quantidade de equipamento do capital como um todo e o nível geral de preços, para as ocasiões em que buscamos alguma comparação histórica que, dentro de certos limites (às vezes bem amplos), é reconhecidamente imprecisa e aproximativa.

Segue-se daqui que mediremos as mudanças da produção corrente com referência ao número de horas de trabalho pagas e aplicadas ao equipamento existente (tanto para satisfazer os consumidores como para produzir novo equipamento de capital), ponderando as horas de trabalho qualificado de acordo com sua remuneração. Não precisamos fazer uma comparação quantitativa entre esta produção e a que resultaria da associação de um grupo de trabalhadores diferente com um equipamento de capital diferente. Para prever a maneira como os empresários que possuem certo equipamento reagiriam às variações da função da demanda agregada não é necessário saber como o volume da produção resultante, o nível de vida e o nível geral de preços se comparariam com o que seriam em outras épocas e em outros países.

#### IV

É fácil demonstrar que as condições da oferta, tais como se expressam geralmente pela curva da oferta, e a elasticidade da oferta, que relaciona a produção com o preço, podem ser tratadas nas duas unidades escolhidas, por meio da função da oferta agregada, sem referência às quantidades de produção, quer se trate de uma empresa ou indústria individual, quer da atividade econômica em conjunto, pois a função da oferta agregada para determinada firma (e de modo semelhante para determinada indústria ou para a indústria em conjunto) está representada por

$$Z_r = \phi_r(N_r),$$

em que  $Z_r$  representa o produto (deduzido o custo de uso) cuja expectativa motivará um volume de emprego  $N_r$ . Portanto, se a relação entre emprego e produção for tal que um emprego  $N_r$  resulte numa produção  $O_r$ , na qual  $O_r = \psi_r(N_r)$ , segue-se que

$$\frac{p = Z_r + U_r(N_r)}{O_r} = \frac{\phi_r(N_r) + U_r(N_r)}{\psi_r(N_r)}$$

é a curva convencional da oferta, onde  $U_r(N_r)$  é o custo de uso (previsto) correspondente a um volume de emprego  $N_r$ .

Por esta razão, no caso de qualquer produto homogêneo, para o

qual  $O_r = \psi_r(N_r)$  tenha um valor definido, podemos avaliar  $Z_r = \phi_r(N_r)$  da maneira comum; mas então podemos agregar as quantidades  $N_r$  de uma forma que não é possível agregar com as  $O_r$ , porque  $\Sigma O_r$  não é uma quantidade numérica. Além disso, se nos for permitido supor que, em determinadas circunstâncias, certo volume agregado de emprego será distribuído de uma forma específica entre as indústrias, de tal modo que  $N_r$  seja função de  $N$ , pode-se chegar a maiores simplificações.

# CAPÍTULO 5

## A Expectativa como Elemento Determinante do Produto e do Emprego

### I

**T**oda produção se destina, em última análise, a satisfazer o consumidor. Normalmente decorre algum tempo — às vezes bastante — entre o momento em que o produtor assume os custos (tendo em vista o consumidor) e o da compra da produção pelo consumidor final. Enquanto isso, o empresário (aplicando-se esta designação tanto ao produtor quanto ao investidor) tem de fazer as melhores previsões<sup>57</sup> que lhe são possíveis sobre o que os consumidores estarão dispostos a pagar-lhe quando, após um lapso de tempo que pode ser considerável, estiver em condições de os satisfazer (direta ou indiretamente); e não lhe resta outra alternativa senão guiar-se por estas previsões, se sua produção tem de ser realizada, de qualquer forma, por processos que requerem tempo.

Estas expectativas, das quais dependem as decisões da atividade econômica, dividem-se em dois grupos, havendo certos indivíduos ou firmas especializadas na elaboração de expectativas do primeiro tipo e outras na elaboração do segundo. O primeiro tipo relaciona-se com o preço que um fabricante pode esperar obter pela sua produção “acabada”, no momento em que se compromete a iniciar o processo que o produzirá, considerando que os produtos estão “acabados” (do ponto de vista do fabricante) quando prontos para serem usados ou vendidos a outrem. O segundo refere-se ao que o empresário pode esperar ganhar sob a forma de rendimentos futuros, no caso de comprar (ou talvez manufaturar) produtos “acabados” para os adicionar a seu equipamento

57 Com respeito ao método para alcançar um equivalente destas expectativas, expresso em receitas de vendas, ver a nota 4, Livro Primeiro, cap. 3.

de capital. Chamaremos às primeiras *expectativas a curto prazo* e às segundas *expectativas a longo prazo*.

Deste modo, o comportamento de cada firma individual, ao fixar sua produção diária,<sup>58</sup> é determinado pelas *expectativas a curto prazo* — expectativas relativas ao custo da produção em diversas escalas e expectativas relativas ao produto da venda desta produção; no caso de adições ao equipamento de capital ou mesmo de vendas a distribuidores, estas expectativas a curto prazo dependerão, em grande parte, das expectativas a longo prazo (ou prazo médio) de outrem. São estas diversas expectativas que determinam o volume de emprego oferecido pelas empresas. Os resultados *efetivamente realizados* da fabricação e da venda da produção só terão influência sobre o emprego na medida em que contribuam para modificar as expectativas subseqüentes. Também são irrelevantes, por outro lado, as expectativas iniciais que induziram a firma a adquirir o equipamento de capital e o estoque de produtos intermediários e materiais semi-acabados de que dispõe no momento em que deve decidir sobre a produção do dia seguinte. Portanto, todas as vezes que tiver de ser tomada uma decisão, ela o será levando em conta este equipamento e estes estoques, mas à luz das expectativas *atuais* a respeito dos custos e das vendas *futuras*.

Diante disso, de modo geral, uma *mudança* nas expectativas (quer a curto quer a longo prazo) só produzirá pleno efeito sobre o emprego depois de um lapso de tempo considerável. A variação do emprego resultante dessa mudança de expectativas não será no segundo dia igual à mudança do primeiro, nem no terceiro igual à do segundo, e assim por diante, ainda que não se verifiquem novas mudanças de expectativas. No caso de expectativas a curto prazo, isto ocorre pelo fato de as mudanças de expectativas não se verificarem, em geral, com suficiente violência ou rapidez, quando desfavoráveis, para ocasionar o abandono do trabalho em todos os processos produtivos, cujo início à luz de uma nova expectativa tenha sido um erro; ao passo que, quando são favoráveis, torna-se necessário que decorra certo tempo de preparação antes que o emprego alcance o nível a que teria chegado, se as expectativas tivessem sido revistas antes. No caso das expectativas a longo prazo, o equipamento que não for substituído continuará proporcionando emprego até tornar-se desgastado; ao passo que, se a mudança de expectativa a longo prazo for favorável, o emprego pode estar em um nível mais alto no princípio do que depois de passado o tempo necessário para ajustar o equipamento à nova situação.

Se supusermos que certo estado de expectativa dure o tempo suficiente para que seus efeitos sobre o emprego sejam tão completos

58 *Diária* significa aqui o intervalo mais curto após o qual a empresa se acha livre para revisar sua decisão quanto ao volume de emprego que pretende oferecer. É, por assim dizer, a unidade efetiva mínima de tempo econômico.

que, em termos gerais, não haja nenhuma parcela do nível de emprego existente que não seja produto deste estado de expectativas, o volume estável do emprego assim obtido poderá chamar-se emprego a longo prazo,<sup>59</sup> correspondente a esse estado de expectativa. Segue-se daí que, embora as expectativas possam mudar com tal freqüência que o volume real do emprego nunca tenha tido tempo de alcançar o emprego a longo prazo correspondente ao estado de expectativa existente, a cada estado de expectativa corresponde um volume específico de emprego a longo prazo.

Consideraremos, em primeiro lugar, o processo de transição para uma posição de longo prazo, devida a uma mudança nas expectativas, quando a transição não é perturbada nem interrompida por qualquer outra mudança de expectativa. Suponhamos, primeiro, uma mudança de tal natureza que o novo volume de emprego de longo prazo seja maior que o antigo. Em regra, a princípio só será afetado de maneira considerável o montante dos insumos, isto é, o volume de trabalho nas primeiras etapas dos novos processos de produção, ao passo que a produção dos bens de consumo e o volume de emprego nas etapas finais dos processos empreendidos antes da mudança continuarão, sensivelmente, os mesmos. Na medida em que existam estoques de artigos semi-acabados, esta conclusão poderá ser modificada, embora pareça provável que o aumento inicial de emprego seja moderado. Entretanto, com o passar dos dias, o emprego aumentará gradualmente. Além disso, é fácil imaginar condições que o levarão, em determinado ponto, a um nível *mais alto* que o do novo emprego a longo prazo. O processo de criar capital para satisfazer o novo estado das expectativas pode levar a um nível de emprego e, também, a um montante de consumo corrente superiores aos atingidos quando alcançada a posição de longo prazo. Assim, as mudanças nas expectativas podem levar o emprego a subir gradualmente até atingir um ponto máximo e, em seguida, declinar até o novo nível do longo prazo. Isto também acontece, ainda que o novo nível seja *igual* ao anterior, sempre que a mudança represente uma nova orientação do consumo que torne obsoletos certos processos existentes, juntamente com seu respectivo equipamento. Ou ainda, se o novo volume de emprego a longo prazo for menor que o antigo, o volume de emprego durante a transição pode estabilizar-se por algum tempo *abaixo* do nível que depois será alcançado. Por esta razão, uma simples mudança de expectativa é capaz, no decorrer do período em que a mesma se verifica, de provocar uma oscilação comparável à de um movimento cíclico. Foi esta espécie de movimentos que estudei em

59 Não é necessário que o volume de emprego a longo prazo seja *constante*, isto é, as condições de longo prazo não são necessariamente estáticas. Por exemplo, um aumento regular da riqueza ou da população pode constituir um dos elementos de uma expectativa invariável. A única condição é que as expectativas existentes devam ter sido formuladas com suficiente antecedência.

minha obra *Treatise on Money*, a propósito da formação e diminuição dos estoques de capital circulante e líquido que acompanham as mudanças.

Um processo de transição ininterrupto, como o anterior, até chegar a uma nova posição de longo prazo, pode complicar-se nos pormenores. Mas o curso real dos acontecimentos é mais complicado ainda, pois o estado de expectativas está sujeito a variações constantes, surgindo uma nova expectativa antes que a anterior haja produzido todo o seu efeito, de tal modo que o mecanismo econômico está sempre ocupado com numerosas atividades que se sobrepõem, cuja existência se deve aos vários estados anteriores das expectativas.

Isto nos conscientiza da importância que tem este tema para o fim a que nos propomos. É evidente, pelo que foi dito acima, que o volume de emprego em um momento qualquer depende, em certo sentido, não apenas do estado atual das expectativas, mas também de todos os estados de expectativa que existiram no curso de certo período anterior. Todavia, as expectativas passadas que ainda não se dissolveram por completo estão incorporadas no equipamento de capital atual; diante disso o empresário deve tomar suas decisões, pois aquelas só influem sobre estas na medida em que nelas tenham sido incorporadas. Pode-se, pois, a despeito do anterior, dizer que o emprego de hoje é governado pelas expectativas de hoje, consideradas juntamente com o equipamento de capital de hoje.

Raramente se podem evitar as referências expressas às expectativas correntes a longo prazo. Contudo, pode-se evitar uma alusão expressa à expectativa a *curto prazo*, visto que, na prática, o processo de revisão das expectativas a curto prazo é gradual e contínuo e ocorre, em sua maior parte, tendo em vista os resultados realizados, de tal modo que os resultados esperados e os realizados se confundem e se entrelaçam nos seus efeitos. Isso porque, embora a produção e o emprego sejam determinados pelas expectativas a curto prazo do produtor e não pelos resultados obtidos no passado, mesmo assim os resultados mais recentes desempenham papel predominante na determinação dessas expectativas. Seria complicado demais elaborar as expectativas *de novo* toda vez que se iniciasse um processo produtivo; mais do que isto, seria perder tempo, porque, de modo geral, grande parte das circunstâncias se mantém substancialmente invariável de um dia para outro. É, portanto, com razão que os produtores baseiam suas expectativas na hipótese de que a maioria dos resultados observados mais recentemente continuará, salvo no caso de haver motivos definidos para se esperar uma mudança. Por isso, existe, na realidade, uma grande sobreposição dos efeitos sobre o emprego, os advindos do montante obtido com as vendas já realizadas da produção recente e os advindos das vendas, que se espera realizar, da produção corrente. Quando os produtores modificam gradualmente as suas previsões, fa-



zem-no com mais freqüência à luz dos resultados obtidos do que tendo em vista as mudanças prováveis.<sup>60</sup>

Não devemos, entretanto, esquecer que, no caso dos bens duráveis, as expectativas a curto prazo do produtor baseiam-se nas expectativas correntes a longo prazo do investidor, e que não faz parte da natureza das expectativas a longo prazo poderem ser revistas a curtos intervalos à luz dos resultados realizados. Além disso, as expectativas a longo prazo estão sujeitas a revisões imprevistas, como veremos no capítulo 12, onde pretendemos examiná-las mais detalhadamente. Assim, o fator das expectativas correntes a longo prazo não pode, nem sequer aproximadamente, ser eliminado ou substituído pelos resultados realizados.

60 Esta ênfase na expectativa que se faz quando a decisão de produzir é tomada concorda, na minha opinião, com o ponto de vista de Hawtrey, quando expõe que o uso dos fatores de produção e o emprego sofrem a influência da acumulação dos estoques *antes* que os preços tenham baixado ou que a frustração com respeito à produção se reflita numa perda sofrida proporcionalmente à expectativa. Isso porque a acumulação de estoques não vendidos (ou a diminuição de pedidos para o futuro) é precisamente o tipo de acontecimento que mais probabilidade tem de fazer com que o uso de fatores produtivos difira, mais ainda que o indicado pelas simples estatísticas a respeito da receita de vendas da produção prévia se as mesmas fossem projetadas sem levar em conta o período seguinte.

# CAPÍTULO 6

## Definição de Renda, Poupança e Investimento

### I. Renda

Dentro de determinado período, um empresário terá vendido produtos acabados a consumidores ou a outros empresários por uma importância que designaremos  $A$ . Ele terá, também, gasto certa soma que será designada  $A_1$ , para comprar artigos acabados de outros empresários. Terá, ao final, um equipamento de capital que inclui tanto seus estoques de bens não acabados, ou capital circulante, como seus estoques de bens acabados, com o valor de  $G$ .

Entretanto, certa parte de  $A + G - A_1$  não deve ser atribuída às atividades do período em questão, e sim ao equipamento de capital que o empresário possuía no início do período. Portanto, a fim de chegar ao nosso conceito de renda do período corrente, temos de deduzir de  $A + G - A_1$  certo montante que é, de certa forma, devido ao equipamento herdado do período anterior. O problema de definir a renda será resolvido logo que tenhamos encontrado um método satisfatório para calcular esta dedução.

Há dois processos diferentes para este cálculo, cada qual com sua importância; um deles se relaciona com a produção, e o outro se relaciona com o consumo. Vamos examiná-los sucessivamente.

(i) O valor efetivo  $G$  do equipamento de capital no fim do período é o resultado líquido, de um lado, do que o empresário fez para conservá-lo e melhorá-lo durante esse período, quer pelas compras a outros empresários, quer pelo trabalho por ele mesmo realizado, e, de outro lado, do desgaste ou da depreciação decorrente do uso a que o submeteu na produção de bens. Se ele tivesse decidido *não usá-lo* para a produção, ainda assim lhe conviria gastar certo montante de recursos, a título de otimização para mantê-lo e melhorá-lo. Suponhamos que, neste caso, tivesse gasto a quantia  $B$  para essa conservação e melhoria e que,

nessas circunstâncias, o valor do equipamento fosse  $G'$  no final do período. Isto significa que  $G' - B'$  é o máximo valor líquido que poderia ter sido conservado do período anterior, se o equipamento não houvesse sido utilizado na produção de  $A$ . O excedente desse valor potencial do equipamento sobre  $G - A_1$  é a medida do que se sacrificou (de um modo ou de outro) para produzir  $A$ . Chamaremos a essa quantidade, a saber,

$$(G' - B') - (G - A_1),$$

que mede o sacrifício do valor compreendido na produção de  $A$ , o *custo de uso de A*. O *custo de uso* será representado por  $U$ .<sup>61</sup> À quantia paga pelo empresário aos demais fatores de produção em troca de seus serviços, que para os mesmos vem a ser a sua renda, chamaremos *custo de fatores de A*. Chamaremos *custo primário* da produção  $A$  à soma do custo de fatores  $F$  e do custo de uso  $U$ .

Podemos, então, definir a *renda*<sup>62</sup> do empresário como a diferença entre o valor da sua produção acabada, vendida durante o período, e o custo primário. Esta é a quantidade que ele busca maximizar, sujeita à escala de sua produção, ou seja, é o seu lucro bruto, na acepção corrente deste termo, o que está de acordo com o senso comum. Conseqüentemente, como a renda do resto da comunidade é igual ao custo de fatores do empresário, a renda agregada é igual a  $A - U$ .

A renda, assim definida, é uma quantidade completamente inequívoca. Ademais, como a expectativa do empresário, quando fixa o volume de emprego a conceder aos outros fatores de produção, é obter a máxima diferença entre esta quantidade e a soma paga aos fatores de produção, segue-se que a renda do empresário tem importância vital para o emprego.

Pode-se conceber, naturalmente, que  $G - A_1$  exceda  $G' - B'$ , de modo que o custo de uso venha a ser negativo. Isto pode ser o caso, por exemplo, se acontecer de escolhermos um período em que a utilização dos insumos tenha aumentado sem que a produção resultante tenha tido tempo de alcançar a etapa de acabamento e de venda. O mesmo poderá, também, ocorrer sempre que houver investimento positivo, se considerarmos a possibilidade de a indústria chegar a tal grau de integração que os empresários produzam, eles próprios, a maior parte de seu equipamento. Não obstante isso, desde que o custo de uso apenas seja negativo quando o empresário tenha aumentado seu equipamento com o próprio trabalho, podemos pensar que o custo de uso é normalmente positivo numa economia cujo equipamento de capital tenha sido, em sua maior parte, fabricado por empresas diferentes das

61 O custo de uso será objeto de observações mais amplas no Apêndice a este capítulo.

62 Diferente de seu *rendimento líquido*, que definiremos mais adiante.

que o utilizam. Além disso, é difícil conceber um caso em que o custo de uso *marginal* associado a um aumento de  $A$ , isto é,  $\frac{dU}{dA}$ , seja outra coisa que não positivo.

Talvez seja conveniente mencionar aqui, em antecipação à última parte deste capítulo, que, para a comunidade em conjunto, o *consumo agregado* ( $C$ ) do período é igual a  $\Sigma(A - A_1)$ , e o *investimento agregado* ( $I$ ) igual a  $\Sigma(A_1 - U)$ . Além disso,  $U$  é o desinvestimento do empresário individual (e  $-U$ , seu investimento) relativamente ao seu próprio equipamento, excluindo o que ele compra a outros empresários. Assim, num sistema completamente integrado (no qual  $A_1 = 0$ ), o consumo é igual a  $A$  e o investimento a  $-U$ , isto é, a  $G - (G - B)$ . A pequena complicação anterior, causada pela introdução de  $A_1$ , deve-se simplesmente ao desejo de adotar uma fórmula geral que compreenda o caso de um sistema de produção não integrado.

Além disso, a *demanda efetiva* é simplesmente a renda agregada (ou produto) que os empresários esperam receber, incluídas as rendas que fazem passar às mãos dos outros fatores de produção, por meio do volume de emprego corrente que resolvem conceder. A função de demanda agregada relaciona várias quantidades hipotéticas de emprego com os rendimentos que se espera obter do volume de sua produção; e a procura efetiva é um ponto na função da demanda agregada que se torna realidade porque, levando em conta as condições da oferta, ela corresponde ao nível de emprego que maximiza as expectativas de lucro do empresário.

Este conjunto de definições tem ainda a vantagem de nos permitir igualar o valor do produto marginal (ou renda) ao custo marginal dos fatores, chegando assim à mesma série de proposições que relaciona o produto marginal, como foi definido, com o custo marginal dos fatores, tal como foi estabelecido pelos economistas que, ignorando o custo de uso ou supondo-o zero, igualaram o preço da oferta<sup>63</sup> ao custo marginal dos fatores.<sup>64</sup>

63 O *preço de oferta* é, penso eu, uma expressão insuficientemente definida quando se ignora o conceito de custo de uso. O assunto será estudado mais amplamente no Apêndice a este capítulo, onde sustento que a exclusão do custo de uso do preço de oferta, embora seja por vezes correta para o caso do preço da oferta agregada, é inadequada quando se trata dos problemas relativos ao preço de oferta de uma unidade de produção para uma empresa individual.

64 Por exemplo, tomemos  $Z_0 = \phi(N)$  ou, alternativamente,  $Z = W \cdot \phi(N)$  como a função da oferta agregada (onde  $W$  é a unidade de salário e  $X \cdot Z_0 = Z$ ). Então, desde que a receita marginal seja igual ao custo marginal dos fatores para cada ponto da curva da oferta agregada, temos

$$\Delta N = \Delta A_0 - \Delta U_0 = \Delta Z_0 = \Delta \phi(N),$$

isto é,  $\phi'(N)$ , desde que o custo de fatores mantenha relação constante com o custo de salário e que a função da oferta agregada para cada empresa (cujo número se supõe constante) seja independente do número de homens empregados nas outras indústrias, de maneira

(ii) Passemos, em seguida, ao segundo dos princípios mencionados antes. Até aqui tratamos da parte das variações no valor do equipamento de capital entre o começo e o fim do período, resultantes das decisões *voluntárias* tomadas pelo empresário a fim de conseguir o lucro máximo. Mas podem, também, ser verificadas perdas (ou lucros) *involuntárias* no valor do seu equipamento de capital, por motivos que escapam ao seu controle e que são independentes de suas decisões correntes, como, por exemplo, uma mudança nos valores de mercado, desgaste por obsolescência ou mera ação do tempo ou, ainda, destruição resultante de catástrofes, tais como uma guerra ou um terremoto. Algumas dessas perdas involuntárias, embora inevitáveis, não são — em termos gerais — imprevisíveis, como é o caso das perdas devidas à ação do tempo independentemente do uso e, também, da obsolescência “normal” que, como acentua o professor Pigou, “é bastante regular para ser prevista, se não em detalhe, pelo menos *grosso modo*”. Incluindo, poderíamos acrescentar as perdas da comunidade em conjunto, as quais são bastante regulares para ser habitualmente consideradas “riscos seguráveis”. Ignoremos, por enquanto, o fato de que o montante das perdas previstas varia segundo a época em que se supõe formulada a expectativa, e chamemos à depreciação do equipamento — que é involuntária, mas não imprevista, ao excedente da depreciação prevista sobre o custo de uso — de *custo suplementar*, que representaremos por  $V$ . Decerto, é desnecessário indicar que esta definição não é a mesma do custo suplementar de Marshall, embora a idéia subjacente, que é a de levar em consideração a parte da depreciação prevista que não entra no custo primário, seja semelhante.

Portanto, quando se calculam a *renda líquida* e o *lucro líquido* do empresário, é comum deduzir da renda e do lucro bruto, tais como foram definidos antes, o montante computado do custo suplementar, porque o efeito psicológico do custo suplementar sobre o empresário, quando este considera o que pode gastar ou poupar, é virtualmente igual ao que lhe produziria o lucro bruto. Na sua qualidade de *produtor*, decidindo se utilizará ou não o seu equipamento, o custo primário e o lucro bruto, tais como foram definidos anteriormente, são para ele os conceitos importantes. Porém, na qualidade de *consumidor*, o montante do custo suplementar exerce em sua mente o mesmo efeito que se fizesse parte do custo primário. Portanto, ao definirmos a renda agregada *líquida*, deduzindo tanto o custo suplementar como o custo de uso, de maneira que a *renda líquida* agregada seja igual a  $A - U - V$ ,

que os termos da equação anterior, válidos para cada empresário individual, possam aplicar-se a todos em conjunto. Isso quer dizer que, se os salários forem constantes e os demais fatores do custo conservarem relação fixa com a folha de salários, a função da oferta agregada é linear com uma inclinação dada pela recíproca dos salários nominais.

não apenas nos aproximamos do costume generalizado, como também chegamos a um conceito relevante para o nível de consumo.

Resta-nos examinar a variação no valor do equipamento, decorrente de mudanças imprevistas nos valores de mercado, obsolescência excepcional ou destruição por efeito de catástrofes, variação esta que é — num sentido amplo — imprevista. A perda real decorrente desta variação, que não levamos em conta mesmo ao calcular a renda líquida, e que lançamos na conta de capital, pode chamar-se *perda imprevísivel*.

A importância *causal* da renda líquida reside na influência psicológica da magnitude de  $V$  sobre o montante do consumo corrente, pois a *renda líquida* é a quantia que o homem comum considera sua renda disponível quando decide quanto gastará em seu consumo corrente. Isto não é, naturalmente, o único fator que ele tem em vista quando decide o montante de seus gastos. Atribui, por exemplo, considerável importância aos lucros ou perdas imprevísíveis que realiza na conta de capital. Mas o custo suplementar e uma perda imprevísivel diferem no sentido de que as alterações no primeiro podem afetá-lo *exatamente da mesma maneira* que as variações de seu lucro bruto. O que governa o consumo do empresário é o excedente do produto da venda da produção corrente sobre a *soma* do custo primário e do custo suplementar, ao passo que, mesmo quando as perdas (ou lucros) imprevísíveis intervêm nas suas decisões, não o fazem na mesma escala, pois determinada perda imprevísivel não tem o mesmo efeito que um custo suplementar correspondente.

Contudo, devemos agora recorrer à idéia de que a linha de separação entre os custos suplementares e as perdas imprevísíveis, isto é, entre as perdas inevitáveis que julgamos normal debitar à conta de renda e as que consideramos razoável computar como perda (ou lucro) imprevísivel à conta de capital, é, em parte, convencional ou psicológica, dependendo de quais sejam os critérios comumente aceitos para a estimativa das primeiras. Não se pode, pois, estabelecer um princípio exclusivo para as avaliações do custo suplementar, e o seu montante dependerá do método de cálculo que escolhermos. O valor previsto do custo suplementar, quando se produz inicialmente o equipamento, é uma quantidade definida. Porém, se tornar a ser calculado em época ulterior, seu montante para o resto da vida do equipamento pode ter variado em conseqüência de uma alteração que se tenha produzido, no intervalo, em nossas expectativas, sendo as perdas imprevísíveis de capital o valor descontado da diferença entre as séries prováveis de  $U + V$  nas expectativas antiga e revisada. É um princípio amplamente admitido na contabilidade comercial, com a sanção das autoridades do Inland Revenue,<sup>65</sup> fixar em certa quantia a soma do custo

65 *Board of Inland Revenue*. Na Grã-Bretanha, o órgão encarregado de fixar e de recolher taxas diretas (imposto sobre a renda, imposto sobre ganhos de capital, imposto sobre transferência de capital etc.).

suplementar e do custo de uso quando se adquire o equipamento, e mantê-lo sem alteração durante a vida do equipamento, quaisquer que sejam as mudanças ulteriores da expectativa. Neste caso, considera-se custo suplementar correspondente a um período qualquer o excedente da quantia fixada de antemão sobre o custo de uso real. Isto tem a vantagem de assegurar que os lucros ou perdas imprevisíveis se reduzirão a zero enquanto durar o equipamento, considerado em seu conjunto. Também é razoável, em certas circunstâncias, tornar a calcular o custo suplementar na base dos valores e das expectativas correntes a intervalos contábeis arbitrários, por exemplo, anualmente. De fato, os homens de negócio divergem sobre o método a ser adotado. Talvez seja conveniente chamar a expectativa inicial do custo suplementar, quando se adquire o equipamento, de *custo suplementar básico*, e de *custo suplementar atual* a mesma quantidade reajustada na base dos valores e das expectativas atuais.

O mais que podemos aproximar-nos, portanto, de uma definição quantitativa do custo suplementar é dizer que ele inclui as deduções feitas por um empresário típico em sua renda antes de calcular o que ele considera a sua renda *líquida* quando declara um dividendo (no caso de uma sociedade), ou quando determina a escala do seu consumo corrente (no caso de um indivíduo). Desde que não se podem suprimir os encargos imprevistos da conta de capital, é naturalmente preferível, em caso de dúvida, lançar um item nesta conta de capital e só incluir no custo suplementar o que rigorosamente lhe corresponda. Qualquer sobrecarga, pois, na primeira pode ser corrigida atribuindo-lhe mais importâncias sobre o montante do consumo corrente do que lhe seria destinado de outro modo.

Observe-se que a nossa definição de *renda líquida* se aproxima muito da definição de *renda* de Marshall, quando este decidiu refugiar-se nas práticas das autoridades do Imposto sobre a Renda e, em termos gerais, considerar renda tudo o que aquelas autoridades, de acordo com sua experiência, julgam dever ser tratado como tal. Isso porque a estrutura de suas decisões pode ser considerada o resultado da análise mais cuidadosa e extensa de que se dispõe para interpretar o que, na prática, habitualmente, se considera renda líquida. Ela corresponde, também, ao valor monetário do dividendo nacional segundo a mais recente definição do professor Pigou.<sup>66</sup>

Acontece, entretanto, que a renda líquida não é uma noção perfeitamente clara, por repousar num critério equívoco que diferentes autoridades podem interpretar de forma diferente. O professor Hayek, por exemplo, sugeriu que, individualmente, um proprietário de bens de capital pode procurar manter constante a renda que deles tira, de

66 *Economic Journal*. Junho de 1935, p. 235.

tal modo que não se sente livre para gastar sua renda em consumo antes de haver posto de lado o suficiente para compensar qualquer tendência para baixa que, por qualquer motivo, manifestasse a sua renda destinada a investimento.<sup>67</sup> Duvido que exista semelhante indivíduo, mas, evidentemente, não se pode opor nenhuma objeção teórica a esta dedução como base de um possível critério psicológico de renda líquida. Contudo, quando o professor Hayek deduz que os conceitos de poupança e de investimento são marcados por uma correspondente imprecisão, só tem razão à medida que se refere à *poupança líquida* e ao *investimento líquido*. As noções de *poupança* e de *investimento*, que são relevantes na teoria do emprego, estão isentas desse defeito e, conforme já demonstramos antes, admitem uma definição objetiva.

É pois um erro pôr toda a ênfase na *renda líquida*, cuja relevância apenas se aplica às decisões relativas ao consumo, e que, além disto, está separada unicamente por uma tênue linha dos vários outros fatores que afetam o consumo; é também um erro negligenciar (como acontece comumente) o conceito de *renda* propriamente dito, que é o conceito relevante para as decisões concernentes à produção corrente e que está isento de qualquer ambigüidade.

As definições de renda e de renda líquida, apresentadas acima, procuram aproximar-se tanto quanto possível do uso comum. Devo, portanto, lembrar desde já ao leitor que em minha obra *Treatise on Money* defini a renda num sentido especial. A peculiaridade da minha definição anterior referia-se à parte da renda agregada que obtêm os empresários, já que não levei em conta a renda (bruta ou líquida) de fato proveniente das suas operações correntes, nem o lucro que esperavam conseguir quando resolveram iniciar suas novas operações correntes, mas antes, em certo sentido (que agora me parece insuficientemente definido se considerarmos a possibilidade de mudanças na escala de produção), um lucro normal ou de equilíbrio, com o resultado de que, nesta definição, a poupança superava o investimento no excedente do lucro normal sobre o lucro real. Receio que o uso destes termos tenha causado bastante confusão, especialmente na utilização correlativa da palavra poupança, visto que as conclusões (especialmente as relacionadas com o excedente da poupança sobre o investimento), apenas válidas se os termos empregados fossem interpretados no sentido especial que lhes atribuí, passaram a ser freqüentemente usadas em discussões populares, onde os termos são empregados num sentido mais comum. Por esta razão, e também porque os termos de que me servi deixaram de ser indispensáveis para exprimir minhas idéias com precisão, resolvi abandoná-los, lamentando muito a confusão que eles tenham causado.

67 "The Maintenance of Capital". In: *Economica*. Agosto de 1935. p. 241 et seqs.



## II. Poupança e Investimento

É sempre agradável descobrir um ponto fixo em meio ao turbilhão de acepções divergentes das palavras. Segundo eu entendo, todos concordam em que *poupança* significa o excedente do rendimento sobre os gastos de consumo. Assim sendo, as únicas dúvidas possíveis a respeito do significado de *poupança* são as dúvidas que podem originar quer o sentido de *renda* quer o sentido de *consumo*. A *renda* já foi definida acima. Os gastos em consumo durante um período qualquer deve representar o valor dos artigos vendidos aos consumidores durante esse período, o que nos reconduz ao problema de saber o que se entende por consumidor-comprador. Qualquer definição razoável da linha de separação entre consumidores-compradores e investidores-compradores nos será igualmente útil desde que aplicada de maneira coerente. Já se tem discutido sobre problemas como, por exemplo, o de saber se é legítimo considerar a compra de um automóvel um gasto de consumo e a compra de uma casa um gasto de investimento, e eu nada tenho de essencial a acrescentar ao debate. O critério deve, evidentemente, corresponder ao ponto em que se há de traçar a linha que separa o consumidor do empresário. Assim, ao definirmos  $A_1$  como o valor do que um empresário compra a outro, resolvemos, implicitamente, a questão. Segue-se daqui que o gasto em consumo pode ser definido, inequivocamente, como  $\Sigma (A - A_1)$ , onde  $\Sigma A$  representa o total das vendas feitas durante o período, e  $\Sigma A_1$ , o total das vendas em geral por um empresário a outro, no que segue convirá, em geral, omitir  $\Sigma$  e designar por  $A$  as vendas agregadas de todas as espécies, por  $A_1$  as vendas agregadas realizadas entre empresários, e por  $U$  a soma agregada do custo de uso dos empresários.

Chegando-se agora à definição tanto de *renda* como de *consumo*, a definição de *poupança*, que é o excedente da renda sobre o consumo, torna-se uma consequência natural. Uma vez que a renda é igual a  $A - U$  e o consumo a  $A - A_1$ , deduz-se que a poupança é igual a  $A_1 - U$ . De modo semelhante, a poupança líquida, que é o excedente da renda líquida sobre o consumo, é igual a  $A_1 - U - V$ .

Nossa definição de renda também nos leva logo à definição de *investimento corrente*. Queremos, pois, dizer com isso a adição corrente ao valor do equipamento de capital que resultou da atividade produtiva do período. Evidentemente, ela equivale ao que acaba de ser definido como poupança, pois representa a parte da renda do período não absorvida pelo consumo. Como vimos acima, o resultado das operações produtivas de um período é que os empresários, deduzidas as compras  $A_1$  que fazem entre si, chegam ao fim do período tendo vendido os produtos acabados com valor  $A$  e conservando um equipamento de capital que sofreu, como resultado da venda  $A$ , uma deterioração medida por  $U$  (ou uma melhoria expressa por  $-U$ , onde  $U$  é negativo). Durante

o mesmo período, terão sido absorvidos pelo consumo produtos acabados com valor de  $A - A_1$ . O excedente de  $A - U$  sobre  $A - A_1$ , ou seja,  $A_1 - U$ , é a adição ao equipamento de capital que resultou das atividades produtivas do período, constituindo, portanto, o *investimento* realizado nesse período. Do mesmo modo,  $A_1 - U - V$ , que é a adição *líquida* ao equipamento de capital, um vez deduzida a depreciação normal do seu valor independente do uso e independente das mudanças imprevisíveis de valor do equipamento que podem ser lançáveis à conta de capital, é o *investimento líquido* do período.

Por esta razão, embora o montante da poupança seja o resultado do comportamento coletivo dos consumidores individuais, e o montante do investimento resulte do comportamento coletivo dos empresários, estes dois montantes são, necessariamente, iguais, visto que qualquer deles é igual ao excedente da renda sobre o consumo. Ademais, esta conclusão de modo algum depende de sutilezas ou peculiaridades de definição de renda exposta antes. Desde que se admita que a renda seja igual ao valor da produção corrente, que o investimento corrente seja igual à parte da dita produção corrente não consumida e que a poupança seja igual ao excedente da renda sobre o consumo — sendo que tudo isto está de conformidade com o senso comum e com o costume tradicional da grande maioria dos economistas —, a igualdade entre a poupança e o investimento é uma consequência natural. Em resumo:

Renda = valor da produção = consumo + investimento.

Poupança = renda - consumo.

Portanto, poupança = investimento.

Assim, *qualquer* conjunto de definições que satisfaça as condições anteriores leva à mesma conclusão. É apenas com a negação da validade de qualquer uma delas que se pode evitar esta conclusão.

A equivalência entre a quantidade de poupança e a quantidade de investimento decorre do caráter *bilateral* das transações entre o produtor, de um lado, e o consumidor ou o comprador de equipamento de capital de outro lado. A renda cria-se pelo excedente do valor que o produtor obtém da produção que vendeu sobre o custo de uso, mas a totalidade desta produção deve ter sido vendida, obviamente, a um consumidor ou a outro empresário e o investimento corrente de cada empresário é igual ao excedente sobre o seu próprio custo de uso do equipamento que comprou a outros empresários. Portanto, em conjunto, o excedente da renda sobre o consumo, a que chamamos poupança, não pode diferir da adição a equipamento de capital, a que chamamos investimento. O mesmo sucede com a poupança líquida e o investimento líquido. A poupança, de fato, não passa de um simples resíduo. As decisões de consumir e as decisões de investir determinam, conjunta-

mente, os rendimentos. Presumindo que as decisões de investir se tornem efetivas, é forçoso que elas restrinjam o consumo ou ampliem a renda. Assim sendo, nenhum ato de investimento, por si mesmo, pode deixar de determinar que o resíduo ou margem, a que chamamos poupança, aumente numa quantidade equivalente.

Poderia acontecer naturalmente que os indivíduos fossem tão *tête montée* em suas decisões a respeito do que deveriam poupar ou investir, respectivamente, que não houvesse nível de equilíbrio de preços em que as transações pudessem realizar-se. Neste caso, nossas proposições deixariam de ser aplicáveis, visto que a produção não mais teria um valor de mercado definido e os preços não encontrariam ponto de equilíbrio entre zero e o infinito. Todavia, a experiência mostra que, de fato, não é assim; e que existem reações psicológicas habituais que permitem alcançar um equilíbrio no qual a disposição de comprar é igual à disposição de vender. A existência de um valor de mercado para a produção é, ao mesmo tempo que condição necessária para que a renda nominal tenha um valor definido, uma condição suficiente para que o montante agregado que os que pouparam decidem poupar seja igual ao montante agregado que os que investem decidem investir.

Talvez neste ponto o assunto possa ser esclarecido, pensando-se, de preferência, em termos das decisões de consumir (ou de se abster de consumir), em vez das decisões de poupar. Uma decisão de consumir ou não consumir está, certamente, ao alcance do indivíduo, o mesmo sucedendo com uma decisão de investir ou não investir. Os montantes da renda agregada e da poupança agregada são *resultados* da livre escolha dos indivíduos sobre se consumirão ou deixarão de consumir, sobre se farão ou não investimentos; porém, nenhum desses montantes logrará alcançar um valor independente que resulte de um grupo separado de decisões estranhas às que concernem ao consumo e ao investimento. De acordo com este princípio, o conceito da *propensão a consumir* tomará na continuação desta obra o lugar da *propensão* ou *disposição* a poupar.

# APÊNDICE SOBRE O CUSTO DE USO

## I

O custo de uso, na minha opinião, tem para a teoria clássica do valor uma importância que tem sido muitas vezes ignorada. Há mais para dizer a esse respeito do que seria relevante ou oportuno fazê-lo aqui. Porém, a título de digressão, faremos neste apêndice uma análise mais pormenorizada a seu respeito.

O custo de uso de um empresário é, por definição, igual a

$$A_1 + (G - B) - G,$$

onde  $A_1$  representa o montante das compras que o empresário faz a outros empresários,  $G$  o valor real do seu equipamento de capital no fim do período, e  $G'$  o valor que esse equipamento teria no fim do período se ele se houvesse absterido de o utilizar e tivesse gasto a soma ótima  $B'$  para sua manutenção e melhoramento. Ora,  $G - (G' - B')$ , a saber, o excedente do valor, do equipamento do empresário sobre o valor líquido proveniente do período anterior, representa o investimento corrente do empresário feito no seu equipamento, que pode ser expresso por  $I$ . Assim,  $U$ , o custo de uso de seu giro de vendas  $A$ , é igual a  $A_1 - I$ , onde  $A_1$  representa o que ele comprou a outros empresários e  $I$  o que ele investiu correntemente no seu próprio equipamento. Uma ligeira reflexão mostrará que isso não passa de simples senso comum. Uma parte de seus desembolsos que vão para outros empresários é compensada pelo valor do investimento corrente realizado em seu próprio equipamento, e o resto representa o sacrifício que lhe custou a produção vendida além da soma que ele pagou aos fatores da produção. Se o leitor tentar exprimir o essencial destas idéias de outra forma, verificará que esta oferece a vantagem de evitar problemas de contabilidade insolúveis (e desnecessários). Creio não haver outro meio de analisar de forma inequívoca os resultados correntes da produção. Se

a indústria se acha completamente integrada ou se o empresário nada comprou fora, de maneira que  $A_1 = 0$ , o custo de uso é simplesmente o equivalente do desinvestimento corrente relativo ao uso do equipamento, mas fica-nos a vantagem de não ter, em momento algum desta análise, de distribuir o custo dos fatores entre os bens que se vendem e o equipamento que se conserva. Podemos, assim, considerar o volume de emprego oferecido por uma empresa, individual ou integrada, como resultado de uma única decisão global; método que corresponde ao caráter efetivamente interdependente entre a produção do que se vende correntemente e a produção total.

O conceito de custo de uso nos permite, além disso, dar uma definição mais clara que a usual do preço da oferta de curto prazo de uma unidade da produção vendável de uma empresa, pois o preço da oferta a curto prazo é, com efeito, a soma do custo marginal de fatores e do custo marginal de uso.

Ora, é uma prática usual na teoria moderna do valor igualar o preço de oferta de curto prazo somente ao custo marginal dos fatores. Contudo, é óbvio que tal prática só é válida quando o custo marginal de uso for zero, ou se for adotada uma definição especial do preço de oferta que exclua o custo marginal de uso, da mesma maneira que defini (p. 59) o “produto de vendas” e o “preço da oferta agregada” sem levar em conta o custo de uso agregado. Porém, embora possa ser às vezes conveniente deduzir o custo de uso, quando se estuda a *produção como um todo*, este método tira à nossa análise todo realismo, se de modo habitual (e tácito) se aplica à produção de uma única indústria ou empresa, pois cria uma diferença entre o “preço de oferta” de um artigo e o seu “preço” no sentido habitual da palavra; e esta prática pode ter originado certa confusão. Parece que se supôs ter o “preço de oferta” um significado evidente quando se aplica a uma unidade da produção, destinada à venda, proveniente de uma firma individual, sem julgar necessário entrar em maiores discussões sobre o assunto. Todavia, ao tratar do que se compra a outras firmas e da depreciação do equipamento da própria firma como consequência da produção marginal, tropeça-se com toda a série de complicações que acompanham a definição de renda. Mesmo admitindo que, no caso de compras feitas a outras empresas, o custo marginal das compras correspondentes à venda de uma unidade adicional deva ser deduzido do produto da venda dessa unidade, a fim de obter o que definimos como preço de oferta da empresa, resta-nos ainda levar em conta o investimento marginal que acarreta no próprio equipamento da empresa a produção da unidade marginal. Ainda que toda a produção estivesse a cargo de uma empresa completamente integrada, não seria motivo para supor que o custo marginal de uso fosse zero, isto é, que, em geral, o desinvestimento marginal determinado no equipamento pela produção marginal possa ser negligenciado.

Os conceitos de custo de uso e de custo suplementar também nos permitem estabelecer uma relação mais clara entre o preço de oferta para longo prazo e o preço de oferta para curto prazo. O custo de longo prazo deve, naturalmente, incluir uma soma destinada a cobrir o custo suplementar básico, assim como uma média do custo primário previsto, devidamente calculada para a duração do equipamento. Isto significa que o custo de produção de longo prazo é igual à soma prevista para o custo primário e o custo suplementar; e, além disso, para que haja um lucro normal, o preço de oferta de longo prazo deve exceder o custo de longo prazo, assim calculado, num montante que se determina aplicando ao custo do equipamento um percentual adicional igual à taxa de juros corrente sobre empréstimos de prazos e riscos equivalentes. Ou, se preferirmos tomar uma taxa de juros padrão “pura”, deveremos incluir no custo de longo prazo um terceiro termo, a que poderíamos chamar *custo de risco*, destinado a cobrir as diferenças que possam surgir por motivos ignorados entre o rendimento previsto e o efetivo. Portanto, o preço de oferta de longo prazo é igual à soma do custo primário, do custo suplementar, do custo de risco e do custo de juros, o qual pode ser analisado examinando-se estes componentes. O preço de oferta de curto prazo, por outro lado, é igual ao custo primário *marginal*. O empresário, quando compra ou constrói o seu equipamento, deve, portanto, esperar cobrir os seus custos suplementares, de risco e de juros com o excedente de valor marginal do custo primário sobre o valor médio do mesmo; desse modo, no equilíbrio a longo prazo, o excedente do custo primário marginal sobre o custo primário médio é igual à soma dos custos suplementar, de risco e de juros.<sup>68</sup>

O nível da produção, no qual o custo primário marginal é exatamente igual à soma dos custos primários e suplementares médios, tem uma importância especial, por ser aquele no qual os custos e as receitas do empresário se equilibram. Isto é, corresponde ao ponto em que o lucro líquido é zero; ao passo que com uma produção menor estará ele operando com perda líquida.

À medida que é necessário atender ao custo suplementar, inde-

68 Essa maneira de exprimir tem como base a hipótese conveniente de que a curva do custo primário marginal é contínua em toda a faixa de variações na produção. De fato, esta hipótese nem sempre se adapta à realidade, e pode haver um ou mais pontos de descontinuidade, sobretudo quando a produção alcança um volume correspondente à plena capacidade técnica do equipamento. Neste caso, a análise marginal é parcialmente defeituosa; e o preço pode *exceder* o custo primário marginal, quando este seja calculado no caso de uma ligeira *diminuição* da produção. (Igualmente, pode apresentar-se com certa frequência uma descontinuidade para baixo, isto é, para um decréscimo da produção *abaixo de certo nível*.) Isto é importante quando consideramos o preço de oferta de curto prazo no equilíbrio de longo prazo, pois em tal caso devem-se supor em ação quaisquer descontinuidades correspondentes ao nível de plena capacidade técnica. Assim, o preço de oferta de curto prazo no equilíbrio a longo prazo pode ter de exceder o custo primário marginal (calculado em termos de uma ligeira *diminuição* da produção).

pendentemente do custo primário, varia muito de um tipo de equipamento para outro. Eis aqui dois casos extremos:

(i) Uma parte da manutenção do equipamento deve, necessariamente, realizar-se *pari passu* com o ato de utilização (por exemplo, lubrificar a máquina). Este tipo de gasto (à parte as compras feitas fora) inclui-se no custo de fatores. Se por motivos de ordem física o montante exato do total da depreciação corrente tiver de ser coberto deste modo, o montante do custo de uso (à parte as compras feitas fora) seria igual e oposto ao do custo suplementar; e no equilíbrio a longo prazo, o custo marginal de fatores excederia o custo médio de fatores numa soma igual aos custos de risco e de juros.

(ii) Uma parte da diminuição do valor do equipamento só se produz quando este é utilizado. Esta parcela é debitada ao custo à medida que não é realizada *pari passu* com o ato de utilização. Se a perda do valor do equipamento se verificasse unicamente desta maneira, o custo suplementar seria zero.

Talvez valha a pena assinalar que um empresário não utiliza em primeiro lugar o seu equipamento pior e mais velho pelo fato de seu custo de uso ser baixo, pois este pode ser mais que anulado pela sua ineficiência relativa, ou seja, pela elevação do custo de fatores. Por este motivo, um empresário utiliza de preferência a parte do seu equipamento em que o custo de uso *mais* o custo dos fatores é mínimo por unidade produzida.<sup>69</sup> Segue-se que a cada volume de produção do bem em pauta corresponde um custo de uso,<sup>70</sup> mas que não existe relação uniforme entre este custo de uso total e o custo de uso marginal, isto é, com o aumento do custo de uso resultante de um aumento do nível de produção.

## II

O custo de uso é um dos elos que ligam o presente e o futuro, pois, quando um empresário fixa a sua escala de produção, tem de escolher entre utilizar imediatamente o seu equipamento ou conservá-lo para o utilizar mais tarde. O que determina o montante do custo de

69 Uma vez que o custo de uso depende, em parte, das expectativas relativas ao nível futuro dos salários, uma redução na unidade de salário que se espere seja provisória fará com que o custo de fatores e o custo de uso se desloquem em proporções diferentes e deste modo influam sobre o tipo de equipamento a ser usado e, possivelmente, sobre o montante da demanda efetiva, pois o custo de fatores e o custo de uso podem intervir de maneira diferente na determinação da demanda efetiva.

70 O custo de uso do equipamento utilizado em primeiro lugar não é necessariamente independente do volume total da produção (veja-se mais adiante), isto é, o custo de uso pode ser afetado em toda a sua extensão quando o volume total da produção varia.

uso é o sacrifício esperado de lucros futuros decorrente da utilização imediata, e é o volume marginal deste sacrifício que, juntamente com o custo marginal dos fatores e a receita marginal esperada, determina a sua escala de produção. Como, então, calcula o empresário o custo de uso de um ato de produção?

Definimos o custo de uso como sendo a redução de valor sofrida pelo equipamento em virtude de sua utilização, comparada com a que teria sofrido se não tivesse havido tal utilização, levando em conta o custo de manutenção e das melhorias que conviesse realizar, além das compras a outros empresários. Para determinar esse custo de uso, portanto, deve ser calculado o valor descontado do rendimento adicional provável que se obteria em data posterior se o equipamento não fosse utilizado imediatamente. Ora, este valor deve ser pelo menos igual ao valor atual da oportunidade de adiar a reposição do equipamento em virtude de sua inatividade; e o mesmo pode ser maior.<sup>71</sup>

Se não houver estoques excessivos ou redundantes, de maneira que novas unidades de equipamento similar sejam produzidas todos os anos para serem adicionadas às antigas ou substituí-las, é evidente que o custo marginal de uso se calculará tendo em conta a redução da vida pelo uso ou a eficácia do equipamento e tendo em conta também o custo corrente de reposição. Se, pelo contrário, o equipamento for redundante, o custo de uso também dependerá da taxa de juros e do custo suplementar corrente (quer dizer, calculado de novo) no período anterior àquele em que se prevê que a redundância será absorvida pelo desgaste etc. Desta maneira, o custo de juros e o custo suplementar corrente entram diretamente nos cálculos do custo de uso.

O cálculo apresenta-se em sua forma mais simples e inteligível quando o custo de fatores é zero, como, por exemplo, no caso de um estoque redundante de matéria-prima tal como o cobre, de acordo com os princípios que estabeleci em minha obra *Treatise on Money*, v. II, cap. 29. Tomemos os valores prováveis do cobre em várias datas futuras, série que será determinada pela proporção em que o excedente seja absorvido e tenda gradualmente para o custo julgado normal. O valor atual ou o custo de uma tonelada de cobre excedente será, portanto, igual ao maior dos valores que possam ser obtidos subtraindo-se do valor futuro calculado de uma tonelada de cobre, para qualquer data estabelecida, o custo dos juros e o custo suplementar corrente de uma tonelada de cobre entre a data considerada e o momento atual. Do mesmo modo, o custo de uso de um navio, uma fábrica ou uma máquina, quando há oferta excedente destes tipos de equipamento, é o seu custo

71 Será maior quando se espera conseguir um rendimento superior ao normal em alguma data futura e esse período não seja bastante longo para justificar (ou permitir) a produção de um equipamento novo. O custo de uso atual é igual ao máximo dos valores descontados dos rendimentos potenciais esperados em todas as datas futuras.



esperado de reposição descontado a uma taxa igual à percentagem que representa a soma do seu custo de juro e do custo suplementar corrente, com base na data presumível da absorção do excedente.

Supusemos que o equipamento será oportunamente substituído por outro artigo idêntico. Se o equipamento em questão não for substituído por outro idêntico quando estiver gasto, seu custo de uso deverá ser calculado aplicando-se ao custo de uso do equipamento novo que será instalado no lugar do antigo, na época em que este for posto fora de uso, um coeficiente determinado pela sua respectiva eficiência relativa.

### III

O leitor deve notar que, quando o equipamento não é obsoleto, mas apenas supérfluo no momento, a diferença entre o custo de uso efetivo e o seu valor normal (isto é, o valor que teria se não houvesse equipamento de sobra) varia com o intervalo de tempo que se julga transcorrer antes que o excedente seja absorvido. Portanto, se o tipo de equipamento considerado for dos que se vão acabando aos poucos, e não “de uma só vez”, de modo que uma proporção razoável chegue ao fim de sua vida útil anualmente, o custo marginal de uso não cairá muito, a menos que a parte supérflua seja excepcionalmente grande. No caso de uma depressão geral, o custo marginal de uso dependerá da duração provável que os empresários atribuírem à crise. Deste modo, a alta do preço de oferta quando os negócios começarem a melhorar pode dever-se, em parte, a um rápido aumento do custo marginal de uso, resultante de uma revisão das expectativas.

Contrariamente à opinião dos homens de negócios, tem-se sustentado algumas vezes que os esquemas organizados para transformar em sucata as instalações industriais excedentes não podem produzir os desejados efeitos de elevar os preços a não ser que se apliquem ao *total* da instalação excedente. A noção de custo de uso, porém, mostra como a eliminação (digamos) da metade do equipamento excedente pode provocar uma alta imediata dos preços, porque, ao aproximar-se a data da reabsorção do material excedente, essa política aumenta o custo marginal de uso e, conseqüentemente, eleva o preço corrente de oferta. Poderia, assim, parecer que os homens de negócios têm implícita em mente a noção do custo de uso, embora não a formulem claramente.

Se o custo suplementar for elevado, deduz-se que o custo de uso será baixo quando houver equipamento excedente. Além disso, quando houver equipamento excedente, não é provável que os custos marginais de fatores e de uso ultrapassem em muito seus valores médios. Se estas duas condições são atendidas, a existência de equipamento excedente levará, provavelmente, o empresário a trabalhar com uma perda líquida — e talvez com uma elevada perda líquida. Não haverá transição brusca deste estado de coisas para o de lucros normais, que surge no momento em que o equipamento excedente é absorvido. À

medida que o excedente diminui, o custo de uso eleva-se gradualmente; e a diferença entre o valor marginal e o valor médio dos custos de fatores e de uso pode, também, aumentar gradualmente.

#### IV

Na obra *Principles of Economics* de Marshall (6ª ed., p. 360), uma parte do custo de uso é incluída no custo primário sob a rubrica de “desgaste extra do equipamento”. Mas não há nenhuma indicação sobre o modo de calcular este fator ou sobre a sua importância. Na sua obra *Theory of Unemployment* (p. 42), o Professor Pigou supõe, expressamente, que o desinvestimento marginal determinado no equipamento pela produção marginal pode, em geral, ser desprezado: “As variações no montante do desgaste sofrido pelo equipamento e nos custos do trabalho não manual empregado, que acompanham as variações do volume de produção, em geral não são levadas em conta por serem de importância secundária”.<sup>72</sup> Na verdade, a idéia de que o desinvestimento no equipamento é zero na margem de produção encontra-se em boa parte da teoria econômica recente. Mas o problema adquire importância evidente logo que se apresenta a necessidade de explicar com exatidão o que significa o preço de oferta de uma firma individual.

É verdade que o custo de manutenção de um equipamento inativo pode, freqüentemente, pelas razões indicadas, reduzir o montante do custo marginal de uso, especialmente quando se prevê que a depressão durará muito tempo. Não obstante isso, um custo de uso baixo na margem não é a característica do período curto como tal, mas antes de certas situações e espécies de equipamento cujo custo de manutenção se revela elevado quando inativo, bem como dos desequilíbrios que se caracterizam por uma rápida obsolescência ou grande redundância, especialmente se unidos a uma grande proporção de equipamento comparativamente novo.

No caso das matérias-primas, a necessidade de levar em conta o custo de uso é óbvia; se uma tonelada de cobre for utilizada hoje, não poderá ser utilizada amanhã, e o valor que o cobre teria para os propósitos de amanhã deve ser considerado uma parte do custo marginal. Mas o que não se tem levado em conta é que o cobre é apenas um caso extremo do que sucede sempre que o equipamento de capital é utilizado para produzir. A hipótese de que existe uma separação nítida entre as matérias-primas, cujo desinvestimento deve ser levado em conta quando utilizadas na produção, e o capital fixo, cujo desinvestimento pode ser legitimamente desconsiderado, não corresponde à

72 Hawtrey (*Economica*. Maio de 1934. p. 145) chamou a atenção para o fato de que o prof. Pigou identifica o preço da oferta com o custo marginal da mão-de-obra e sustenta que os argumentos do prof. Pigou se encontram, portanto, seriamente viciados.

realidade — especialmente em condições normais, quando se tem de repor cada ano uma parte do equipamento e sua utilização torna mais próxima a data em que essa reposição é necessária.

Uma vantagem dos conceitos relativos ao custo de uso e ao custo suplementar consiste em serem aplicáveis tanto ao capital circulante e ao capital líquido como ao capital fixo. A diferença essencial entre as matérias-primas e o capital fixo não reside na sua sujeição aos custos de uso e suplementar, mas no fato de que o retorno do capital líquido se faz num único período; ao passo que no caso do capital fixo, que é durável e se gasta gradualmente, esse retorno compreende uma série de custos de uso e de lucros obtidos em sucessivos períodos.

# CAPÍTULO 7

## Maiores Considerações Sobre o Significado de Poupança e de Investimento

### I

No capítulo anterior, a *poupança* e o *investimento* foram de tal modo definidos que são, forçosamente, de montante igual e, para a comunidade considerada em conjunto, não passam de dois aspectos da mesma coisa. Alguns escritores contemporâneos (inclusive eu próprio em minha obra *Treatise on Money*) deram, entretanto, definições especiais destes dois termos que não lhes atribuem, necessariamente, uma igualdade. Outros discorreram sobre eles baseando-se na hipótese de que podem não ser iguais, sem, todavia, prefaciá-los seus argumentos com qualquer definição. Será conveniente, portanto, a fim de ligar o que precede a outros estudos de que eles foram objeto, classificar algumas das suas várias acepções que parecem correntes.

Que eu saiba, todo o mundo está de acordo em designar por *poupança* o excesso da renda sobre o que se gasta em consumo. Certamente, seria muito inconveniente e enganador dar-lhe outro significado. Também não há divergências de opinião sobre o que se pretende designar por gastos de consumo. Assim sendo, as diferenças de interpretação surgem da definição de *investimento* ou na de *renda*.

### II

Tomemos o *investimento* em primeiro lugar. Na linguagem corrente, esta palavra designa a compra de um ativo, velho ou novo, por um indivíduo ou por uma empresa. Por vezes, o alcance do termo é limitado à compra de um ativo na Bolsa de Valores. Mas também falamos, igualmente, de investimentos em imóveis, máquinas, estoques de produtos acabados ou não; e, de maneira geral, novo investimento, por oposição a reinvestimento, significa a compra, por aplicação dos rendimentos, de um bem de capital de qualquer espécie. Se conside-

ramos a venda de um investimento como um investimento negativo, isto é, como um desinvestimento, minha própria definição está de acordo com a de uso popular, visto que as transações ocorridas nos investimentos antigos forçosamente se anulam. Naturalmente temos de ajustar o caso com vista à criação e à liquidação de débitos (incluindo as variações da quantidade de crédito ou de moeda); mas, embora para a comunidade em seu conjunto o aumento ou a diminuição no saldo do crédito agregado seja sempre exatamente igual ao aumento ou à diminuição do saldo do débito agregado, esta complicação se neutraliza também quando se trata do investimento agregado. Por conseqüência, admitindo-se que a noção popular de renda coincide com a minha de renda líquida, o investimento agregado no sentido corrente corresponde à minha definição de investimento líquido, ou seja, à adição líquida a toda espécie de equipamentos de capital, após dedução das variações no valor dos equipamentos de capital velhos que entram no cálculo da renda líquida.

O investimento, assim definido, inclui, portanto, o aumento do equipamento de capital, quer ele consista em capital fixo, capital circulante ou capital líquido, e as principais diferenças entre as definições (abstraindo-se da distinção entre investimento e investimento líquido) são devidas à exclusão de uma ou de várias destas categorias.

Hawtrey, por exemplo, que atribui grande importância às variações do capital líquido, isto é, aos aumentos (ou às diminuições) involuntários do estoque de produtos não vendidos, propôs uma definição de investimento de onde são excluídas as variações dessa natureza. Neste caso, um excesso de poupança sobre o investimento seria o mesmo que um aumento involuntário no estoque de produtos não vendidos, isto é, um aumento do capital líquido. Hawtrey não me convenceu de que seja este o fator preponderante, visto pôr toda a ênfase na correção das variações não previstas no início, comparativamente às que, bem ou mal, foram antecipadas. Hawtrey considera que a diferença entre a escala de produção fixada todos os dias pelos empresários e a escala do dia anterior depende das variações sofridas pelo estoque de produtos não vendidos. Sem dúvida, no caso dos bens de consumo, estas variações desempenham papel importante em suas decisões. Entretanto, não vejo motivo para excluir a influência exercida sobre essas decisões por outros fatores, e prefiro, portanto, dar ênfase à variação total da demanda efetiva e não apenas à parte da variação que reflete o aumento ou a diminuição dos estoques não vendidos no período anterior. Além disso, no caso do capital fixo, o aumento ou a diminuição de sua capacidade não utilizada corresponde, em seus efeitos sobre as decisões de produzir, ao aumento ou à diminuição dos estoques de bens não vendidos; e não vejo como o método de Hawtrey possa lidar com este fator pelo menos tão importante quanto o outro.

Parece provável que a formação de capital e o consumo de capital,

tal como os consideram os economistas da escola austríaca, não sejam idênticos ao investimento nem ao desinvestimento segundo a definição acima, nem ao investimento ou desinvestimento líquido. Em especial, diz-se que o consumo de capital ocorre em circunstâncias tais que não há claramente diminuição líquida no equipamento de capital tal como foi definido acima. Todavia, não encontrei referência nenhuma onde se explicasse claramente o significado destes termos. Por exemplo, dizer que a formação de capital ocorre quando se prolonga o período de produção pouco contribui para esclarecer o assunto.

### III

Passamos agora às divergências entre poupança e investimento devidas a uma definição especial da renda e, logo, do excesso da renda sobre o consumo. O emprego que fiz destes termos em minha obra *Treatise on Money* é um bom exemplo disso, pois, conforme expliquei na página 51, a definição de renda que aí adotei se distingue da que estou agora dando pelo fato de que então era considerada renda dos empresários, não os lucros realmente obtidos, mas (em certo sentido) o seu “lucro normal”. Assim, por excedente da poupança sobre o investimento queria dizer que a escala de produção era tal que os empresários, como proprietários do equipamento de capital, estavam retirando um lucro inferior ao normal; e quando falava de um excesso maior de poupança sobre o investimento queria dizer que os lucros efetivos estavam sendo reduzidos de tal maneira que os empresários teriam motivo para contrair a produção.

Na minha maneira atual de pensar, de um lado o volume de emprego (e por conseqüência o da produção e da renda real) é fixado pelo empresário sob o motivo de procurar maximizar seus lucros presentes e futuros (sendo a previsão correspondente ao custo de uso determinada segundo a maneira como ele concebe a utilização do equipamento para que este lhe proporcione, no curso de sua duração, um rendimento máximo); de outro lado, o volume de emprego que lhe proporcionará este máximo de lucros depende da função da demanda agregada determinada pelas suas previsões de vendas que, nas diferentes hipóteses, devem resultar, respectivamente, do consumo e do investimento. Em minha obra *Treatise on Money*, o conceito de *variações* no excedente do investimento sobre a poupança, como foi ali definido, era um meio de tratar as variações do lucro, embora nesse livro não fizesse distinção clara entre os resultados previstos e os realizados.<sup>73</sup> Dizia eu então que a variação no excesso do investimento sobre a poupança era a força motora que governava as modificações do volume da pro-

73 Meu método, nessa obra, consiste em considerar os lucros conseguidos no presente como determinadores da expectativa corrente desses lucros.

dução. Desta maneira, o raciocínio novo, embora sendo (pelo menos na minha opinião atual) muito mais exato e instrutivo, é essencialmente um desenvolvimento do anterior. Traduzido na linguagem de minha obra *Treatise on Money*, assim se enunciaria: a expectativa de um aumento no excesso do investimento sobre a poupança, dado o volume anterior de emprego e produção, induzirá os empresários a aumentar o volume do emprego e da produção. A importância de meus raciocínios atuais e anteriores reside na sua tentativa de mostrar como o volume de emprego é determinado pelas estimativas da demanda efetiva feitas pelos empresários, sendo o critério para um aumento na dita demanda um aumento previsto do investimento em relação à poupança, conforme a definição apresentada em *Treatise on Money*. É verdade, porém, que minha exposição em *Treatise on Money* se apresenta muito confusa e incompleta à luz dos novos desenvolvimentos aqui expostos.

D. H. Robertson definiu a renda de hoje como sendo igual ao consumo de ontem *mais* o investimento, de modo que a poupança de hoje, no sentido que ele lhe atribuiu, é igual ao investimento de ontem *mais* o excesso de consumo de ontem sobre o de hoje. Segundo esta definição, a poupança pode ser superior ao investimento, isto é, por haver um excesso na renda de ontem (no sentido por mim atribuído) sobre a de hoje. Assim, quando Robertson diz que há um excedente de poupança sobre o investimento, exprime literalmente a mesma idéia que eu quando digo que a renda decai, e o excedente da poupança no seu entender é exatamente igual ao declínio da renda no meu entender. Se fosse certo que as expectativas correntes fossem sempre determinadas pelos resultados obtidos ontem, a demanda efetiva de hoje seria igual à renda de ontem. Pode-se, portanto, considerar o método de Robertson uma tentativa alternativa do meu (sendo, talvez, uma primeira aproximação dele) para estabelecer a mesma distinção, tão vital para a análise causal, que tentei fazer pondo em contraste a demanda efetiva e a renda.<sup>74</sup>

#### IV

Abordamos, em seguida, as idéias muito vagas associadas à expressão “poupança forçada”. O que se poderá depreender disso? Em minha obra *Treatise on Money* (v. I, p. 171, nota de rodapé) [JMK, v. V, p. 154] dei algumas referências sobre o uso anteriormente feito desta expressão e sugeri que ela teria certa afinidade com a diferença entre investimento e “poupança” no sentido em que ali usei este último termo. Não me parece haver tanta afinidade como havia pensado. De qualquer maneira, estou certo de que “poupança forçada” e as expres-

74 Ver o artigo de ROBERTSON. “Saving and Hoarding”. In: *Economic Journal*. Setembro de 1933. p. 399; e o debate entre Robertson, Hawtrey e eu próprio. In: *Economic Journal*. Dezembro de 1933. p. 658 [JMK, v. XIII].

sões análogas empregadas mais recentemente (por exemplo, pelos Professores Hayek e Robbins) não têm relação definida com a diferença entre investimento e “poupança” no sentido que lhe dei em *Treatise on Money*. Embora estes autores não tenham explicado exatamente a significação que atribuíram a esse termo, é claro que para eles a “poupança forçada” é um fenômeno diretamente resultante das variações na quantidade de moeda ou do crédito bancário, cuja medida se faz por essas mesmas variações.

É evidente que uma variação no volume da produção e do emprego provocará mudanças na renda medida em unidades de salário; que uma variação na unidade de salário ocasionará, por sua vez, uma alteração na distribuição da renda entre os mutuários e os mutantes e uma variação na renda agregada medida em moeda; e que em ambos os casos haverá (ou poderá haver) uma variação no montante poupado. Como as variações na quantidade de moeda podem, conseqüentemente, ter como resultado, agindo sobre a taxa de juros, modificar o volume e a distribuição da renda (conforme veremos mais adiante), é possível que tenham uma ação indireta sobre o montante poupado. Estas alterações no montante poupado não são, porém, mais “poupança forçada” do que qualquer outra variação no montante poupado, em virtude de uma variação das circunstâncias; e não há meio para distinguir esses dois casos, a não ser que especifiquemos o montante poupado em certas condições tomadas como norma ou padrão. Além disso, como veremos, a amplitude das alterações na poupança agregada, que resulta de determinada modificação na quantidade de moeda, é extremamente variável e depende de muitos outros fatores.

Assim sendo, a expressão “poupança forçada” não tem sentido a não ser que tomemos como padrão alguma taxa de poupança. Se escolhermos (como parece razoável) a taxa que corresponda a um nível observado de pleno emprego, a definição passa a ser: “Poupança forçada é o excedente da poupança real sobre o que se pouparia se houvesse pleno emprego numa situação de equilíbrio a longo prazo”. Esta definição teria sentido, mas significaria ser o excedente forçado da poupança um fenômeno muito raro e muito instável, e uma *deficiência* forçada da poupança o estado normal da atividade econômica.

O interessante trabalho do professor Hayek, intitulado “Note on the Development of the Doctrine of *Forced Saving*”,<sup>75</sup> mostra que este foi, de fato, o significado original do termo. “Poupança forçada” ou “frugalidade forçada” foi, originalmente, uma concepção de Bentham; e Bentham afirmou expressamente ter em mente as conseqüências de um aumento na quantidade de moeda (relativamente à quantidade de coisas vendáveis contra moeda) em circunstâncias em que “todos os



braços estivessem empregados da maneira mais vantajosa possível”.<sup>76</sup> Em tais circunstâncias, observa Bentham, a renda real não pode aumentar e, por conseqüência, o investimento adicional que se produz como resultado da transição implica frugalidade forçada “à custa do bem-estar nacional e da justiça nacional”. Todos os autores do século XIX que se ocuparam do assunto tiveram virtualmente presente a mesma idéia. Mas uma tentativa para estender esta noção perfeitamente clara a uma situação que não seja a de pleno emprego acarreta dificuldades. É verdade, naturalmente, que (em virtude dos rendimentos decrescentes de uma quantidade crescente de emprego aplicada a determinado equipamento de capital) *qualquer* aumento no emprego impõe um sacrifício da renda real às pessoas já empregadas, mas a tentativa de relacionar esse sacrifício ao acréscimo de investimento, que pode acompanhar o aumento de emprego, dificilmente será bem-sucedida. De qualquer maneira, pelo que eu saiba, nenhum esforço foi tentado pelos autores modernos, que se interessaram pela “poupança forçada”, para estender essa idéia a uma situação em que o emprego esteja aumentando e parece que esses autores, na sua maior parte, ignoram o fato de que, para ser aplicado a situações de emprego inferiores ao pleno emprego, o conceito de Bentham da frugalidade forçada requer alguma explicação ou qualificação.

## V

A preponderância da idéia de que a poupança e o investimento, tomados no seu sentido literal, podem ser diferentes só se explica, no meu entender, por uma ilusão de ótica, em virtude de a relação entre um depositante individual e seu banco ser encarada como uma transação unilateral em vez de bilateral como realmente é. Supõe-se que um depositante e seu banco podem articular-se de maneira que realizem uma operação que faça desaparecer as poupanças do sistema bancário de modo a se perderem para o investimento, ou, pelo contrário, que o sistema bancário torne possível a realização de um investimento a que não corresponde poupança alguma. Ninguém pode, porém, poupar sem adquirir uma valor ativo, seja dinheiro, um débito ou bens de capital; e para que alguém possa adquirir um bem que antes não possuía, é necessário que outro bem de valor igual se crie, *ou* que outra pessoa se desfaça de um bem do mesmo valor que antes possuía. No primeiro caso, há um investimento novo correspondente; no segundo, alguém tem de deixar de poupar uma quantia igual, porque sua perda de riqueza decorre, de fato, de um excesso do seu consumo sobre a sua renda e não de uma perda na conta de capital por modificação no valor de um ativo de capital, pois não se trata aqui de uma perda

76 *Loc. cit.*, p. 125.

sobre o valor que seu ativo de capital tinha anteriormente; o indivíduo recebe justamente o valor corrente de seu ativo e, contudo, não o retém em forma alguma de riqueza, isto é, deve estar gastando no consumo corrente, excedendo o rendimento corrente. Além disso, se é o sistema bancário que cede um bem, alguém tem de renunciar à posse de dinheiro líquido. Daqui se deduz que a poupança agregada do primeiro indivíduo, somada à dos outros, deve ser, necessariamente, igual ao montante do novo investimento corrente.

A idéia de que a criação de crédito pelo sistema bancário permite realizar investimentos, aos quais “nenhuma poupança genuína” corresponde, resulta, unicamente, de se isolar uma das conseqüências do aumento do crédito bancário, com a exclusão das demais. Se a concessão de um crédito adicional a créditos já existentes permite ao empresário efetuar uma adição ao seu investimento corrente, que de outro modo não poderia ocorrer, as rendas aumentarão necessariamente e numa proporção que, em geral, *excederá* a do investimento suplementar. Além disso, salvo em caso de pleno emprego, tanto a renda real como a monetária serão acrescidas. O público exercerá “uma livre escolha” das proporções em que dividirá o seu acréscimo de rendas entre poupança e dispêndio; e é impossível que a intenção do empresário que pediu emprestado para aumentar o seu investimento possa tornar-se efetiva (exceto como substituição dos investimentos de outros empresários que, do contrário, teriam ocorrido) a um ritmo mais acelerado do que o público decide aumentar as suas poupanças. Além disso, as poupanças que resultam dessa decisão são tão genuínas quanto quaisquer outras. Não se pode obrigar ninguém a ficar na posse da moeda adicional correspondente ao novo crédito bancário, a não ser que esse alguém prefira deliberadamente guardar mais dinheiro a outra forma de riqueza. Mesmo assim, o emprego, as rendas e os preços não podem subtrair-se ao movimento que na nova situação lhes impõe o fato de alguém preferir conservar o dinheiro adicional. É verdade que o aumento inesperado do investimento numa direção particular pode causar no montante agregado da poupança e do investimento uma perturbação que se não verificaria se ele tivesse sido previsto com bastante antecipação. Também é verdade que a concessão do crédito bancário faz surgir três tendências: (1) aumento da produção; (2) alta no valor da produção marginal expressa em unidades de salário (o que em condições de rendimentos decrescentes deve necessariamente acompanhar um aumento da produção); e (3) alta da unidade de salários em termos de moeda (efeito que em geral acompanha a melhoria do emprego); e estas tendências podem afetar a distribuição da renda real entre os diferentes grupos. Mas estas tendências são características de um estado de produção crescente e se manifestam do mesmo modo quando o aumento da produção tem outra origem que não a extensão do crédito bancário. Elas só podem ser evitadas se eliminarmos qualquer ação

capaz de melhorar o emprego. Aliás, grande parte do que foi dito acima antecipa o resultado da análise posterior.

Deste modo, o ponto de vista já antiquado de que a poupança sempre supõe investimento, embora incompleto e enganoso, é certamente mais justo que a idéia moderna segundo a qual pode haver poupança sem investimento ou investimento sem poupança "genuína". O erro ocorre quando se chega à dedução plausível de que, quando um indivíduo poupa, aumenta em quantidade igual o investimento agregado. É verdade que, quando um indivíduo poupa, ele aumenta sua própria riqueza. Concluir, porém, que ele aumenta também a riqueza agregada é querer ignorar as reações possíveis do ato de poupança de um indivíduo sobre as poupanças de outrem e, portanto, sobre a riqueza de outrem.

A conciliação da identidade entre a poupança e o investimento com a aparente "livre vontade" do indivíduo para economizar o que quiser, independentemente do que os outros ou ele mesmo possa investir, depende especialmente do fato de ser a poupança, como dispêndio, um fenômeno de duplo caráter. Embora não seja provável porque o montante da poupança de um indivíduo tenha alguma influência sensível sobre a sua própria renda, as reações do montante do seu consumo sobre as rendas dos outros tornam impossível que todos os indivíduos poupem simultaneamente quaisquer somas dadas. Toda tentativa de poupar mais, reduzindo o consumo, age de tal modo sobre as rendas que necessariamente anula a si mesma. É, sem dúvida, igualmente impossível à comunidade em sua totalidade poupar *menos* que o montante do investimento corrente, já que uma tentativa desta ordem fará subir necessariamente os rendimentos até a um nível em que as somas que os indivíduos decidem poupar alcancem uma cifra exatamente igual ao montante do investimento.

Há uma estreita analogia entre o que ficou dito e a proposição segundo a qual a liberdade de todo indivíduo de fazer variar, quando lhe aprover, a quantidade de dinheiro que detém concilia-se com a necessidade de que o volume total de dinheiro, formado pela soma dos encaixes individuais, iguale exatamente o montante da moeda que o sistema bancário criou. Neste último caso, a igualdade resulta do fato de que o montante de dinheiro que cada qual decide conservar não é independente da sua renda ou dos preços das coisas (principalmente certificados de valores) que é natural comprar, em vez de conservar dinheiro. Assim as rendas, do mesmo modo que os preços, variam obrigatoriamente até que se estabeleça a igualdade entre o montante agregado das somas em dinheiro, que os indivíduos resolvem guardar no nível de rendimentos e preços, e o montante da moeda criado pelo sistema bancário. Isto constitui, na verdade, a proposição fundamental da teoria monetária.

Mas estas proposições decorrem simplesmente do fato de que

não pode haver um comprador sem um vendedor, nem um vendedor sem um comprador. Embora um indivíduo, cujas transações são de pouca importância em relação ao mercado, possa, despreocupadamente, desprezar o fato de que a demanda não é uma operação unilateral, seria insensatez desprezá-lo tratando-se da demanda agregada. É esta a diferença vital entre a teoria do comportamento econômico da comunidade e a do comportamento de uma unidade individual, na qual admitimos que as variações na demanda do próprio indivíduo não afetam sua renda.

# **LIVRO TERCEIRO**

## **A PROPENSÃO A CONSUMIR**

# CAPÍTULO 8

## A Propensão a Consumir: I. Os Fatores Objetivos

### I

Estamos, agora, em condições de voltar ao nosso tema principal, de que nos afastamos no final do Livro Primeiro para examinar certos problemas gerais de método e definição. O objetivo final de nossa análise é descobrir o que determina o volume de emprego. Até aqui estabelecemos a conclusão preliminar de que o volume de emprego é determinado pelo ponto de interseção da função de oferta agregada com a função de procura agregada. A função de oferta agregada, contudo, que depende principalmente das condições físicas da oferta, envolve poucas considerações que ainda não nos são familiares. A forma pode ser pouco conhecida, mas os fatores nela subjacentes não são novos. Voltaremos a ocupar-nos da função de oferta agregada no capítulo 20, quando examinaremos a sua inversa sob o nome de *função de emprego*. Em termos gerais, porém, o que se tem descuidado é da parte correspondente à função de demanda agregada; e é à função da demanda agregada que dedicaremos os Livros Terceiro e Quarto.

A função de demanda agregada relaciona determinado volume de emprego com o produto das vendas que se espera realizar desse volume de emprego. O produto das vendas forma-se pela soma de duas quantidades — a soma que será despendida em consumo quando o emprego está em certo nível e a soma que se destinará ao investimento. Os fatores que determinam estas duas quantidades são bastante diferentes. Neste livro estudaremos os primeiros, a saber, quais os fatores que determinam a soma que se gastará em consumo quando o emprego se acha em determinado nível; no Livro IV continuaremos com os fatores que fixam a soma a ser empregada no investimento.

Considerando que aqui nos interessa a determinação da soma que deve ser gasta em consumo quando o emprego está em certo nível, devemos, estritamente falando, tratar da função que liga o montante de  $C$  ao nível de  $N$ . Todavia, é mais conveniente operar com uma

função ligeiramente diferente, ou seja, a que relaciona o consumo, medido em unidades de salário ( $C_w$ ), com a renda, medida em unidades de salário ( $Y_w$ ), correspondente a certo volume de emprego  $N$ . Este método está sujeito à restrição de que  $Y_w$  não é uma função unívoca de  $N$ , o qual é idêntico em todas as circunstâncias. Com efeito, a relação entre  $Y_w$  e  $N$  pode depender (embora provavelmente em grau muito limitado) da natureza precisa do emprego. Em outras palavras, duas distribuições desiguais de um emprego agregado  $N$  entre ocupações diferentes (em virtude da forma diferente das funções do emprego individual — questão que será tratada no capítulo 20) podem conduzir a valores diferentes de  $Y_w$ . Em certos casos, poderia ser necessário dar especial atenção a este fator. Em geral, porém, constitui uma boa aproximação considerar  $Y_w$  como determinado por  $N$  de maneira unívoca. Definiremos, portanto, aquilo a que chamaremos *propensão a consumir* como a relação funcional  $\chi$  entre  $Y_w$  (determinado nível de renda medida em unidades de salário) e  $C_w$  (o gasto que, para o consumo, se toma do dito nível de rendimento), de modo que

$$C_w = \chi(Y_w) \text{ ou } C = W\chi(Y_w).$$

O montante que a comunidade gasta em consumo depende, evidentemente: (i) em parte, do montante da sua renda; (ii) em parte, de outras circunstâncias objetivas que o acompanham; e (iii), em parte, das necessidades subjetivas, propensões psicológicas e hábitos dos indivíduos que o compõem, bem como dos princípios que governam a distribuição da renda entre eles (que são passíveis de modificações à medida que aumenta a produção). Os motivos que impelem a gastar caracterizam-se por sua interação, e uma tentativa de classificá-los pode levar a divisões arbitrárias. Não obstante isso, para clareza das idéias, vamos separá-los em duas categorias, que chamaremos fatores objetivos e fatores subjetivos. Os fatores subjetivos, que examinaremos mais detalhadamente no próximo capítulo, incluem as características psicológicas da natureza humana, bem como os costumes e as instituições sociais que, embora não imutáveis, apresentam poucas probabilidades de sofrer variações ponderáveis em curto período de tempo, salvo circunstâncias anormais ou revolucionárias. Uma análise histórica ou uma comparação entre dois sistemas sociais de tipos diferentes deverá necessariamente levar em conta a maneira pela qual as mudanças nos fatores subjetivos podem afetar a propensão a consumir. Na continuação desta obra, porém, consideraremos os fatores subjetivos como dados e admitiremos que a propensão a consumir apenas depende das alterações nos fatores objetivos.

## II

Os principais fatores objetivos que influem na propensão a consumir parecem ser os seguintes:

(1) *Uma variação na unidade de salário.* O consumo ( $C$ ) é, evidentemente, uma função (em certo sentido) muito mais da renda *real* do que da renda nominal. Em dada situação da técnica, das preferências do público e das condições sociais que determinam a distribuição da renda, a renda real de um indivíduo sobe e desce com a quantidade de unidades de trabalho de que pode dispor, isto é, com o montante da sua renda medida em unidades de salário, embora a sua renda real suba em proporção menor que o seu rendimento medido em unidades de salário (devido à influência dos rendimentos decrescentes), quando o volume agregado da produção muda. Podemos, portanto, admitir razoavelmente, como primeira aproximação, que, se a unidade de salário varia, o gasto em consumo correspondente a certo nível de emprego variará assim como os preços, na mesma proporção, ainda que, em certas circunstâncias, tenhamos de levar em conta as possíveis conseqüências sobre o consumo agregado de uma mudança na distribuição da renda real entre os empresários e os *rentiers*, provocada por uma variação na unidade de salário. Além do mais, já consideramos anteriormente as variações na unidade de salário, quando definimos a propensão a consumir em termos de renda medida em unidades de salário.

(2) *Uma variação na diferença entre renda e renda líquida.* Demonstramos antes que o montante do consumo depende mais da renda líquida do que da renda, visto que, por definição, é a renda líquida que o indivíduo tem em mente, antes de mais nada, quando decide a escala do seu consumo. Em determinada situação pode existir certa relação estável entre ambos os conceitos, no sentido de que haverá uma função relacionando de maneira biunívoca os diversos níveis de renda aos correspondentes níveis de renda líquida. Entretanto, se não for este o caso, a parte da variação da renda que não afete a renda líquida deve ser negligenciada, pois não influi sobre o consumo; e, de forma semelhante, deve ser levada em conta a variação na renda líquida que não reflita na renda. Todavia, salvo circunstâncias especiais, duvido que este fator tenha importância prática. Faremos, na quarta seção deste capítulo, uma análise mais detalhada dos efeitos sobre o consumo da diferença entre renda e renda líquida.

(3) *Variações imprevistas nos valores de capital não considerados no cálculo da renda líquida.* Estas variações têm importância muito maior para modificar a propensão a consumir por não guardarem nenhuma relação estável ou regular com o montante da renda. O consumo das classes proprietárias de riqueza pode ser extremamente suscetível às variações imprevistas no valor nominal de seus bens. Este fator deve ser considerado entre os mais importantes daqueles capazes de ocasionar variações de curto prazo na propensão a consumir.



(4) *Variações na taxa intertemporal de desconto, isto é, na relação de troca entre os bens presentes e os bens futuros.* Não se trata aqui da mesma coisa que a taxa de juros, já que esta leva em conta as variações futuras no poder aquisitivo do dinheiro, à medida que são previstas. Deve-se considerar também toda a sorte de riscos, tais como a probabilidade de não viver bastante para usufruir dos bens futuros ou de uma tributação confiscatória. A título de aproximação, contudo, podemos identificar isto com a taxa de juros.

A influência deste fator sobre a proporção em que se gasta determinada renda está sujeita a muitas dúvidas. Para a teoria clássica da taxa de juros,<sup>77</sup> que se baseia na idéia de ser a taxa de juros o fator de equilíbrio entre a oferta e a procura de poupança, era conveniente supor que as despesas de consumo, *coet. par.*, variassem na razão inversa das variações na taxa de juros, de maneira que qualquer elevação da taxa de juros diminuiria consideravelmente o consumo. Todavia, reconheceu-se há muito tempo que o efeito total das variações da taxa de juros sobre a propensão a despendar em consumo imediato é complexo e incerto, dependendo de tendências antagônicas, dado que alguns dos motivos subjetivos para poupar são mais facilmente satisfeitos quando a taxa de juros sobe, enquanto outros diminuem. A longo prazo, é provável que variações substanciais na taxa de juros tendam a modificar consideravelmente os hábitos sociais e, portanto, a propensão subjetiva a despendar, embora, sem as luzes da experiência, se torne difícil indicar em que sentido. Contudo, não é provável que o tipo usual de flutuação a curto prazo na taxa de juros tenha muita influência *direta* sobre os gastos, num sentido ou no outro. Raras são as pessoas que alteram o seu modo de vida porque a taxa de juros baixou de 5 para 4%, quando a sua renda agregada permanece a mesma. Indiretamente, porém, podem ocorrer outros efeitos, embora não todos na mesma direção. Talvez a influência mais importante, que opera através de variações na taxa de juros sobre a propensão a gastar fundos provenientes de determinada renda, seja o efeito dessas variações sobre a alta ou baixa do preço de títulos e de outros ativos. Se uma pessoa se beneficia de um aumento inesperado no valor de seu capital, é natural que os seus motivos para gastar no período corrente se fortaleçam (ainda que em termos de renda o valor de seu capital não tenha aumentado), ao passo que, se estiver sofrendo perdas de capital, seus motivos para gastar enfraquecerão. Já no item (3), porém, levamos em conta esta influência indireta. Fora disso, a conclusão mais importante sugerida pela experiência é, segundo creio, a de que a influência a curto prazo da taxa de juros sobre os gastos individuais feitos com determinada renda é secundária e relativamente de pouca importância,

77 Cf. cap. 14.

excetuando-se, talvez, o caso de variações excepcionalmente grandes. Quando a taxa de juros baixa muito, o aumento da razão entre o valor de uma perpetuidade comprável por determinada importância e o juro anual que se obtém dessa mesma importância pode, contudo, proporcionar uma importante fonte de poupança, fortalecendo a prática de precaver-se contra as vicissitudes da velhice, pela compra de uma perpetuidade.

A situação anormal, em que a propensão a consumir se vê profundamente afetada pela concorrência de incerteza extrema quanto ao futuro e ao que ele possa trazer, deveria talvez ser incluída também neste parágrafo.

(5) *Variações na política fiscal.* Se o incentivo do indivíduo para poupar depender dos futuros rendimentos que espera, ele evidentemente dependerá não só da taxa de juros como também da política fiscal do Governo. Os impostos sobre a renda, particularmente quando gravam a renda “não ganha”, os impostos sobre lucros de capital, sobre heranças etc., são tão importantes quanto a taxa de juros, sendo mesmo possível que as modificações eventuais da política fiscal tenham, pelo menos nas expectativas, maior influência que a própria taxa de juros. Se a política fiscal for usada como um instrumento deliberado para conseguir maior igualdade na distribuição das rendas, seu efeito sobre o aumento da propensão a consumir será, naturalmente, tanto maior.<sup>78</sup>

Convém levar igualmente em conta a influência exercida sobre a propensão agregada a consumir pelos fundos de amortização que o Governo reserva para saldar sua dívida, utilizando o produto dos impostos comuns. Estes fundos representam uma espécie de poupança de empresa, de modo que uma política tendente a criar grandes fundos de amortização deve ser considerada, em determinadas circunstâncias, uma forma de reduzir a propensão a consumir. Por esta razão, uma reviravolta da política do Governo, passando do endividamento à criação de fundos de amortização (ou *vice-versa*), pode ocasionar uma séria diminuição (ou notável expansão) da procura efetiva.

(6) *Modificações das expectativas acerca da relação entre os níveis presentes e futuros da renda.* Devemos incluir este fator para que a enumeração seja completa. Mas, embora ele possa afetar consideravelmente a propensão a consumir de um indivíduo, é provável que, quando se trata da comunidade como um todo, seus efeitos tendam a compensar-se. Ademais, trata-se de uma questão que suscita, em geral, muita incerteza para poder exercer influência importante.

78 Deve-se mencionar, de passagem, que a respeito da influência exercida pela política fiscal sobre o aumento da riqueza há um sério mal-entendido; contudo, só o poderemos analisar adequadamente com o auxílio da taxa de juros que será exposta no Livro Quarto.

Chegamos, pois, à conclusão de que, em determinada situação, a propensão a consumir pode ser considerada uma função relativamente estável desde que tenhamos eliminado as variações na unidade de salário em termos de moeda. As flutuações imprevistas nos valores de capital podem modificar a propensão a consumir, bem como poderão afetá-la variações substanciais na taxa de juros e na política fiscal; porém, não é provável que os outros fatores objetivos capazes de atuar sobre ela, conquanto não devam ser desprezados, tenham importância em circunstâncias comuns.

Em virtude da situação econômica geral, o fato de o gasto de consumo, em termos de unidade de salário, depender essencialmente do volume da produção e do emprego justifica o agrupamento dos outros fatores na expressão composta "a propensão a consumir". Isto porque, conquanto os demais fatores possam variar (e convém não esquecer isto), a renda agregada medida em unidades de salário é, regra geral, a principal variável de que depende o componente consumo da função de procura agregada.

### III

Admitindo, pois, que a propensão a consumir é uma função bastante estável, de maneira que, em geral, o montante do consumo agregado depende principalmente do montante da renda agregada (ambos medidos em unidades de salário), e considerando de importância secundária as variações na mesma propensão, qual é a forma normal desta função?

A lei psicológica fundamental em que podemos basear-nos com inteira confiança, tanto *a priori*, partindo do nosso conhecimento da natureza humana, como a partir dos detalhes dos ensinamentos da experiência, consiste em que os homens estão dispostos, de modo geral e em média, a aumentar o seu consumo à medida que a sua renda cresce, embora não em quantia igual ao aumento de sua renda. Isto quer dizer que, se  $C_{\omega}$  é o montante do consumo e  $Y_{\omega}$  o da renda (ambos medidos em unidades de salário),  $\Delta C_{\omega}$  tem o mesmo sinal que  $\Delta Y_{\omega}$ , porém é de grandeza menor, isto é,  $\frac{dC_{\omega}}{dY_{\omega}}$  é positivo e inferior à unidade.

Este é o caso especialmente quando temos em vista períodos curtos, como no caso das chamadas flutuações cíclicas do emprego, durante as quais os hábitos, naquilo em que se distinguem das propensões psicológicas mais permanentes, não dispõem de tempo bastante para se adaptarem às mudanças nas circunstâncias objetivas. O padrão de vida habitual de um indivíduo baseia-se na primeira satisfação que pode extrair da sua renda, e ele tende a poupar a diferença que surge entre a sua renda efetiva e as despesas correspondentes ao seu padrão costumeiro de vida; ou então, no caso de acomodar os seus gastos às

variações na sua renda em períodos curtos, só o fará imperfeitamente. Por conseguinte, uma renda crescente será com frequência acompanhada de uma poupança maior, e uma renda decrescente o será de uma poupança menor, em maior escala a princípio do que posteriormente.

Fora das *variações* de curto período no nível da renda, porém, também é evidente que a elevação absoluta do montante da renda contribui, via de regra, para alargar a brecha entre a renda e o consumo. Isso porque a satisfação das necessidades primárias imediatas de um indivíduo e de sua família é, normalmente, mais forte que os seus motivos para poupar, que só adquirem predomínio efetivo quando se alcança determinado nível de conforto. Estas razões fazem com que, em geral, uma *proporção maior* da renda seja poupada à medida que a renda real aumenta. Porém, poupe-se ou não numa proporção maior, somos levados a considerar regra psicológica fundamental em uma comunidade moderna que, quando a sua renda real aumenta, o seu consumo não crescerá em montante *absoluto* igual, de modo que ela poupará necessariamente uma soma absoluta maior, a não ser que, ao mesmo tempo, ocorra uma alteração fora do comum nos demais fatores. Como veremos depois,<sup>79</sup> a estabilidade do sistema econômico depende essencialmente da predominância desta regra na prática. Isto significa que, se o emprego e, portanto, a renda agregada aumentam, *nem todo* o emprego adicional será requerido para satisfazer as necessidades do consumo adicional.

Por outro lado, uma diminuição da renda devida à queda no volume de emprego, se for além de certos limites, pode muito bem ser motivo para que o consumo exceda a renda, não apenas porque os indivíduos ou instituições passam a utilizar as reservas financeiras acumuladas em melhores dias, como também porque o Governo, deliberadamente ou não, poderá cair num déficit orçamentário ou poderá vir a fornecer auxílio em caso de desemprego, por exemplo, com dinheiro emprestado. Por isso, quando o emprego desce a um nível baixo, o consumo agregado cairá em volume menor que a diminuição da renda real, tanto por força das reações habituais dos indivíduos como por força da política provável dos Governos, o que explica a possibilidade de conseguir, muitas vezes, uma nova posição de equilíbrio dentro de limites razoáveis de flutuação. Se assim não fosse, o declínio do emprego e da renda, uma vez iniciado, poderia ir muito longe.

Este princípio simples leva, como se poderá ver, à mesma conclusão de antes, a saber, o emprego só pode aumentar *pari passu* com um aumento do investimento; a não ser, bem entendido, que ocorra alguma mudança na propensão a consumir. Com efeito, visto que no caso de um aumento do emprego os consumidores vão gastar menos

79 Cf. p. 240.

do que o aumento no preço da oferta agregada, o dito aumento de emprego se revelará desvantajoso, a não ser que um acréscimo no investimento venha preencher a lacuna.

#### IV

Não devemos subestimar a importância do fato já assinalado anteriormente de que, enquanto o emprego é função do consumo e do investimento previstos, o consumo é, *coet. par.*, função da renda líquida, isto é, do investimento líquido (sendo a renda líquida igual ao consumo mais o investimento líquido). Em outras palavras, quanto maior for a provisão financeira que se julgue necessário constituir antes de calcular a renda líquida, menos favorável será para o consumo, e, portanto, para o emprego, um volume determinado de investimento.

Quando toda esta provisão financeira (ou custo suplementar) é efetivamente gasta na conservação do equipamento de capital existente, não é provável que isso passe despercebido. Contudo, quando a provisão financeira *excede* o gasto real de conservação, nem sempre se avaliam as conseqüências práticas que daí resultam para o emprego, pois o montante deste excedente não dá origem direta a um investimento corrente nem se acha disponível para o consumo. Tem, portanto, de ser equilibrado com novo investimento, cuja procura nasce de motivos completamente independentes do desgaste atual do equipamento velho, para o qual se constituiu a provisão financeira, com a conseqüência de que o novo investimento disponível para manter a renda atual diminui paralelamente e se torna necessária uma procura mais intensa de novos investimentos, para que se torne possível atingir determinado nível de emprego. Além disso, considerações muito parecidas se aplicam aos elementos do custo de uso destinados a compensar o desgaste, quando este não é efetivamente reparado.

Tomemos, por exemplo, uma casa que continua sendo habitável até que seja demolida ou abandonada. Se do aluguel anual pago pelos inquilinos é descontada certa parte do seu valor, que o proprietário não gasta em sua conservação nem considera renda líquida, disponível para o consumo, esta reserva, quer faça parte de  $U$  ou de  $V$ , constitui um empecilho para o emprego durante todo o tempo em que dure a casa, empecilho este que logo será compensado, de uma só vez, quando a casa for reconstruída.

Em uma economia estacionária talvez não valesse a pena mencionar esses fatores, em se considerando que os abatimentos pela depreciação feitos anualmente sobre as casas velhas seriam exatamente compensados pelas casas novas, construídas em substituição das que em cada ano chegam ao fim de suas vidas. Tais fatores, porém, podem ser de muita importância numa economia não estática, especialmente durante o período imediato a uma expansão pronunciada de investimentos em capital de longa vida útil. Em tais circunstâncias, grande

parte dos novos itens de investimento pode ser absorvida pelas maiores provisões financeiras que os empresários fazem para preparar e renovar o equipamento de capital existente, o qual, embora se desgaste com o tempo, ainda não chegou ao ponto de exigir gastos que se aproximem do total da reserva financeira constituída; como conseqüência, as rendas não podem subir além de um nível bastante baixo para corresponder à pequena quantia agregada do investimento líquido. Os fundos de amortização e outras reservas análogas podem, portanto, reduzir o poder de dispêndio do consumidor muito tempo antes que ocorra a necessidade dos gastos de reposição (para os quais tais reservas foram constituídas), isto é, diminuem a procura efetiva corrente e só a aumentam no ano em que, efetivamente, se faz a reposição. Se este efeito for agravado pela “prudência financeira”, ou seja, pela idéia da conveniência de “amortizar” o custo inicial com *maior* rapidez que o desgaste real do equipamento, o resultado cumulativo pode ser bastante sério.

Nos Estados Unidos, por exemplo, ao chegar em 1929, a rápida expansão de capital nos cinco anos anteriores levou cumulativamente à constituição, com vista a um equipamento que não necessita ser renovado, de fundos de amortização e de margens de depreciação em tão grande escala que se tornava necessário um volume enorme de investimentos completamente novos apenas para absorver essas reservas financeiras; chegou, ainda, a ser quase impossível encontrar mais investimentos novos em escala suficiente para corresponder ao volume de poupança nova, que uma comunidade próspera e em situação de pleno emprego se dispusera a guardar. Apenas este fator bastaria, provavelmente, para causar uma depressão. E, além disso, a mesma “prudência financeira” continuou a ser exercida ao longo da depressão pelas grandes firmas em condições de fazê-lo, fato que constituiu sério obstáculo para uma recuperação imediata.

Também na Grã-Bretanha, na atualidade (1935), o grande volume de construções e outros investimentos realizados depois da guerra levaram a um volume de fundos de amortização muito superior às necessidades presentes para os gastos de reparações e renovações, tendência que se fortaleceu no caso dos investimentos feitos pelas autoridades locais e públicas, de acordo com os princípios de “sã” administração financeira, que freqüentemente requerem fundos de amortização suficientes para recuperar o custo inicial algum tempo antes que a reposição se faça necessária; com o resultado de que, mesmo se os particulares estivessem dispostos a gastar o total de suas rendas líquidas, seria uma difícil tarefa restabelecer o pleno emprego diante deste volume opressivo de reservas estatutárias constituídas pelas autoridades públicas e semipúblicas, inteiramente dissociadas de qualquer investimento novo correspondente. Creio que, no momento,<sup>80</sup> os fundos

80 As cifras suscitam tão pouco interesse que só são publicadas com atraso de dois anos ou mais.

de amortização das autoridades locais alcançam uma cifra anual superior à metade da soma que essas autoridades gastam em todos os seus novos investimentos.<sup>81</sup> E decerto o Ministério da Saúde, quando insiste em exigir dessas autoridades locais a formação de fundo de amortização, ignora até que ponto semelhante política contribui para agravar o problema do desemprego. No caso de adiantamentos feitos por sociedades imobiliárias para ajudar um indivíduo a construir sua própria casa, o desejo de se livrar da dívida antes que a casa se deteriore pode estimular o proprietário a poupar mais do que faria de outra forma, embora, talvez, se devesse classificar este fator como capaz de reduzir a propensão a consumir diretamente, em vez de causar efeito sobre a renda líquida. De fato, as amortizações dos empresários hipotecários feitos pelas sociedades imobiliárias, que em 1925 alcançavam 24 milhões de libras esterlinas, subiram para 68 milhões de libras em 1933, em comparação com novos adiantamentos no montante de 103 milhões de libras; hoje, as amortizações são, provavelmente, ainda maiores.

O fato de ser o investimento bruto mais do que o investimento líquido que se manifesta nas estatísticas de produção depreende-se de maneira natural e concludente da obra de Colin Clark, *National Income, 1924-1931*. Ele também mostra que há uma elevada proporção de depreciação e outros fatores que normalmente afetam o investimento. Ele calcula, por exemplo, que na Grã-Bretanha os montantes do investimento e do investimento líquido entre 1928 e 1931<sup>82</sup> foram os mencionados adiante, embora o investimento bruto para ele seja provavelmente um pouco maior que o meu investimento, na medida em que poderá incluir parte do custo de uso, e não fica claro até que ponto o seu “investimento líquido” coincide com a minha definição deste termo:

	<i>(Milhões de £)</i>			
	<i>1928</i>	<i>1929</i>	<i>1930</i>	<i>1931</i>
Investimento bruto — Produção	791	731	620	482
“Valor do desgaste físico do capital antigo”	433	435	437	439
Investimento líquido	358	296	183	43

81 No decorrer do ano financeiro que terminou em 31 de março de 1930, as autoridades locais gastaram 87 milhões de libras esterlinas na conta de capital, dos quais 37 milhões de libras foram proporcionados pelos fundos de amortização etc., correspondentes aos gastos anteriores da mesma natureza; no ano que terminou em 31 de março de 1933, as cifras foram, respectivamente, 81 e 46 milhões de libras.

82 *Op. cit.*, pp. 117-138.

Kuznets chegou a conclusão parecida ao compilar as estatísticas da formação bruta de capital (o que eu chamo “investimento”), nos Estados Unidos, entre 1919 e 1933. O fato físico que as estatísticas da produção constata não é, inevitavelmente, o investimento líquido, mas o bruto. Kuznets identificou, também, as dificuldades que são encontradas para passar do investimento bruto ao líquido. “A dificuldade”, escreve ele, “em passar da formação bruta do capital à formação líquida, isto é, a dificuldade de fazer correções correspondentes ao consumo dos bens duráveis finais existentes, não reside unicamente na falta de dados. O próprio conceito do consumo anual de bens que duram certo número de anos está sujeito a ambigüidade.” Ele se apóia, portanto, “na hipótese de que a reserva para depreciação e exaustão nos livros das empresas representa, corretamente, o volume de consumo dos bens duráveis existentes usados por essas empresas”.<sup>83</sup> Por outro lado, não tenta fazer dedução alguma relativamente a casas e a outros bens duráveis em mãos dos indivíduos. Seus resultados, muito interessantes, relativos aos Estados Unidos, podem ser resumidos como segue:

	<i>(Milhões de dólares)</i>				
	<i>1925</i>	<i>1926</i>	<i>1927</i>	<i>1928</i>	<i>1929</i>
Formação bruta de capital (levando em conta as variações líquidas nos estoques)	30 706	33 571	31 934	33 934	34 491
Gastos dos empresários com consertos, reparações, manutenção, depreciação e exaustão	7 685	8 288	8 223	8 481	9 010
Formação líquida do capital (segundo a definição de Kuznets)	23 021	25 283	22 934	25 453	25 481

	<i>(Milhões de dólares)</i>			
	<i>1930</i>	<i>1931</i>	<i>1932</i>	<i>1933</i>
Formação bruta de capital (levando em conta as variações líquidas nos estoques)	27 538	18 721	7 780	14 879
Gastos dos empresários com consertos, reparações, manutenção, depreciação e exaustão	8 502	7 623	6 543	8 204
Formação líquida do capital (segundo a definição de Kuznets)	19 036	11 098	1 237	6 675

83 Estas citações são extraídas do *Bulletin* nº 52 do National Bureau of Economic Research, no qual se dão os resultados preliminares do livro em preparação de Kuznets.



Deste quadro ressaltam vários fatos importantes. A formação líquida de capital conservou-se muito estável no quinquênio 1925-1929, apenas com um aumento de 10% na última etapa do movimento ascendente. As deduções correspondentes aos gastos dos empresários com reparações, manutenção, depreciação e exaustão mantiveram-se numa cifra alta, mesmo no ponto culminante da depressão. O método de Kuznets, porém, leva certamente a uma subestimativa do aumento anual na depreciação etc., pois calcula esta última em menos de 1,5% da nova formação líquida do capital. Verifica-se, sobretudo, que a formação líquida do capital sofreu um desastroso colapso depois de 1929, descendo em 1932 a uma cifra não menos que 95% inferior à *média* do quinquênio 1925-1929.

O que foi dito anteriormente não passa, até certo ponto, de uma digressão. Todavia, é importante insistir sobre a magnitude do abatimento que deve ser feito da renda de uma sociedade que já possui grande estoque de capital, antes de chegar à renda líquida que está normalmente disponível para o consumo. Se ignorarmos este fator, arriscamos subestimar o poderoso freio que modera a propensão a consumir, mesmo quando o público esteja disposto a consumir grande parte da sua renda líquida.

O consumo — para repetir o óbvio — é o único fim e objetivo da atividade econômica. As oportunidades de emprego estão necessariamente limitadas pela extensão da procura agregada. A demanda agregada só pode ser derivada do consumo presente ou das reservas para o consumo futuro. O consumo que podemos prover vantajosamente com antecedência não pode estender-se indefinidamente no futuro. Não podemos, como sociedade, prover consumo futuro por meio de expedientes financeiros, mas apenas mediante a produção física corrente. Na medida em que nossa organização social e comercial separa a formação de reservas financeiras para o futuro da provisão física futura, de tal forma que os esforços para assegurar as primeiras não arrastem necessariamente consigo a consecução da segunda, a prudência financeira pode causar restrições na procura agregada e, portanto, diminuir o bem-estar, conforme testemunham muitos exemplos. Mais do que isso, quanto maior for a provisão que façamos com antecedência para o consumo, maior será a dificuldade em encontrar novas necessidades para prover, e maior a nossa dependência do consumo presente como fonte de procura. Entretanto, quanto maiores forem as nossas rendas, maior, infelizmente, será a margem entre essas rendas e o nosso consumo. Na ausência de algum novo expediente, não há, como veremos, maneira de resolver o enigma, exceto a que consiste num desemprego suficiente para provocar um empobrecimento bastante para que a diferença, entre nosso consumo e a nossa renda, não seja maior que o

equivalente da provisão física para o consumo futuro que seja lucrativo constituir hoje.

Examinemos também a questão pelo seguinte prisma. O consumo se satisfaz, em parte, com os bens produzidos na atualidade e, em parte, com os produzidos anteriormente, isto é, com o desinvestimento. Na medida em que o consumo se satisfizer com os bens do segundo tipo verifica-se uma contração na demanda corrente, visto que, na mesma medida, uma parte dos gastos presentes deixa de retornar como parte da renda líquida. Pelo contrário, sempre que se produz uma mercadoria, durante o período, com a intenção de satisfazer o consumo posteriormente, resulta daí uma expansão da demanda corrente. Ora, todo o investimento de capital está destinado a resultar, mais cedo ou mais tarde, em desinvestimento de capital. Destarte, o problema de conseguir que os novos investimentos de capital excedam sempre o desinvestimento de capital, na medida necessária para preencher a lacuna que separa a renda líquida do consumo, apresenta dificuldade crescente à medida que o capital aumenta. Os novos investimentos de capital só podem realizar-se em excesso ao desinvestimento atual do capital quando se espera um aumento dos gastos *futuros* em consumo. Cada vez que garantimos o equilíbrio de hoje aumentando o investimento, estamos agravando a dificuldade de assegurar o equilíbrio de amanhã. Uma diminuição na propensão a consumir de hoje só pode conformar-se com o interesse público se esperarmos que haja algum dia maior propensão a consumir. Isso nos faz recordar a “Fábula das Abelhas”: as satisfações de amanhã são absolutamente indispensáveis para justificar as privações de hoje.

É curioso e digno de nota que a sabedoria popular só pareça perceber-se desta perplexidade final no caso dos investimentos *públicos*, quando, por exemplo, se trata da construção de estradas, de habitações ou algo semelhante. Apresenta-se, comumente, como objeção aos planos tendentes a aumentar o emprego por meio de investimentos patrocinados pela autoridade pública, o fato de que assim estão sendo criadas dificuldades para o futuro. “Que faremos”, pergunta-se, “quando tivermos construído todas as casas, estradas, prefeituras, redes de energia elétrica, sistemas de distribuição de água e outras instalações de que possa necessitar a população estacionária do futuro?” Há, contudo, mais dificuldades em compreender que o mesmo inconveniente se apresenta no caso dos investimentos privados e da expansão industrial, particularmente com a última, desde que é muito mais fácil prever a próxima saturação das necessidades de novas fábricas e equipamentos, que isoladamente absorvem pouco dinheiro, do que a procura de construções para moradia.

O obstáculo que se antepõe a um claro entendimento destas ques-

tões parece constituir-se, como sucede, na maioria das discussões acadêmicas sobre o capital, de uma apreciação inadequada do fato de que o capital não é uma entidade que subsista por si mesma, independentemente do consumo. Pelo contrário, cada enfraquecimento na propensão a consumir, considerada hábito permanente, leva a demanda de capital a enfraquecer-se juntamente com a demanda de consumo.

# CAPÍTULO 9

## A Propensão a Consumir: II. Os Fatores Subjetivos

### I

**R**esta-nos examinar a segunda categoria de fatores que afetam o montante do consumo de uma renda — a saber, as forças subjetivas e sociais que determinam o montante dos gastos depois de conhecidos a renda agregada, medida em unidades de salário, e os fatores objetivos relevantes já analisados. Como a análise desses fatores não levanta nenhum problema novo, talvez seja suficiente enumerar os mais importantes, sem entrarmos em maiores considerações a seu respeito.

Há, em geral, oito motivos ou fins importantes de caráter subjetivo em virtude dos quais os indivíduos se abstêm de gastar sua renda:

(i) constituir uma reserva para fazer face a contingências imprevistas;

(ii) preparar-se para uma relação futura prevista entre a renda e as necessidades do indivíduo e sua família, diferente da que existe no momento, como por exemplo no que diz respeito à velhice, à educação dos filhos ou ao sustento das pessoas dependentes;

(iii) beneficiar-se do juro e da valorização, isto é, porque um consumo real maior em data futura é preferível a um consumo imediato mais reduzido;

(iv) desfrutar de um gasto progressivamente crescente, satisfazendo, assim, um instinto normal que leva os homens a encarar a perspectiva de um nível de vida que melhore gradualmente, de preferência ao contrário, mesmo que a capacidade de satisfação tenda a diminuir;

(v) desfrutar de uma sensação de independência ou do poder

de fazer algo, mesmo sem idéia clara ou intenção definida da ação específica;

(vi) garantir uma *masse de manoeuvre* para realizar projetos especulativos ou econômicos;

(vii) legar uma fortuna;

(viii) satisfazer a pura avareza, isto é, inibir-se de modo irracional, mas persistente, de realizar qualquer ato de despesa como tal.

Estes oito motivos podem ser chamados de: Precaução, Previdência, Cálculo, Melhoria, Independência, Iniciativa, Orgulho e Avareza; também poderíamos formular uma lista de motivos para consumir tais como: Prazer, Imprevidência, Generosidade, Irreflexão, Ostentação e Extravagância.

Além das poupanças acumuladas pelos indivíduos há também uma grande proporção de rendas, variável talvez, numa comunidade industrial moderna como a Grã-Bretanha ou os Estados Unidos, entre um e dois terços da acumulação total, que é retida pelos Governos centrais ou locais, por instituições e por empresas comerciais — por motivos muito semelhantes, mas não idênticos, aos que animam os indivíduos e mais particularmente pelos quatro seguintes:

(i) o motivo de empresa — conseguir recursos para realizar um novo investimento de capital, sem contrair dívida ou recorrer ao capital do mercado;

(ii) o motivo de liquidez — garantir recursos líquidos para enfrentar as emergências, dificuldades e crises;

(iii) o motivo de melhoria — assegurar um aumento gradual de renda que, incidentalmente, isentará os dirigentes da crítica, visto que no aumento da renda é difícil distinguir o que resulta da acumulação do que provém da eficiência;

(iv) o motivo da prudência financeira e a preocupação de se sentir seguro pela constituição de uma reserva financeira que exceda o custo de uso e o custo suplementar, de modo que liquide os débitos e que amortize o custo do ativo a um ritmo antes superior do que inferior ao ritmo real de desgaste e obsolescência, dependendo a força deste motivo sobretudo da quantidade e da natureza do equipamento de capital e da rapidez do progresso técnico.

A estes motivos, que tendem a excluir do consumo uma parte da renda, correspondem outros que às vezes provocam um excedente do consumo sobre a renda. Vários dos motivos que favorecem uma poupança positiva enumerados antes, e que afetam os indivíduos,

têm sua contrapartida na poupança negativa em data posterior, como sucede, por exemplo, com a poupança feita para prover às necessidades da família ou da velhice. O auxílio de desemprego financiado por empréstimos deve ser considerado, de preferência, uma poupança negativa.

Agora, a força de todos estes motivos varia enormemente segundo as instituições e a organização da sociedade econômica que presumimos; segundo os hábitos devidos à raça, à educação, às convenções, à religião e às atitudes morais correntes; segundo as esperanças atuais e a experiência passada; segundo a escala e a técnica do equipamento de capital; segundo a forma prevalecente da distribuição da riqueza e os níveis de vida estabelecidos. Todavia, na tese que constitui o objetivo desta obra, não nos ocuparemos, exceto em digressões ocasionais, dos resultados das mudanças sociais de longo prazo nem dos lentos efeitos do progresso secular. Isso significa que daremos por aceita a base dos motivos subjetivos que levam, respectivamente, a poupar e a consumir. Na medida em que a distribuição da riqueza é determinada pela estrutura social mais ou menos permanente da comunidade, podemos igualmente considerar essa base um fator que só varia em ritmo lento e no curso de um longo período, o que também daremos por aceito no presente estudo.

## II

Considerando, portanto, que a base principal das forças subjetivas e sociais muda lentamente, enquanto por outro lado a influência a curto prazo nas alterações da taxa de juros e outros fatores subjetivos é, no mais das vezes, de importância secundária, somos levados a concluir que as variações de curto prazo no consumo dependem, em grande parte, das alterações do ritmo com que se ganham as rendas (medidas em unidades de salário) e não das variações na propensão a consumir uma parte de determinada renda.

Devemos, no entanto, precaver-nos contra um mal-entendido. O que ficou dito acima significa que a influência de variações moderadas na taxa de juro sobre a *propensão* a consumir é geralmente pequena. Não significa que as variações na taxa de juros tenham apenas uma influência limitada sobre as quantias *realmente* poupadas ou consumidas. Pelo contrário, a influência dessas variações sobre o montante realmente poupado é de primordial importância, mas se exerce *em direção oposta* à que, geralmente, lhe é atribuída. Mesmo se a atração de uma renda futura maior, a ser obtida de uma elevação da taxa de juros, tiver por consequência diminuir a propensão a consumir, podemos estar certos de que uma elevação da mesma taxa de juros resulta numa redução da quantia realmente poupada. Com efeito, a poupança

agregada depende do investimento agregado e a elevação da taxa de juros (se não for compensada por uma elevação correspondente na escala da procura de investimento) fará baixar o investimento; portanto, uma elevação da taxa de juros terá por efeito baixar as rendas a um nível em que a diminuição da poupança iguala a do investimento. Em se considerando que, em valor absoluto, as rendas diminuem mais que o investimento, é indubitável que o consumo diminui quando a taxa de juros aumenta. Isso, porém, não quer dizer que a margem da poupança fique por isso acrescida. Ao contrário, a poupança e o dispêndio sofrerão, *ambos*, uma diminuição.

Desse modo, ainda que uma elevação na taxa de juros possibilite à comunidade maior poupança com *determinada renda*, pode-se ter a certeza de que a elevação da taxa de juros (se não ocorrer nenhuma mudança favorável na escala da procura de investimento) fará diminuir o próprio montante agregado da poupança. A mesma linha de raciocínio pode mesmo nos dizer em quanto, *coet. par.*, um aumento da taxa de juros fará diminuir as rendas. Isso porque as rendas — para uma propensão a consumir — terão de baixar (ou serem redistribuídas) um montante exatamente suficiente para diminuir as poupanças numa soma igual à que a taxa de juros provocaria de diminuição do investimento, para um esquema de eficiência marginal do capital. Um exame detido dessa questão será objeto do capítulo seguinte.

A elevação da taxa de juros poderia induzir-nos a poupar mais se as nossas rendas permanecessem invariáveis. Se essa elevação da taxa de juros retarda o investimento, porém, nossas rendas não ficarão nem poderão continuar inalteráveis. Elas têm de baixar, forçosamente, até que o declínio da capacidade de poupar seja suficiente para compensar o estímulo correspondente ocasionado por uma taxa de juros mais alta. Quanto mais virtuosos, quanto mais resolutamente frugais e mais obstinadamente ortodoxos formos em nossas finanças particulares e nacionais, mais terão de baixar as nossas rendas quando o juro subir proporcionalmente à eficiência marginal do capital. A obstinação só nos trará um castigo, e jamais uma recompensa, pois o resultado é inevitável.

Com toda certeza, portanto, os montantes reais da poupança e do consumo agregados não dependem da Precaução, da Previdência, do Cálculo, da Melhoria, da Independência, da Iniciativa, do Orgulho ou da Avareza. A virtude e o vício não têm papel a desempenhar. Tudo depende da medida com que a taxa de juros seja favorável ao investimento, levando-se em conta a eficiência marginal do capital.<sup>84</sup> Não,

84 Em algumas passagens desta seção antecipamos idéias que só serão desenvolvidas no Livro Quarto.

isso não é uma afirmação exagerada. Se a taxa de juros fosse governada de tal modo que mantivesse continuamente o pleno emprego, a virtude tomaria sua posição dominante; a taxa de acumulação do capital dependeria da debilidade da propensão a consumir. Assim, mais uma vez, o tributo que os economistas clássicos prestam à virtude é uma consequência da sua disfarçada hipótese de que a taxa de juros é sempre governada desse modo.



# CAPÍTULO 10

## A Propensão Marginal a Consumir e o Multiplicador

Demonstramos no capítulo 8 que o emprego só pode aumentar *pari passu* com o investimento, a não ser que haja uma mudança na propensão a consumir. Podemos levar esta idéia um pouco mais adiante, pois, em dadas circunstâncias, é possível estabelecer uma relação definida, que chamaremos *multiplicador*, entre a renda e o investimento, e, sujeita a algumas simplificações, entre o emprego total e o emprego diretamente ligado ao investimento (a que chamaremos *emprego primário*). Este passo adiante constitui parte integrante da nossa teoria do emprego, visto que, dada a propensão a consumir, estabelece uma relação precisa entre o fluxo de investimento e os volumes agregados do emprego e da renda. O conceito de multiplicador foi introduzido, pela primeira vez, na teoria econômica por R. F. Kahn, em seu artigo versando sobre "The Relation of Home Investment to Unemployment" (*Economic Journal*, junho de 1931). Seu raciocínio, nesse artigo, dependia da noção fundamental de que se a propensão a consumir em várias circunstâncias hipotéticas (bem como em algumas outras condições) for dada como aceita, e se supormos que a autoridade monetária ou outra autoridade pública tomem medidas para estimular ou retrair o investimento, a variação do volume de emprego será função da variação líquida do montante do investimento; pretendia, ainda, estabelecer princípios gerais para calcular a relação quantitativa real entre o incremento do investimento líquido e o aumento de emprego agregado que o acompanha. Todavia, antes de chegar ao multiplicador, convém introduzir o conceito de *propensão marginal a consumir*.

### I

As flutuações da renda real consideradas neste livro são as que resultam da aplicação de diferentes quantidades de emprego (isto é, de unidades de trabalho) a dado equipamento de capital, de tal modo que a renda real aumenta e diminui conforme o número de unidades

de trabalho empregadas. Se, como geralmente admitimos, houver um retorno decrescente marginal quando o número de unidades de trabalho aplicadas a certo equipamento de capital aumenta, a renda, medida em unidades de salário, aumentará mais que proporcionalmente em relação ao volume de emprego, que, por sua vez, subirá mais que proporcionalmente ao aumento da renda real medida (se isto for possível) em unidades de produção. Não obstante, a renda real calculada em termos de produção e a renda medida em unidades de salário aumentarão e diminuirão conjuntamente (no curto período em que o equipamento de capital permanece virtualmente inalterado). Portanto, em se considerando que a renda real expressa em unidades de produção não se possa medir numericamente com exatidão, convém muitas vezes considerar a renda em unidades de salário ( $Y_w$ ) um índice adequado das modificações na renda real. Em certos casos, não podemos desprezar o fato de que, em geral,  $Y_w$  aumenta e diminui proporcionalmente mais que a renda real; porém, em outros, a circunstância de que os dois sempre sobem e descem juntos torna-os virtualmente intercambiáveis.

A nossa lei psicológica normal de que, no caso de aumentos e diminuições da renda real da comunidade, o consumo aumenta e diminui, mas não tão depressa, pode, portanto, traduzir-se — sem precisão absoluta decerto, mas apenas sujeita a reservas evidentes que se podem demonstrar facilmente e de maneira formal — pelas proposições de que  $\Delta C_w$  e  $\Delta Y_w$  têm o mesmo sinal, mas  $\Delta Y_w > \Delta C_w$ , onde  $C_w$  representa o consumo medido em unidades de salário. Isto significa simplesmente repetir a proposição já expressa na página 32. Definamos, portanto,  $\frac{dC_w}{dY_w}$  como a *propensão marginal a consumir*.

Esta quantidade é de considerável importância por nos dizer como se dividirá o próximo incremento da produção entre o consumo e o investimento. Isso porque  $\Delta Y_w = \Delta C_w + \Delta I_w$ , onde  $\Delta C_w$  e  $\Delta I_w$  são incrementos do consumo e do investimento, de maneira que podemos escrever  $\Delta Y_w = k \Delta I_w$ , onde  $1 - \frac{1}{k}$  é igual à propensão marginal a consumir.

Chamemos a  $k$  o *multiplicador de investimento*. Ele nos indica que, quando se produz um acréscimo no investimento agregado, a renda sobe num montante igual a  $k$  vezes o acréscimo do investimento.

## II

O multiplicador de Kahn é pouco diferente deste, constituindo o que poderíamos chamar de *multiplicador de emprego*, a ser designado por  $K$ , visto que mede a relação do aumento de emprego total derivado de determinado incremento do emprego primário nas indústrias de

investimento. Quer dizer, se o incremento do investimento  $\Delta I_\omega$  leva a um aumento do emprego primário  $\Delta N_2$  nas indústrias de investimento, o incremento do emprego total  $\Delta N = k \Delta N_2$ .

Não há razão, em geral, para supor que  $k = K$ , pois nada leva necessariamente a admitir que formatos das funções da oferta agregada peculiares aos diferentes tipos de indústrias sejam tais que a proporção do aumento num dos grupos de indústrias, relativamente ao incremento da demanda que o provocou, seja a mesma nos demais grupos de indústrias.<sup>85</sup> Na verdade, é possível facilmente imaginar casos como, por exemplo, quando a propensão marginal a consumir é muito diferente da propensão média, tal que existiria uma presunção em favor de certa desigualdade entre  $\frac{\Delta Y_\omega}{\Delta N}$  e  $\frac{\Delta I_\omega}{\Delta N_2}$ , uma vez que haveria variações pro-

porcionais muito divergentes na procura de bens de consumo e de bens de investimento respectivamente. Se quisermos levar em conta essas possíveis diferenças na forma das partes relevantes das funções da oferta agregada para os dois grupos de indústrias, respectivamente, não haverá dificuldade em reconstruir o argumento seguinte em sua forma mais generalizada. Entretanto, para aclarar as idéias que ele contém, será conveniente considerar o caso simplificado em que  $k = K$ .

Como conseqüência disso, quando a atitude psicológica da comu-

85 Pode-se dizer de maneira mais precisa que, se  $e_c$  e  $e'_c$  são as elasticidades de emprego na indústria em conjunto e nas indústrias de bens de capital, respectivamente, e se  $N$  e  $N_2$  são o número de homens empregados em toda a indústria e nas de bens de capital, teremos

$$\Delta Y_\omega = \frac{Y_\omega}{e_c \cdot N} \Delta N$$

e

$$\Delta I_\omega = \frac{I_\omega}{e'_c \cdot N_2} \Delta N_2,$$

de maneira que

$$\Delta N = \frac{e_c I_\omega N}{e'_c N_2 Y_\omega} k \cdot \Delta N_2,$$

isto é,

$$k' = \frac{I_\omega}{e'_c N_2} \cdot \frac{e_c N}{Y_\omega} k.$$

Todavia, se não há razão para esperar alguma diferença substancial relativa às características das funções de oferta agregada para a indústria em conjunto e para as indústrias de bens de capital, respectivamente, de maneira tal que  $\frac{I_\omega}{e'_c \cdot N_2} = \frac{Y_\omega}{e_c \cdot N}$ , deduz então que  $\frac{\Delta Y_\omega}{\Delta N} = \frac{\Delta I_\omega}{\Delta N_2}$  e, portanto, que  $k = k'$ .

nidade a respeito do consumo é tal que induz, por exemplo, a consumir nove décimos de um incremento de renda,<sup>86</sup> o multiplicador  $k$  é igual a 10, e o emprego total causado (por exemplo) por um incremento de obras públicas será dez vezes superior ao emprego primário proporcionado pelas próprias obras públicas, supondo que não haja redução de investimentos em outros setores. Apenas no caso de a comunidade manter seu consumo inalterado a despeito do aumento do emprego e, portanto, da renda real ficará o aumento do emprego restringido ao aumento do emprego primário proporcionado pelas obras públicas. Se, por outro lado, ela decide consumir o total de qualquer incremento da renda, não haverá um equilíbrio estável e os preços subirão sem limite. De acordo com as hipóteses psicológicas normais, um aumento no emprego só será acompanhado por declínio do consumo se ao mesmo tempo se produzir uma alteração na propensão a consumir — como resultado, por exemplo, da propaganda em tempo de guerra tendente a diminuir o consumo individual; somente neste caso o aumento de emprego nas indústrias de investimento será acompanhado de repercussão desfavorável sobre o emprego nas indústrias que trabalham para o consumo.

Isso apenas resume numa fórmula o que, em termos gerais, já devia ser evidente para o leitor. Um incremento do investimento medido em unidades de salário só pode ocorrer se o público estiver disposto a aumentar a sua poupança, computada nas mesmas unidades. Comumente falando, o público não fará isso a não ser que sua renda agregada, medida em unidades de salário, estiver aumentando. Desse modo, seu esforço para consumir uma parte da renda suplementar estimulará a produção até que o novo nível (e distribuição) das rendas proporcione uma margem de poupança suficiente para corresponder ao maior investimento. O multiplicador diz em que proporção terá de aumentar o emprego para provocar um acréscimo na renda real suficiente para induzir o público a realizar uma poupança adicional, e é função de suas propensões psicológicas.<sup>87</sup> Se a poupança é a pílula e o consumo é a geléia, a geléia extra tem de ser proporcional ao tamanho da pílula adicional. Se as tendências psicológicas do público são realmente as que supomos, estabelecemos aqui a lei de que o aumento de emprego consagrado ao investimento estimula necessariamente as indústrias que produzem para o consumo, determinando, assim, um aumento total do emprego que é um múltiplo do emprego primário exigido pelo próprio investimento.

Deduz-se do que foi dito que, se a propensão marginal a consumir não está longe da unidade, as pequenas flutuações no investimento provocarão grandes variações no emprego; porém, ao mesmo tempo,

86 Em todo o raciocínio as quantidades serão medidas em unidades de salários.

87 Embora, no caso mais generalizado, seja também função das condições físicas da produção nas indústrias de investimento e nas de consumo, respectivamente.

um aumento relativamente pequeno do investimento bastará para causar o pleno emprego. Se, por outro lado, a propensão marginal a consumir está próxima de zero, as pequenas flutuações do investimento ocasionarão pequenas flutuações do emprego; mas, ao mesmo tempo, pode ser necessário um incremento considerável do investimento para produzir o pleno emprego. No primeiro caso, o desemprego involuntário é um mal de cura fácil, embora suscetível de se agravar rapidamente se o deixarmos desenvolver. No segundo caso, o emprego pode ser menos instável, mas tende a fixar-se num nível baixo e a mostrar-se refratário a qualquer remédio, salvo os mais drásticos. Na realidade, a propensão marginal a consumir parece situar-se entre esses dois extremos, embora bem mais perto da unidade que de zero, com o resultado de que nos encontramos, em certo sentido, com a pior de ambas as circunstâncias, porque as flutuações no emprego são consideráveis e, ao mesmo tempo, para determinar o pleno emprego, seria necessário um incremento de investimento demasiado grande para que se possa manejá-lo com facilidade. Infelizmente, as flutuações têm sido suficientes para impedir que se compreenda a natureza crônica do mal e, por outro lado, essa gravidade é tamanha que se torna impossível remediá-la sem lhe compreender a natureza.

Quando o pleno emprego é alcançado, qualquer tentativa de aumentar ainda mais o investimento faz com que os preços tendam a subir sem limite, seja qual for a propensão marginal a consumir, isto é, chega-se a um estado de verdadeira inflação.<sup>88</sup> Até este ponto, no entanto, a alta dos preços será acompanhada de um aumento da renda real agregada.

### III

Até agora temo-nos ocupado dos acréscimos *líquidos* do investimento. Portanto, se quisermos aplicar sem restrições o que ficou dito aos efeitos (por exemplo) de um incremento de obras públicas, teremos de supor que esse incremento não é compensado por um decréscimo do investimento em outros setores — e não há, naturalmente, nenhuma mudança concomitante na propensão da comunidade a consumir. No artigo citado, Kahn procurou sobretudo examinar as compensações que, por causa da sua importância, merecem ser consideradas e apresentou sugestões de estimativas quantitativas. No caso concreto em que haja um aumento específico do investimento, existem com efeito diversos fatores que concorrem com esse aumento para o resultado final. Se, por exemplo, um governo emprega 100 mil homens a mais em obras públicas, e o multiplicador (tal como foi definido antes) for 4, não há motivo para supor que o emprego agregado aumentará de 400 mil

88 Cf. cap. 21, p. 283.)

unidades, pois semelhante política pode ter reações desfavoráveis sobre o investimento em outras direções.

Os fatores que se seguem (segundo Kahn) são os que, provavelmente, numa comunidade moderna, devem ser levados em consideração em virtude da sua importância (embora os dois primeiros não se tornem completamente inteligíveis antes que se chegue ao Livro Quarto):

(i) O método de financiar a política e o aumento de capital de giro exigido pelo emprego adicional e a alta de preços que o acompanha podem ter por efeito elevar a taxa de juros e retardar assim o investimento em outros setores, caso a autoridade monetária não tome providências em contrário, enquanto, ao mesmo tempo, a elevação dos custos dos bens de capital reduz a sua eficiência marginal para o indivíduo que investe, sendo necessária uma *baixa* efetiva na taxa de juros para compensar esse efeito.

(ii) Dada a psicologia confusa que freqüentemente prevalece, o programa do Governo pode, através de seus efeitos sobre a “confiança”, aumentar a preferência pela liquidez ou diminuir a eficiência marginal do capital, o que também contribui para retardar outros investimentos se não houver medidas que o contrabalancem.

(iii) Num sistema aberto, que mantém relações comerciais com o exterior, parte do multiplicador do investimento suplementar beneficiará o emprego em países estrangeiros, visto que certa porção do consumo adicional reduzirá o saldo favorável do balanço externo do nosso país, de modo que, se considerarmos apenas o efeito sobre o emprego doméstico, como distinto do emprego mundial, temos de reduzir a cifra do multiplicador. Por outro lado, as perdas dessa natureza podem ser mais ou menos compensadas pelas repercussões favoráveis devidas à ação do multiplicador nos países estrangeiros que aumentam a sua atividade econômica.

Além disso, se considerarmos modificações substanciais, temos de levar em conta uma mudança progressiva na propensão marginal a consumir e, portanto, no multiplicador, à medida que o acréscimo na margem se desloca gradualmente. A propensão marginal a consumir não é constante para todos os níveis de emprego, e é provável que, em geral, tenda a diminuir quando o emprego aumenta, ou seja, quando a renda real cresce, a comunidade só desejará consumir uma parte gradualmente decrescente da mesma.

Além da ação da regra geral que acabamos de mencionar, outros fatores poderão ainda fazer variar a propensão marginal a consumir e, portanto, o multiplicador; e parece que estes outros fatores, comumente, contribuem mais para acentuar do que para atenuar o efeito da regra geral. Pois, em primeiro lugar, o aumento do emprego tende

por efeito dos rendimentos decrescentes em períodos curtos a aumentar a proporção da renda agregada destinada aos empresários, cuja propensão marginal a consumir é, provavelmente, inferior à média para o conjunto da comunidade. Em segundo lugar, o desemprego se manifesta, geralmente, associado a uma poupança negativa em certos setores privados ou públicos, porque os desempregados podem estar vivendo tanto das suas economias pessoais como das de seus amigos, como ainda do auxílio público parcialmente financiado por empréstimos; com o resultado de que o reemprego diminuirá aos poucos estas formas específicas de poupança negativa, reduzindo, portanto, a propensão marginal a consumir mais rapidamente do que o faria um acréscimo igual da renda real da comunidade obtido em circunstâncias diferentes.

De qualquer maneira, o multiplicador será provavelmente maior para um pequeno incremento líquido do investimento do que para um grande, de modo que, quando se têm em vista mudanças substanciais, devemos guiar-nos pelo valor médio do multiplicador, tomando como base o valor médio da propensão marginal a consumir na amplitude de variação em causa.

Kahn examinou o resultado quantitativo provável dos fatores desta natureza em certos casos hipotéticos especiais. Porém não é, evidentemente, possível generalizar muito. Pode-se dizer apenas que, por exemplo, numa comunidade moderna típica, compondo um sistema fechado e no qual o consumo dos desempregados é pago por transferências do consumo de outros consumidores, a tendência será, provavelmente, de consumir não muito menos de 80% de qualquer incremento da renda real, de modo que o multiplicador, levando em conta as compensações, talvez não se mostre muito inferior a 5. Todavia, num país em que o comércio exterior representa, digamos, 20% do consumo e onde os desempregados recebem, por meio de empréstimos ou seu equivalente, até 50% de seu consumo normal quando empregados, o multiplicador pode descer até o ponto de corresponder a 2 ou 3 vezes o volume de emprego proporcionado por um investimento novo. Por isso, num país onde o comércio externo desempenha um papel importante e no qual o auxílio aos desempregados é financiado em larga escala por empréstimos (como sucedeu, por exemplo, na Grã-Bretanha em 1931), a flutuação do emprego que acompanha certa variação do investimento é bem menos violenta do que num país onde esses fatores são menos importantes (como nos Estados Unidos em 1932).<sup>89</sup>

Entretanto, é pelo princípio geral do multiplicador que se deve explicar como as flutuações no montante do investimento, comparativamente pequenas em proporção à renda nacional, podem gerar alte-

89 Cf., entretanto, p. 141, uma estimativa norte-americana.

rações no emprego e na renda agregada de amplitude muito maior que elas próprias.

#### IV

Até agora, o raciocínio vem tomando como base uma alteração do investimento agregado prevista com bastante antecipação para que as indústrias de bens de consumo progredam, *pari passu*, juntamente com as indústrias de investimento, sem maior transtorno para o preço dos bens de consumo que o derivado de um aumento na quantidade produzida, em condições de rendimento decrescente.

Todavia, precisamos, em geral, levar em conta o caso em que a iniciativa provenha de um aumento não inteiramente previsto na produção dos bens de capital. É evidente que uma iniciativa destas só produz todos os seus efeitos sobre o emprego depois de transcorrido certo lapso de tempo. Tenho observado, entretanto, na discussão que este fato evidente dá, muitas vezes, origem a alguma confusão entre a teoria lógica do multiplicador, cuja aplicação se verifica continuamente, sem atraso, em todos os instantes, e as conseqüências de uma expansão nas indústrias de bens de capital que só atua gradualmente, com atraso e após certo intervalo.

A relação entre estes dois fatores pode ser esclarecida observando, em primeiro lugar, que uma expansão imprevista das indústrias de bens de capital não se produz instantaneamente por um acréscimo de igual importância no montante agregado do investimento, apenas ocasiona um aumento gradual desse montante; e, em segundo lugar, que pode criar uma divergência temporária entre a propensão marginal a consumir e o seu valor normal, verificando-se, entretanto, um gradual retorno à sua posição original.

Assim sendo, uma expansão nas indústrias de bens de capital determina uma série de aumentos no investimento agregado, que se apresentam em períodos sucessivos num certo intervalo de tempo, e uma série de valores da propensão marginal a consumir durante esses períodos sucessivos que difere tanto do que teriam sido esses valores se a dita expansão houvesse sido prevista, como do que serão quando a comunidade chegar a estabilizar-se num novo e firme nível de investimento agregado. Porém, em cada período, a teoria do multiplicador continua sendo válida no sentido de que o incremento da demanda agregada é igual ao produto do acréscimo do investimento agregado e do multiplicador determinado pela propensão marginal a consumir.

A explicação dessas duas ordens de fatos surge com maior clareza quando se considera o caso extremo em que o aumento de emprego nas indústrias dedicadas à produção de bens de capital é de tal maneira imprevisto que a princípio não se verifica aumento algum na produção de bens de consumo. Neste caso, os esforços dos que foram recentemente empregados nas indústrias de bens de capital para consumir certa



proporção das suas rendas farão subir os preços dos bens de consumo até que se alcance um equilíbrio temporário entre a oferta e a procura, causado, em parte, pelo adiamento do consumo provocado pela elevação dos preços, em parte pela redistribuição de renda favorável às classes que poupam devido ao aumento de seus lucros gerado pelos preços altos e, em parte, pela depleção dos estoques causada pela elevação dos preços. Na medida em que o equilíbrio se restabelece pelo adiamento do consumo, apresenta-se uma redução temporária da propensão marginal a consumir, isto é, do próprio multiplicador e, na medida em que haja uma depleção dos estoques, o acréscimo do investimento agregado permanece durante certo tempo inferior ao acréscimo do investimento realizado nas indústrias de bens de capital — isto é, o valor a ser multiplicado não aumenta na proporção do total do investimento feito nas indústrias de bens de capital. Entretanto, as indústrias de bens de consumo vão-se, com o passar do tempo, adaptando por si mesmas à nova demanda, de modo que, quando se realiza o consumo antes adiado, a propensão marginal a consumir sobe temporariamente além do seu nível normal, para compensar a baixa anterior e, eventualmente, retorna a seu nível normal, enquanto a reconstituição dos estoques faz com que o acréscimo do investimento agregado seja temporariamente superior ao do investimento nas indústrias de bens de capital (tendo temporariamente o mesmo efeito o incremento do capital circulante correspondente ao aumento da produção).

O fato de que uma mudança imprevista só exerce o seu pleno efeito sobre o emprego após certo lapso de tempo tem importância em determinados casos; intervém, especialmente, na análise do ciclo econômico (da maneira que indiquei em minha obra *Treatise on Money*). Todavia, não afeta de modo algum o alcance da teoria do multiplicador, tal como foi exposta neste capítulo; nem lhe retira a sua utilidade como indicador do aumento total do emprego que se pode esperar de uma expansão das indústrias produtoras de bens de capital. Mais do que isso, salvo condições em que as indústrias de consumo já estejam perto da sua capacidade total, de tal modo que um aumento da produção exige outro aumento correspondente do equipamento e não simplesmente um emprego mais intensivo, não há razão para supor que deva decorrer mais de um curto intervalo antes que o emprego nas indústrias de bens de consumo progrida *pari passu* com o das indústrias de bens de capital, com o multiplicador atuando perto da sua cifra normal.

## V

Vimos que, quanto maior for a propensão marginal a consumir, maior será o multiplicador e, por conseqüência, maior distúrbio causará sobre o emprego uma variação do investimento. Isso parece conduzir-nos à conclusão paradoxal de que uma comunidade pobre, poupando apenas uma parte muito pequena de suas rendas, está mais exposta

a flutuações violentas do que uma comunidade rica, na qual a poupança represente uma proporção maior da renda e, portanto, o multiplicador seja maior.

Esta conclusão, no entanto, não levaria em conta a diferença existente entre os efeitos da propensão marginal a consumir e os da propensão média a consumir, pois, enquanto uma alta propensão marginal a consumir implica um efeito *proporcionalmente* maior, como resultado de certa percentagem de variação no investimento, o efeito *absoluto* será, todavia, menor se a propensão *média* a consumir for, também, alta. Isso pode ser ilustrado através do exemplo numérico apresentado a seguir.

Suponhamos que a propensão a consumir de uma comunidade seja tal que, desde que sua renda real não exceda a produção obtida pelo trabalho de 5 milhões de homens com o equipamento de capital que possui, ela consuma integralmente a dita renda; que a produção resultante do emprego dos primeiros 100 mil homens adicionais seja consumida à razão de 99%, a dos 100 mil seguintes à razão de 98%, a dos 100 mil que vêm em terceiro lugar à razão de 97% e assim por diante; e que a cifra de 10 milhões de homens represente o pleno emprego. Deduz-se daqui que, quando  $5\,000\,000 + n \times 100\,000$  estiverem empregados, o multiplicador na margem será  $\frac{100}{n}$  e que  $\frac{n(n+1)}{2(50+n)}$  por cento da renda nacional serão investidos.

Deste modo, quando 5,2 milhões estão empregados, o multiplicador é muito alto, isto é, igual a 50, mas o investimento representa apenas uma parte insignificante da renda corrente, ou seja, 0,06%, com o resultado de que, se o investimento diminui em grande escala, digamos, em dois terços, o emprego só baixará até 5,1 milhões, o que representa aproximadamente 2%. Por outro lado, quando estiverem empregados 9 milhões de homens, o multiplicador será relativamente baixo, igual a 2,5, porém o investimento representará, agora, uma parte substancial da renda corrente, ou seja, 9%, com o resultado de que, se o investimento diminui de dois terços, o emprego baixará a 6,9 milhões, isto é, 19%. No limite em que o investimento caia a zero o emprego baixará em cerca de 4% no primeiro caso, enquanto, no segundo caso, baixará a 44%.<sup>90</sup>

No exemplo anterior, a mais pobre das duas comunidades comparadas é mais pobre por motivo de subemprego. Porém o mesmo raciocínio se aplica, mediante uma adaptação fácil, caso a pobreza se deva à inferioridade da habilitação profissional, da técnica ou do equipamento. Conseqüentemente, embora o multiplicador seja maior numa

90 O volume de investimento acima mediu-se pelo número de homens empregados em realizá-lo. Desse modo, se os rendimentos por unidade de emprego decrescem à medida que o emprego aumenta, o que é o dobro do montante da inversão na escala anterior será menos do dobro na escala física (supondo que ela exista).

comunidade pobre, o efeito das variações do investimento sobre o emprego será muito maior numa comunidade rica, supondo que nesta o investimento corrente representa uma proporção muito mais elevada da produção corrente.<sup>91</sup>

É evidente, pelas observações anteriores, que o emprego de certo número de homens em obras públicas produzirá (nas hipóteses consideradas) sobre o emprego agregado um efeito muito maior, quando o desemprego for severo, do que mais tarde, quando o pleno emprego estiver prestes a ser alcançado. No exemplo apresentado, se no momento em que o emprego desceu a 5,2 milhões se empregarem nas obras públicas mais 100 mil homens, o emprego total subirá a 6,4 milhões. Mas, se o emprego já é de 9 milhões, quando se usarem mais 100 mil homens nos mesmos trabalhos, o emprego total apenas subirá a 9,2 milhões. Assim, em tempos de desemprego rigoroso, as obras públicas, ainda que de duvidosa utilidade, podem ser altamente compensadoras, mesmo que apenas pelo menor custo dos gastos de assistência, desde que se possa admitir que a parte poupada da renda seja menor quanto mais intenso for o desemprego; porém a validade desta proposição torna-se cada vez mais contestável à medida que nos aproximamos do pleno emprego. Além disso, se for correta a nossa hipótese de que a propensão marginal a consumir diminui constantemente à medida que nos aproximamos do pleno emprego, deduz-se que se torna cada vez mais difícil alcançar novos aumentos do emprego através de investimentos crescentes.

Não seria difícil compor um gráfico da propensão marginal a consumir em cada etapa do ciclo econômico com as estatísticas (supondo que estivessem disponíveis) da renda agregada e do investimento agregado em datas sucessivas. No momento, contudo, as nossas estatísticas não são bastante exatas (ou compiladas com esse objetivo específico) para nos permitirem mais do que estimativas aproximadas. As melhores para esta finalidade, das quais tenho conhecimento, são as cifras apresentadas por Kuznets, relativas aos Estados Unidos (já mencionadas na página 123), embora bastante incompletas. Tomadas juntamente com os cálculos da renda nacional, indicam, sem que se leve

91 De modo mais geral, a relação entre a variação proporcional na demanda total e a ocorrida no investimento é

$$= \frac{\Delta Y}{Y} \bigg/ \frac{\Delta I}{I} = \frac{\Delta Y}{Y} \cdot \frac{Y - C}{\Delta Y - \Delta C} = \frac{1 - \frac{C}{Y}}{1 - \frac{dC}{dY}}$$

À medida que a riqueza aumenta  $\frac{dC}{dY}$  diminui, mas  $\frac{C}{Y}$  diminui também. Portanto, a fração aumenta ou diminui conforme a variação relativa do consumo seja maior ou menor que a renda.

em conta os seus méritos, tanto uma cifra menor como mais estável para o multiplicador de investimento do que eu esperaria. Se tomarmos anos isolados, o resultado é ainda mais incongruente. Se os juntarmos, porém, aos pares, o multiplicador parece ter sido inferior a 3 e, provavelmente, bastante estável ao redor de 2,5. Isto sugere uma propensão marginal a consumir não maior do que 60 a 70%, cifra perfeitamente admissível para o período de expansão, mas surpreendentemente pequena e, no meu entender, pouco verossímil em período de crise. Talvez isto se explique pelo extremado conservadorismo da política financeira das empresas americanas, mesmo durante a crise. Por outras palavras, se houver uma enorme queda de investimento devido à ausência de trabalhos de reparação de substituição, e se for constituída uma reserva financeira para compensar este desajuste, o efeito será impedir o crescimento que teria ocorrido na propensão marginal a consumir, crescimento esse que, de outra maneira, teria acontecido. Parece-me que este fator talvez tenha desempenhado um papel importante no agravamento da recente crise nos Estados Unidos. Aliás, é possível que as estatísticas exagerem, de certo modo, o declínio do investimento, que em geral se avalia em mais de 75% entre 1929 e 1932, ao passo que a queda da formação líquida do capital foi de mais de 95%; uma ligeira diferença nestas estimativas pode modificar substancialmente o multiplicador.

## VI

Quando existe desemprego involuntário, a desutilidade marginal do trabalho é, necessariamente, menor que a utilidade do produto marginal. Na realidade, pode ser muito menor, pois certa quantidade de trabalho, para um homem que esteve muito tempo desempregado, em vez de desutilidade, pode ter utilidade positiva. Admitindo isto, o raciocínio anterior demonstra como os gastos "inúteis" provenientes de empréstimos<sup>92</sup> podem, apesar disso, enriquecer no fim de contas a comunidade. A construção de pirâmides, os terremotos e até as guerras podem contribuir para aumentar a riqueza, se a educação dos nossos estadistas nos princípios da economia clássica for um empecilho a uma solução melhor.

É curioso ver como o bom senso popular, em seus esforços para fugir a conclusões absurdas, pôde chegar a preferir as formas e gastos

92 É muitas vezes conveniente usar a expressão "despesas com empréstimos" para designar tanto o investimento público financiado por empréstimos de indivíduos, como qualquer outro gasto público corrente coberto pelo mesmo meio. Estritamente falando, este último deveria ser considerado uma poupança negativa, mas a política oficial nesta matéria não obedece a motivos psicológicos análogos aos que governam a poupança privada. A expressão "despesas com empréstimos" é, por isso, conveniente para designar o produto líquido dos empréstimos contraídos pelas autoridades públicas, seja em conta de capital ou em conta para cobrir um déficit orçamentário. A primeira dessas formas de despesas de empréstimos atua no sentido de aumentar o investimento e a segunda, de elevar a propensão a consumir.

de empréstimos *totalmente* “inúteis” às que apenas o são *parcialmente*, e que, por não serem completamente desprovidas de utilidade, tendem a ser julgadas à luz de princípios estritamente “econômicos”. Por exemplo, o auxílio aos desempregados, financiado por empréstimo, é mais facilmente aceito que financiamento de melhorias a um custo inferior à taxa de juros corrente, e a solução de abrir buracos no chão, conhecida pelo nome de mineração de ouro, que não acrescenta nada à riqueza real do mundo e ainda supõe a desutilidade do trabalho, é a mais aceitável de todas.

Se o Tesouro se dispusesse a encher garrafas usadas com papel-moeda, as enterrasse a uma profundidade conveniente em minas de carvão abandonadas que logo fossem cobertas com o lixo da cidade e deixasse à iniciativa privada, de acordo com os bem experimentados princípios do *laissez-faire*, a tarefa de desenterrar novamente as notas (naturalmente obtendo o direito de fazê-lo por meio de concessões sobre o terreno onde estão enterradas as notas), o desemprego poderia desaparecer e, com a ajuda das repercussões, é provável que a renda real da comunidade, bem como a sua riqueza em capital, fossem sensivelmente mais altas do que, na realidade, o são. Claro está que seria mais ajuizado construir casas ou algo semelhante; mas se tanto se opõem dificuldades políticas e práticas, o recurso citado não deixa de ser preferível a nada.

Entre este expediente e o da exploração das minas de ouro do mundo real, a analogia é completa. Nos períodos em que o ouro é encontrado a profundidades convenientes, a experiência ensina que a riqueza real do mundo aumenta rapidamente; e quando ele só é encontrável em pequenas quantidades, a riqueza permanece estável ou mesmo diminui. Desse modo, as minas de ouro são do mais alto valor e importância para a civilização. Da mesma forma que as guerras têm sido a única forma de gastos com empresários em grande escala que os estadistas acharam justificável, a extração de ouro é o único pretexto para abrir buracos no chão que os banqueiros consideram uma atitude financeira saudável, e cada uma destas atividades representou o seu papel no progresso — pelo fato de não se encontrar uma solução melhor. Um detalhe a ser assinalado é a tendência do preço de o ouro subir em termos de mão-de-obra e de materiais durante as depressões, ajudando a eventual recuperação, porque aumenta a profundidade da mineração e diminui a qualidade do minério capaz de ser custeável.

Além do efeito provável da crescente oferta de ouro sobre a taxa de juros, há dois motivos para que a extração de ouro seja uma forma altamente recomendável de investimento, se não pudermos aumentar o emprego por meios que, ao mesmo tempo, elevem os nossos estoques de riqueza útil. Em primeiro lugar, em virtude da atração especulativa dessa espécie de investimento, há a tendência de o realizar sem levar muito em conta a taxa de juros vigente. Em segundo lugar, o seu

resultado, ou seja, o aumento do estoque de ouro, não tem, como em outros casos de investimento, o efeito de lhe reduzir a utilidade marginal. Desde que o valor de uma casa depende de sua utilidade, cada casa que se construa tende a reduzir a renda provável que se pode obter das futuras construções e, portanto, diminui o atrativo de futuros investimentos similares, a não ser que a taxa de juros baixe *pari passu*. A extração do ouro não apresenta o mesmo inconveniente, e só pode sobrevir um impedimento através de uma alta taxa de salários medida em ouro, o que é pouco provável acontecer, a não ser que o emprego se tenha tornado substancialmente maior. Além disso, em virtude das reservas constituídas a título do custo de uso e do custo suplementar, como no caso de riquezas menos duráveis, não há um efeito reverso posterior.

O antigo Egito tinha a dupla vantagem, que sem dúvida explica a sua fabulosa riqueza, de possuir *duas* espécies de atividades: a construção de pirâmides e a extração de metais preciosos, cujos frutos, pelo fato de não servirem às necessidades do homem pelo seu consumo, não se aviltavam por serem abundantes. A Idade Média edificou catedrais e entoou cânticos. Duas pirâmides, duas missas de réquiem valem duas vezes mais que uma — o que, porém, não é verdade tratando-se de duas estradas de ferro que ligam Londres a York. Destarte, assim nos mostramos tão razoáveis e nos educamos de modo tão semelhante aos financistas prudentes, meditando bem antes de aumentar as cargas “financeiras” das futuras gerações pela edificação das casas, onde se pode viver, que já nos não é tão fácil escapar aos inconvenientes do desemprego. Temos de aceitar esse fato como o resultado inevitável de aplicar à conduta do Estado as máximas concebidas para “enriquecer” um indivíduo, permitindo-lhe acumular direitos a satisfações que ele não tenciona exercer em qualquer época determinada.

# **LIVRO QUARTO**

## **O INCENTIVO A INVESTIR**

# CAPÍTULO 11

## A Eficiência Marginal do Capital

### I

Quando um indivíduo obtém um investimento ou um bem de capital, adquire o direito ao fluxo de rendas futuras que espera obter da venda de seus produtos, enquanto durar esse capital, feita a dedução das despesas correntes necessárias à obtenção dos ditos produtos. Convém chamar a essa série de anuidades  $Q_1, Q_2... Q_n$  *renda esperada* do investimento.

Em contraste com a renda esperada do investimento, temos o *preço de oferta* do bem de capital, querendo dizer com esta expressão não o preço de mercado ao qual pode comprar-se efetivamente no momento um bem desse tipo, mas o preço que bastaria, exatamente, para induzir um fabricante a produzir uma nova unidade suplementar desse capital, isto é, aquilo a que, por vezes, se chama *custo de reposição*. A relação entre a renda esperada de um bem de capital e seu preço de oferta ou custo de reposição, isto é, a relação entre a renda esperada de uma unidade adicional daquele tipo de capital e seu custo de produção, dá-nos a *eficiência marginal do capital* desse tipo. Mais precisamente, defino a eficiência marginal do capital como sendo a taxa de desconto que tornaria o valor presente do fluxo de anuidades das rendas esperadas desse capital, durante toda a sua existência, exatamente igual ao seu preço de oferta. Isto nos dá as eficiências marginais dos diferentes tipos de bens de capital. A mais alta destas eficiências marginais pode, então, ser considerada a eficiência marginal do capital em geral.

O leitor notará que a eficiência marginal do capital é definida aqui em termos da *expectativa* da renda e do preço de oferta *corrente* do bem de capital. Ela depende da taxa de retorno que se espera obter do dinheiro investido num bem *recentemente* produzido; e não do re-



sultado histórico obtido por um investimento em relação a seu custo original, quando examinado retrospectivamente ao fim de sua vida.

Quando o investimento, em dado tipo de capital, aumenta durante certo período, a eficiência marginal desse capital diminui à medida que o investimento aumenta, em parte, porque a renda prospectiva baixará conforme suba a oferta desse tipo de capital e, em parte, porque a pressão sobre as fábricas produtoras daquele dado tipo de capital causará, normalmente, uma elevação de seu preço de oferta; sendo que o segundo destes fatores é, geralmente, o mais importante para estabelecer o equilíbrio no curto prazo, embora quanto mais longo for o período que se considere maior importância adquiere o primeiro fator. Podemos, assim, criar para cada tipo de capital uma escala mostrando a proporção em que deverá aumentar o investimento nesse capital durante o período, para que a sua eficiência marginal baixe para determinado nível. Podemos, depois, agregar essas escalas de todos os diferentes tipos de capital, de modo que se obtenha outra escala que relacione a taxa de investimento agregado com a correspondente eficiência marginal do capital em geral que aquela taxa de investimento estabelecerá.

Chamaremos a isto de curva da demanda por investimento ou, alternativamente, a curva da eficiência marginal do capital.

Torna-se, portanto, evidente que a taxa efetiva de investimento corrente tende a aumentar até o ponto em que não haja mais nenhuma classe de bem de capital cuja eficiência marginal exceda a taxa de juros corrente. Em outras palavras o investimento vai variar até aquele ponto da curva de demanda de investimento em que a eficiência marginal do capital em geral é igual à taxa de juros do mercado.<sup>93</sup>

Esta idéia pode, também, ser expressa da maneira que segue. Se  $Q_r$  for o retorno esperado de um ativo no tempo  $r$ , e  $d_r$  for o valor presente de 1 libra diferido por  $r$  anos à taxa corrente de juros,  $\Sigma Q_r d_r$  é o preço de demanda do investimento; e este será efetuado até o ponto em que  $\Sigma Q_r d_r$  se torne igual ao preço da oferta do investimento na forma como foi definido antes. Se, por outro lado,  $\Sigma Q_r d_r$  for menor que o preço de oferta, não haverá investimento corrente no bem considerado.

Segue-se que o incentivo para investir depende, em parte, da curva de demanda por investimento e, em parte, da taxa de juros. Só no final do Livro Quarto será possível ter uma visão global dos fatores que determinam a taxa de investimento em sua real complexidade. Contudo, peça ao leitor tomar nota, desde já, de que nem o conhecimento

93 Para maior simplicidade de exposição, omiti o fato de que estamos tratando com uma complexidade de taxas de juros e de descontos correspondentes aos diferentes períodos que devem transcorrer antes que surjam os diversos retornos esperados dos ativos, porém, não é difícil reformular o argumento a fim de cobrir esse ponto.

do retorno esperado de um ativo nem o conhecimento da sua eficiência marginal nos permitem deduzir a taxa de juros ou o valor presente desse ativo. Temos de determinar a taxa de juros em alguma outra fonte, e só então poderemos avaliar o bem, “capitalizando” a sua renda prospectiva.

## II

Como se relaciona a definição anterior da eficiência marginal do capital com a linguagem corrente? A *Produtividade*, a *Renda*, a *Eficiência* ou a *Utilidade Marginais* do capital são termos familiares que temos empregado com freqüência. Não é fácil, porém, encontrar na literatura econômica uma exposição clara do sentido que os economistas lhes têm, geralmente, querido atribuir.

Há pelo menos três ambigüidades a esclarecer. A primeira dessas ambigüidades é a de saber se o que nos interessa é o incremento da produção física por unidade de tempo que resulta do emprego suplementar de uma unidade física de capital, ou o incremento em valor que resulta do emprego adicional de uma unidade de valor de capital. No primeiro caso, a definição da unidade física de capital causa dificuldades que me parecem ao mesmo tempo insolúveis e desnecessárias. Naturalmente, pode-se dizer que dez trabalhadores colherão mais trigo numa área determinada se puderem recorrer ao uso de certas máquinas adicionais, mas não vejo meio algum de reduzir esta idéia a uma expressão aritmética inteligível que não traga consigo a noção de valor. Contudo, numerosas discussões sobre este tema parecem referir-se, principalmente, à produtividade física do capital, embora os autores não logrem fazer-se claros.

Em segundo lugar, vem a questão de saber se a eficiência marginal do capital é uma quantidade absoluta ou uma proporção. Os contextos em que ela aparece e o costume de a tratar como se ela tivesse a mesma dimensão que a taxa de juros parecem requerer que ela seja uma proporção. Todavia, não é geralmente indicado claramente quais são os termos desta proporção.

Resta, por fim, uma distinção cuja negligência tem sido a causa principal de confusão e equívocos entre o incremento de valor que se pode obter usando uma quantidade adicional de capital na situação *existente*, e a série de incrementos que se espera obter *através de todo o período de utilização* do bem de capital adicional; isto é, a distinção entre  $Q_1$  e a série complexa  $Q_1, Q_2, \dots, Q_r, \dots$ . Este aspecto envolve toda a questão do papel das expectativas na teoria econômica. A maioria das discussões sobre a eficiência marginal do capital parece desconsiderar os outros termos da série, excetuando-se  $Q_1$ . Tal posição, porém, só poderia justificar-se numa teoria estática em que todos os valores de  $Q$  fossem iguais. A teoria usual da distribuição, na qual se supõe que o capital obtém *no presente* valor igual à sua produtividade mar-

ginal (num sentido ou no outro), só é válida numa situação estacionária. A renda agregada corrente do capital não tem relação direta com a sua eficiência marginal, ao passo que a sua renda corrente na margem de produção (isto é, retorno do capital que entra no preço de oferta da produção) é o seu custo marginal de uso, que também não tem relação imediata com a sua eficiência marginal.

Há, como já disse anteriormente, uma evidente falta de esclarecimento sobre o assunto. Ao mesmo tempo, estou convencido de que a definição que apresentei acima se aproxima bastante da aceção que Marshall deu ao termo. A expressão utilizada por Marshall é “eficiência marginal líquida” de um fator de produção: ou, alternativamente, a “utilidade marginal do capital”. O que segue é um resumo das passagens mais relevantes que pude encontrar em sua obra *Principles* (6ª ed., pp. 519-520). Reuni algumas sentenças que não são contíguas no livro para destacar a essência de seu pensamento.

“Em certa fábrica, podem-se empregar 100 libras esterlinas adicionais de maquinário de modo que não acarrete nenhum outro gasto suplementar, e acrescentar 3 libras anuais de valor à produção líquida dessa fábrica, feitas as deduções correspondentes ao seu uso e desgaste. Se os investidores de capital aplicarem esse montante em qualquer uso que apresente perspectivas de lucro alto, e se, uma vez feito o investimento e encontrado o equilíbrio, ainda compensar o emprego desse maquinário, podemos deduzir que a taxa anual de juros é de 3%. Os exemplos desta espécie somente indicam, porém, parte da influência das grandes causas que governam o valor. Não se pode, sem raciocinar em círculo vicioso, servir-se deles para construir uma teoria da taxa de juros ou mesmo uma teoria dos salários... Suponhamos que a taxa de juros de certos papéis absolutamente garantidos seja de 3% ao ano, e que a indústria chapeleira absorva o capital de 1 milhão de libras. Isto significa que a indústria de chapéus, até a quantia de 1 milhão de libras, está em condições de tirar do capital um lucro suficiente para pagar pela sua utilização o juro líquido de 3% ao ano, em vez de prescindir dele. Pode haver maquinário de que a indústria se negue a prescindir se a taxa de juros for de 20% ao ano. Se a taxa houvesse sido de 10%, mais maquinário teria sido empregado; se fosse de 6%, mais ainda; mais ainda se fosse de 4; e, finalmente, sendo de 3% utiliza maquinário ainda em maior quantidade. Quando esse volume de maquinário é empregado, a sua eficiência marginal, i. é, a utilidade desse maquinário, que exatamente vale a pena usar, mede-se por 3%.”

É evidente, pelo que foi visto acima, que Marshall estava perfeitamente ciente do fato de que nos envolvemos num círculo vicioso

quando tentamos determinar, por semelhante raciocínio, o valor efetivo da taxa de juros.<sup>94</sup> Neste trecho parece aceitar o ponto de vista antes exposto, segundo o qual a taxa de juros determina o montante que o investimento novo tende a alcançar, dada a curva da eficiência marginal do capital. Se a taxa de juros for de 3%, significa isto que ninguém pagará 100 libras por uma máquina, a não ser que espere acrescentar 3 libras à sua produção anual líquida, depois deduzidos os custos de uso e de depreciação. No capítulo 14, porém, veremos que Marshall foi menos cauteloso em outros pontos — embora recuasse quando o raciocínio o levava a um terreno incerto.

Embora não lhe chame “eficiência marginal do capital”, o Professor Irving Fisher deu, na sua *Theory of Interest* (1930), uma definição daquilo que denomina “a taxa de rendimento em relação ao custo”, definição essa idêntica à minha. “A taxa de rendimento em relação ao custo”, diz ele,<sup>95</sup> “é a taxa que, usada para medir o valor presente de todos os custos e de todos os rendimentos, torna essas duas quantidades iguais”. O professor Fisher explica que a expansão dos investimentos em qualquer sentido dependerá de uma comparação entre a taxa de rendimento em relação ao custo e à taxa de juros. Para induzir investimentos novos “a taxa de rendimento em relação ao custo deve ser superior à taxa de juros”.<sup>96</sup> “Esta nova grandeza (ou fator) representa, em nosso estudo, o papel principal do lado referente às oportunidades de investimento da teoria do juro.”<sup>97</sup> Portanto, o professor Fisher usa a sua “taxa de rendimento em relação ao custo” no mesmo sentido e com o mesmo objetivo que eu empreguei “a eficiência marginal do capital”.

### III

A confusão mais importante quanto à importância e ao significado da eficiência marginal do capital advém do fato de não se ter compreendido que ela depende também da renda *esperada* do capital e não apenas da sua renda corrente. Isso pode ser melhor ilustrado indicando-se o efeito sobre a eficiência marginal do capital que tem a expectativa de modificações no custo prospectivo de produção, quer se esperem essas mudanças como resultado de alterações no custo do trabalho, isto é, na taxa de salário, quer de invenções e técnicas novas. A produção obtida com o equipamento fabricado hoje terá de competir, enquanto durar, com a do equipamento fabricado mais tarde, talvez a um custo menor em trabalho, talvez com uma técnica melhor que possibilite vender sua produção a preços menores e a aumente em quan-

94 Mas não estaria ele enganado ao supor que a teoria da produtividade marginal dos salários é igualmente um círculo vicioso?

95 *Op. cit.*, p. 168.

96 *Op. cit.*, p. 159.

97 *Op. cit.*, p. 155.

tidade até que seu preço tenha descido ao mínimo satisfatório. Além disso, o lucro do empresário (em termos monetários) advindo do equipamento velho ou novo será reduzido se todo o produto vier a ser produzido de modo mais barato. À medida que tais desenvolvimentos pareçam prováveis, ou mesmo apenas possíveis, a eficiência marginal do capital produzido no presente diminui apropriadamente.

Este é o fator através do qual a expectativa de modificações no valor da moeda influi sobre o volume da produção presente. A expectativa de uma baixa no valor da moeda estimula o investimento e, em consequência, o emprego em geral, porque eleva a curva da eficiência marginal do capital, isto é, a escala da demanda de investimentos; a expectativa de uma alta no valor da moeda produz, ao contrário, efeito depressivo, porque reduz a escala da eficiência marginal do capital.

Esta é a verdade implícita na teoria do professor Irving Fisher, originalmente chamada *Appreciation and Interest* (Valorização e Juro), ou seja, a distinção entre a taxa nominal e a taxa real de juros, pela qual a segunda se iguala à primeira depois de devidamente corrigida para atender às variações no valor da moeda. É difícil encontrar um sentido na teoria assim apresentada, pois não está claro se a mudança no valor da moeda está ou não sendo suposta como esperada. Não há como escapar do dilema de que, se a mudança não é prevista, nenhum efeito terá sobre os negócios correntes, ao passo que, se for prevista, os preços das mercadorias se ajustarão tão depressa e de tal maneira que as vantagens de reter moeda e mercadorias se igualam novamente, e será tarde demais para que os detentores de moeda possam ganhar ou sofrer uma alteração na taxa de juros que compense a variação esperada no valor do dinheiro emprestado no decorrer da duração do empréstimo. Tampouco o professor Pigou conseguiu escapar desse dilema através do expediente de supor que a variação esperada no valor da moeda é prevista por um grupo de pessoas e não por outro.

O erro consiste em supor que as variações esperadas no valor da moeda atuam diretamente sobre a taxa de juros, em vez de fazê-lo sobre a eficiência marginal de determinado volume de capital. Os preços dos bens *existentes* sempre se ajustarão às mudanças nas expectativas concernentes ao valor esperado da moeda. A importância de tais mudanças nas expectativas reside nos seus efeitos sobre a rapidez de se produzir *novos* bens, através da sua reação sobre a eficiência marginal do capital. A expectativa da elevação dos preços tem um efeito estimulante não porque faça subir a taxa de juros (o que seria um modo paradoxal de estimular a produção — à medida que a taxa de juros sobe, o estímulo é neutralizado na mesma extensão), mas porque eleva a eficiência marginal de determinado volume de capital. Se a taxa de juros subisse *pari passu* com a eficiência marginal do capital, a expectativa da alta de preços *não* teria efeitos estimulantes, pois o estímulo à produção depende do aumento da eficiência marginal de certo volume

de capital *relativamente* à taxa de juros. Haveria, decerto, vantagem em refazer a teoria do professor Fisher em termos de uma “taxa real de juros”, definida como sendo a taxa de juros que, subsequente a uma variação no estado da expectativa quanto ao valor futuro da moeda, devesse prevalecer de modo que essa variação não exercesse nenhuma influência sobre a produção corrente.<sup>98</sup>

Convém notar que a expectativa de uma queda futura na taxa de juros terá por efeito fazer *baixar* a escala da eficiência marginal do capital, pois significa que a produção resultante do equipamento criado hoje terá de competir, durante parte de sua vida, com a produção proveniente de equipamento a que bastará uma retribuição menor. Esta expectativa não terá grande efeito depressivo, pois as expectativas que se fazem relativamente ao complexo das taxas de juros para diferentes prazos que prevalecerão no futuro se refletirão, em parte, no complexo das taxas de juros que prevalecem hoje. Não obstante, poderá verificar-se certo efeito depressivo, pois pode ser que no período final da vida do equipamento fabricado hoje, a produção obtida por seu intermédio tenha de concorrer com a produção de um equipamento muito mais novo, ao qual é bastante uma retribuição menor, em virtude de taxa de juros menor que prevalece nos períodos seguintes ao término da duração do equipamento produzido hoje.

É importante compreender a dependência que há entre a eficiência marginal de determinado volume de capital e as variações na expectativa, pois é principalmente esta dependência que torna a eficiência marginal do capital sujeita a certas flutuações violentas que explicam o ciclo econômico. No capítulo 22, veremos que a alternância da expansão e da depressão pode ser descrita e analisada em termos das flutuações da eficiência marginal do capital relativamente à taxa de juros.

#### IV

Dois tipos de riscos comumente não diferenciados, mas que devem ser distinguidos, afetam o volume do investimento. O primeiro é o risco do empresário ou o risco do tomador do empréstimo e surge das dúvidas que o mesmo tem quanto à probabilidade de conseguir, realmente, a retribuição que espera. Quando alguém aventura o próprio dinheiro, esse é o único risco que é relevante.

Mas quando existe um sistema de conceder empréstimos e de tomar emprestado, e com isso pretendo designar a concessão de créditos protegidos por certa margem de garantia real ou pessoal, aparece um segundo tipo de risco a que podemos chamar risco do prestador. Este pode dever-se ou a uma contingência moral, isto é, falta voluntária

98 Cf. o artigo de ROBERTSON, “Industrial Fluctuations and the Natural Rate of Interest”. In: *Economic Journal*. Dezembro de 1934.

ou qualquer outro meio, talvez lícito, para fugir ao cumprimento da obrigação, ou à possível insuficiência da margem de segurança, isto é, não-cumprimento involuntário causado por uma expectativa malograda. Pode-se acrescentar um terceiro motivo de risco, ou seja, a possibilidade de uma variação desfavorável no valor do padrão monetário, tornando o empréstimo em dinheiro menos seguro, à medida da depreciação, do que um ativo real, embora todo ou a maior parte deste risco já deveria ter-se refletido, e, portanto, sido incorporado, nos preços dos bens reais duráveis.

Sucedem que o primeiro tipo de risco é, em certo sentido, um custo real, apesar de ser suscetível de diminuição, pela média de sua distribuição, ou por efeito de uma exatidão maior nas previsões. O segundo, pelo contrário, é uma pura adição ao custo do investimento, que não existiria se quem empresta e quem toma emprestado fossem a mesma pessoa. Além disso, supõe, em parte, a duplicação de uma parcela do risco do empresário, o qual é adicionado *duas vezes* à taxa de juros pura, que é comparada à renda mínima esperada, que induz a investir. Se uma empresa for arriscada, a pessoa que toma emprestado necessitará de uma margem mais ampla entre sua expectativa quanto ao retorno e a taxa de juros à qual lhe parece vantajoso contrair a dívida, ao passo que justamente a mesma razão levará a pessoa que empresta a exigir uma margem maior entre a sua remuneração e a taxa de juros que basta para induzi-lo a emprestar (salvo se o poder e a riqueza do devedor forem tão grandes que lhe permitam oferecer uma margem excepcional de garantia). A esperança de um resultado muito favorável, que pode compensar o risco na idéia do tomador do empréstimo, não é adequada para tranquilizar o mutuante.

Esta dupla precaução com uma parcela do risco não recebeu, que eu saiba, até agora, a sua devida importância; porém, em certos casos, pode adquirir relevância. Em período de expansão, a opinião correta sobre a magnitude de ambos os riscos, o do tomador do empréstimo e o do prestador, pode representar uma subestimativa anormal e perigosamente baixa.

## V

A escala da eficiência marginal do capital é de fundamental importância, por ser sobretudo através deste fator (muito mais do que pela taxa de juros) que a expectativa do futuro influi sobre o presente. O erro de considerar a eficiência marginal do capital principalmente em termos do rendimento *corrente* do equipamento de capital, o que só seria correto numa economia estática onde nenhuma mudança futura pudesse influir sobre o presente, teve como resultado a ruptura do elo teórico entre o hoje e o amanhã. Mesmo a taxa de juros é, virtual-

mente,<sup>99</sup> um fenômeno *corrente*; se reduzirmos a eficiência marginal do capital à mesma condição, renunciaremos a levar em consideração, diretamente, a influência do futuro na análise do equilíbrio presente.

O fato de que as hipóteses da situação estática estão, quase sempre, subjacentes na teoria econômica contemporânea conduz a uma grande dose de irrealismo. A introdução, porém, dos conceitos de custo de uso e da eficiência marginal do capital, conforme se definiram antes, terá o efeito, acho eu, de trazê-la de volta à realidade, reduzindo ao mínimo o grau de indispensável adaptação.

É a existência de um equipamento durável que liga a economia futura à economia presente. É, portanto, consoante com e em concordância a nossos princípios gerais de pensamento que a expectativa sobre o futuro deva afetar o presente por intermédio do preço de demanda por equipamento durável.

99 Porém, não completamente, pois a taxa de juros reflete, em parte, a *incerteza* do futuro. Além disso, a relação entre as taxas de juros para diferentes prazos depende das expectativas.



# CAPÍTULO 12

## O Estado da Expectativa a Longo Prazo

### I

Vimos, no capítulo anterior, que o volume de investimento depende da relação entre a taxa de juros e a curva da eficiência marginal do capital correspondente aos diferentes volumes de investimento corrente, ao passo que a eficiência marginal do capital depende da relação entre o preço de oferta de um ativo de capital e a sua renda esperada. No presente capítulo examinaremos, mais detalhadamente, alguns dos fatores que determinam a renda esperada de um ativo.

As considerações sobre as quais se baseiam as expectativas de rendas esperadas são, em parte, fatos existentes que se pode supor sejam conhecidos mais ou menos com certeza e, em parte, eventos futuros que podem ser previstos com um maior ou menor grau de confiança. Entre os primeiros, destaca-se o volume existente dos vários tipos de bens de capital e os ativos de capital em geral, bem como a intensidade da procura atual dos consumidores no tocante a artigos que requerem, para que sua produção seja eficiente, uma assistência maior de capital. Entre os segundos, figuram as mudanças do tipo e da quantidade do estoque dos bens de capital e as preferências dos consumidores, a intensidade da procura efetiva nos diversos períodos da vida do investimento considerado e, por fim, as variações da taxa de salário em termos nominais que podem ocorrer durante o respectivo período. Podemos resumir o estado da expectativa psicológica resultante dos segundos fatores na expressão *estado da expectativa a longo prazo*, salientando-se que deve ser feita a distinção da expectativa a curto prazo, com base na qual os produtores fazem a estimativa do que poderão obter pelo produto acabado, no caso de decidirem iniciar sua produção hoje, com as instalações existentes e que examinamos no capítulo 5.

## II

Seria insensato, na formação de nossas expectativas, atribuir grande importância a tópicos que para nós são muito incertos.<sup>100</sup> É, portanto, razoável que nos deixemos guiar, em grande parte, pelos fatos que merecem nossa confiança, mesmo se sua relevância for menos decisiva para os resultados esperados do que outros fatos a respeito dos quais o nosso conhecimento é vago e limitado. Por essa razão, os fatos atuais desempenham um papel que, em certo sentido, podemos julgar desproporcional na formação de nossas expectativas a longo prazo, sendo que o nosso método habitual consiste em considerar a situação atual e depois projetá-la no futuro, modificando-a apenas na medida em que tenhamos razões mais ou menos definidas para esperarmos uma mudança.

O estado da expectativa a longo prazo, que serve de base para as nossas decisões, não depende, portanto, exclusivamente do prognóstico mais provável que possamos formular. Depende, também, da *confiança* com a qual fazemos este prognóstico — na medida em que ponderamos a probabilidade de o nosso melhor prognóstico revelar-se inteiramente falso. Se esperarmos grandes mudanças, mas não tivermos certeza quanto à forma precisa com que tais mudanças possam ocorrer, nosso grau de confiança será, então, fraco.

O *estado de confiança*, que é o termo comumente empregado, constitui uma matéria à qual os homens práticos dedicam a mais cuidadosa e desvelada atenção. Todavia, os economistas não analisaram esta matéria com o devido cuidado e se limitaram, no mais das vezes, a discuti-la em termos gerais. Em particular, não se demonstrou com clareza que sua relevância relativamente aos problemas econômicos decorre da considerável influência que exerce sobre a curva da eficiência marginal do capital. Não se trata de dois fatores distintos exercendo influência sobre o fluxo de investimento, ou seja, a escala de eficiência marginal do capital e o estado de confiança. O estado de confiança é relevante pelo fato de ser um dos principais fatores que determinam essa escala, a qual é idêntica à curva da demanda de investimento.

Entretanto, não há muito para se falar, *a priori*, a respeito do estado de confiança. Nossas conclusões devem fundamentar-se, principalmente, na observação prática dos mercados e da psicologia dos negócios. Esta é a razão pela qual a digressão que se segue está colocada em um nível diferente de abstração relativamente à maior parte do presente livro.

Para simplificar a exposição, na discussão que se segue sobre o

100 Quando utilizo "muito incertos" não quero dizer a mesma coisa que "muito improváveis". Cf. minha obra *Treatise on Probability* [JMK, v. VIII]. Cap. 6, "The Weight of Arguments".

estado de confiança suporemos que não há nenhuma variação da taxa de juros; discorreremos, nas seções seguintes, como se as variações dos valores de investimento fossem provenientes, exclusivamente, de mudanças nas expectativas de suas rendas esperadas e jamais das variações da taxa de juros sobre cuja base estas rendas prováveis são capitalizadas. É, entretanto, fácil sobrepor o efeito das variações da taxa de juros ao efeito das variações do estado de confiança.

### III

O fato de maior importância é a extrema precariedade da base do conhecimento sobre o qual temos que fazer os nossos cálculos das rendas esperadas. O nosso conhecimento dos fatores que regularão a renda de um investimento alguns anos mais tarde é, em geral, muito limitado e, com freqüência, desprezível. Se falarmos com franqueza, temos de admitir que as bases do nosso conhecimento para calcular a renda provável dentro de dez anos de uma estrada de ferro, uma mina de cobre, uma fábrica de tecidos, a aceitação de um produto farmacêutico, um navio transatlântico ou um imóvel no centro comercial de Londres pouco significam e, às vezes, a nada levam. De fato, aqueles que tentam, com seriedade, fazer um cálculo desta natureza constituem uma pequena minoria, cuja conduta não chega a influenciar o mercado.

Em outros tempos, quando as empresas pertenciam, quase todas, aos que as tinham fundado ou aos seus amigos e sócios, o investimento dependia da existência de um número suficiente de indivíduos de temperamento entusiástico e de impulsos construtivos que empreendessem negócios como uma maneira de viver, sem realmente tomar como base os cálculos precisos de lucros prováveis. Os negócios eram, em parte, uma loteria, embora o resultado final fosse, predominantemente, determinado pelo fato de serem as aptidões e o temperamento dos dirigentes superiores ou inferiores à média. Uns fracassariam, outros seriam bem-sucedidos. Mas, mesmo após o acontecimento, ninguém ficava sabendo se a média dos resultados, em relação às somas investidas, era superior, igual ou inferior à taxa de juros prevalecente; contudo, se excluirmos a exploração dos recursos naturais e a dos monopólios, é provável que a média efetiva dos resultados dos investimentos, mesmo em períodos de progresso e prosperidade, tenha frustrado as esperanças que inspiraram tal acontecimento. Os homens de negócio fazem um jogo que é uma mescla de habilidade e de sorte, cujos resultados médios são desconhecidos pelos jogadores que dele participam. Se a natureza humana não sentisse a tentação de arriscar a sorte, nem de sentir a satisfação (excluindo-se o lucro) de construir uma fábrica, uma estrada de ferro, de explorar uma mina ou uma fazenda, provavelmente não haveria muitos investimentos como mero resultado de cálculos frios.

Todavia, as decisões de investir em negócios privados do tipo antigo eram, em grande parte, irrevogáveis não só para a comunidade

em geral, como também para os indivíduos. Com a separação entre a propriedade e a gestão que prevalece atualmente e com o desenvolvimento de mercados financeiros organizados, surgiu um novo fator de grande importância que, às vezes, facilita o investimento, mas que, às vezes, contribui sobremaneira para agravar a instabilidade do sistema. Na ausência de bolsas de valores não há motivo para se procurar, com frequência, reavaliar os investimentos que fazemos. Mas a bolsa de valores reavalia, todos os dias, os investimentos e estas reavaliações proporcionam a oportunidade freqüente a cada indivíduo (embora isto não ocorra para a comunidade como um todo) de rever suas aplicações. É como se um agricultor, tendo examinado seu barômetro após o café da manhã, pudesse decidir retirar seu capital da atividade agrícola entre as dez e as onze da manhã, para reconsiderar se deveria investi-lo mais tarde, durante a semana. Todavia, as reavaliações diárias da bolsa de valores, embora se destinem, principalmente, a facilitar a transferência de investimentos já realizados entre indivíduos, exercem, inevitavelmente, uma influência decisiva sobre o montante do investimento corrente. Isso porque não há nenhum sentido em se criar uma empresa nova a um custo maior quando se pode adquirir uma empresa similar existente por um preço menor, ao passo que há uma indução para se aplicarem recursos em um novo projeto que possa parecer exigir uma soma exorbitante, desde que esse empreendimento possa ser liquidado na bolsa de valores com um lucro imediato.<sup>101</sup> Destarte, certas categorias de investimento são reguladas pela expectativa média dos que negociam na bolsa de valores, tal como se manifesta no preço das ações, em vez de expectativas genuínas do empresário profissional.<sup>102</sup> Como se realizam, então, na prática, estas reavaliações dos investimentos existentes que ocorrem todos os dias, mesmo todas as horas, e que são de suma importância?

#### IV

Na prática, concordamos, geralmente, em recorrer a um método que é, na verdade, uma *convenção*. A essência desta convenção — embora ela nem sempre funcione de uma forma tão simples — reside em

101 Em minha obra *Treatise on Money* (v. II, p. 195) [JMK, v. VI, p. 174], observei que, quando as ações de uma empresa são cotadas muito alto, de modo que essa mesma empresa possa aumentar seu capital emitindo novas ações em condições favoráveis, os resultados daí decorrentes são os mesmos que se ela conseguisse obter empréstimos a uma taxa reduzida de juros. Agora, eu descreveria este fato dizendo que uma cotação alta para as ações existentes supõe um aumento na eficiência marginal do tipo correspondente de capital e, portanto, tem o mesmo efeito que uma diminuição na taxa de juros (uma vez que o investimento depende de uma comparação entre a eficiência marginal do capital e a taxa de juros).

102 Isto não se aplica, naturalmente, ao tipo de empresas que não podem ser facilmente cotadas na bolsa de valores e para as quais tampouco existem instrumentos de negociação próximos a esses papéis que estamos discutindo. As categorias que se enquadram nessas exceções eram anteriormente numerosas. Todavia, sua importância relativamente ao valor total do novo investimento está diminuindo rapidamente.

se supor que a situação existente dos negócios continuará por tempo indefinido, a não ser que tenhamos razões concretas para esperar uma mudança. Isto não quer dizer que, na realidade, acreditemos na duração indefinida do estado atual dos negócios. A vasta experiência ensina que tal hipótese é muito improvável. Os resultados reais de um investimento, no decorrer de vários anos, raras vezes coincidem com as previsões originais. Também não podemos racionalizar a nossa atitude argumentando que para um homem em estado de ignorância os erros em qualquer sentido são igualmente prováveis e que, portanto, subsiste uma esperança estatística baseada em probabilidades iguais. Isso porque podemos facilmente demonstrar que a hipótese de probabilidades aritmeticamente iguais, baseada em um estado de ignorância, conduz a absurdos. Efetivamente, estamos supondo que a avaliação do mercado existente, seja qual for a maneira por que a ela se chegou, é singularmente *correta* em relação ao nosso conhecimento atual dos fatos que influirão sobre a renda do investimento, e só mudará na proporção em que variar o dito conhecimento, embora no plano filosófico essa avaliação não possa ser univocamente correta, uma vez que o nosso conhecimento atual não nos fornece as bases suficientes para uma esperança matematicamente calculada. De fato, nas avaliações do mercado intervêm toda a espécie de considerações que são de modo algum relevantes para a renda esperada.

Entretanto, o método convencional de cálculo acima indicado será compatível com um considerável grau de continuidade e estabilidade em nossos negócios, *enquanto pudermos confiar na continuação do raciocínio.*

Se existem mercados organizados de investimento e desde que possamos confiar na continuação do argumento o investidor pode, legitimamente, encorajar-se com a idéia de que não corre outro risco senão aquele de uma variação efetiva nas condições do *futuro imediato*, sobre cuja probabilidade pode tentar formar uma opinião pessoal e que não é provável seja cotada em alto nível. Na suposição de que o raciocínio subsista, estas mudanças são as únicas que podem afetar o valor do seu investimento e ele não terá de perder o sono pelo simples fato de não ter nenhuma idéia do valor que o seu investimento terá dez anos mais tarde. Desse modo, o investimento torna-se razoavelmente “seguro” para o investidor individual em períodos curtos e, por conseqüência, para uma sucessão de tais períodos, por mais numerosos que sejam, desde que ele possa razoavelmente confiar na validade do raciocínio e, portanto, tenha a oportunidade de rever suas decisões e modificar o investimento antes que haja tempo suficiente para que ocorram grandes alterações. Assim, os investimentos que são “fixos” para a comunidade tornam-se “líquidos” para o indivíduo.

Estou certo de que os nossos principais mercados de investimento se desenvolveram baseados em procedimentos parecidos. Todavia, não

é de se surpreender que um argumento, em certos aspectos tão arbitrário, apresente seus pontos fracos. É a sua precariedade que cria uma parte considerável do problema contemporâneo de obtenção de um volume suficiente de investimentos.

## V

Podem ser mencionados, brevemente, alguns dos fatores que agravam essa precariedade.

(1) Como resultado do aumento gradual da proporção que representam no investimento agregado de capital da comunidade as ações possuídas por pessoas que não dirigem nem têm conhecimento especial das circunstâncias, reais ou esperadas, dos negócios em questão, há uma séria redução do elemento de real conhecimento na avaliação desses investimentos feita pelos que os possuem ou pelos que tencionam adquiri-los.

(2) As flutuações de curto prazo dos lucros nos investimentos existentes, embora sejam manifestamente efêmeras e desprovidas de significação, tendem a exercer sobre o mercado uma influência excessiva e mesmo absurda. Diz-se, por exemplo, que as ações das empresas norte-americanas que fabricam gelo podem ser vendidas a um preço mais elevado no verão, quando os seus lucros são, sazonalmente, elevados, do que no inverno, quando ninguém quer gelo. A ocorrência de feriados bancários mais prolongados pode aumentar o valor de mercado do sistema ferroviário britânico em vários milhões de libras.

(3) Uma avaliação convencional, fruto da psicologia de massa de grande número de indivíduos ignorantes, está sujeita a modificações violentas em consequência de repentinas mudanças na opinião suscitada por certos fatores que na realidade pouco significam para a renda provável, já que essa avaliação carece de raízes profundas que permitam sua sustentação. Em períodos anormais em particular, quando a hipótese de uma continuação indefinida do estado atual dos negócios é menos plausível do que usualmente, mesmo que não existam motivos concretos para prever determinada mudança, o mercado estará sujeito a ondas de sentimentos otimistas ou pessimistas, que são pouco razoáveis e ainda assim legítimos na ausência de uma base sólida para cálculos satisfatórios.

(4) Há, porém, uma característica especial que merece a nossa atenção. Talvez se tenha suposto que a concorrência entre os profissionais competentes, dotados de julgamento mais seguro e de conhecimentos mais amplos do que o investidor privado médio, corrigiria os devaneios do indivíduo ignorante e à mercê de sua própria iniciativa.

Sucedem, porém, que as energias e as habilidades do investidor profissional e do especulador estão principalmente aplicadas de outra maneira. Com efeito, a maioria deles dedica-se não a fazer previsões abalizadas a longo prazo sobre a renda provável de um investimento por toda sua vida, mas em prever mudanças de curto prazo com certa antecedência em relação ao público em geral. Não se preocupam com o que realmente significa um valor de investimento para o indivíduo que o comprou “para guardar”, mas com o valor que lhe atribuirá o mercado dentro de três meses ou um ano sob a influência da psicologia de massas. Ademais, esta conduta não é o resultado de um propensão mal direcionada, mas a consequência inevitável de um mercado financeiro organizado segundo as normas descritas. Na verdade, seria insensato pagar 25 por um investimento cuja renda esperada, supõe-se, justifica um valor de 30 se, por outro lado, se acredita que o mercado o avaliará em 20, três meses depois.

Dessa maneira, o investidor profissional sente-se forçado a estar alerta para antecipar essas variações iminentes nas notícias ou na atmosfera que, como demonstra a experiência, são as que exercem maior influência sobre a psicologia coletiva do mercado. Este é o resultado inevitável dos mercados financeiros organizados em torno da chamada “liquidez”. Entre as máximas da finança ortodoxa, seguramente nenhuma é mais anti-social que o fetiche da liquidez, a doutrina que diz ser uma das virtudes positivas das instituições investidoras concentrar seus recursos na posse de valores “líquidos”. Ela ignora que não existe algo como a liquidez do investimento para a comunidade como um todo. A finalidade social do investimento bem orientado deveria ser domínio das forças obscuras do tempo e da ignorância que rodeiam o nosso futuro. O objetivo real e secreto dos investimentos mais habilmente efetuados em nossos dias é “sair disparado na frente” como se diz coloquialmente, estimular a multidão e transferir adiante a moeda falsa ou em depreciação.

Esta luta de esperteza para prever com alguns meses de antecedência as bases da avaliação convencional, muito mais do que a renda provável de um investimento durante anos, nem sequer exige que haja idiotas no público para encher a pança dos profissionais: a partida pode ser jogada entre estes mesmos. Também não é necessário que alguns continuem acreditando, ingenuamente, que a base convencional de avaliação tenha qualquer validade real a longo prazo. Trata-se, por assim dizer, de brincadeiras como o jogo do anel, a cabra-cega, as cadeiras musicais. É preciso passar o anel ao vizinho antes de o jogo acabar, agarrar o outro para ser por este substituído, encontrar uma cadeira vaga antes que a música pare. Estes passatempos podem constituir agradáveis distrações e despertar muito entusiasmo, embora todos os participantes saibam que é a cabra-cega que está dando voltas a esmo ou que, quando a música pára, alguém ficará sem assento.

Para variar um pouco de metáfora, o investimento por parte de profissionais pode ser comparado aos concursos organizados pelos jornais, onde os participantes têm de escolher os seis rostos mais belos entre uma centena de fotografias, ganhando o prêmio o competidor cuja seleção corresponda, mais aproximadamente, à média das preferências dos competidores em conjunto; assim, cada concorrente deverá escolher não os rostos que ele próprio considere mais bonitos, mas os que lhe parecem mais próprios a reunir as preferências dos outros concorrentes, os quais encaram o problema do mesmo ponto de vista. Não se trata de escolher os rostos que, no entender de cada um, são realmente os mais lindos, nem mesmo aqueles que a opinião geral considere realmente como tais. Alcançamos o terceiro grau, no qual empregamos a nossa inteligência em antecipar o que a opinião geral espera que seja a opinião geral. E há pessoas, segundo creio, que vão até o quarto e o quinto grau, ou mais longe ainda.

Talvez o leitor observe que, durante um período bastante longo, um indivíduo inteligente e indiferente ao passatempo da moda pode realizar grandes lucros à custa de outros jogadores se persistir fazendo investimentos de acordo com as suas mais perfeitas expectativas a longo prazo. A isto convém responder, desde logo, que existem, na verdade, pessoas com este tipo de mentalidade séria e que, de fato, para um mercado de investimento haverá uma enorme diferença, dependendo da influência que essas pessoas exerçam sobre a opinião dos jogadores. Mas devemos acrescentar que diversos fatores afetam a predominância de tais pessoas nos modernos mercados de capital. O investimento baseado nas previsões autênticas a longo prazo é hoje tão difícil que mal pode ser posto em prática. Os que tentarem fazê-lo poderão estar certos de passar dias de trabalho muito intenso e de correr riscos muito maiores que os que tentam adivinhar as reações do público melhor que o próprio público; e, dada igual inteligência, eles podem cometer erros muito mais desastrosos. Não há evidência clara a demonstrar que a política de investimento socialmente mais vantajosa coincida com a mais lucrativa. É preciso *mais* inteligência para derrotar as forças do tempo e da nossa ignorância sobre o futuro do que para sair na frente. Além disso, a vida não é bastante longa para essa tarefa; a natureza humana exige sucessos imediatos, há um deleite especial em ganhar dinheiro rapidamente e os lucros remotos são descontados pelo homem médio a taxas muito elevadas. O jogo dos investidores profissionais é intoleravelmente fastidioso e demasiado exigente para quem não tenha absolutamente o instinto de jogador; quem o tem há de pagar o correspondente tributo por essa inclinação. Mais ainda, o investidor que se proponha a ignorar as flutuações de muito curto prazo do mercado necessita maiores recursos para a sua segurança e não deve operar em tão larga escala, se é que opera em alguma, com dinheiro emprestado — uma razão a mais para que, dada



a igualdade de inteligência e de recursos, lhe seja mais vantajoso dedicar-se ao passatempo. Finalmente, o investidor a longo prazo é aquele que melhor serve o interesse público e é o que, na prática, incorre em maior crítica, ao passo que os fundos de investimento são manejados por comissões ou bancos,<sup>103</sup> pois, em essência, sua conduta é excêntrica, inconvenção e temerária aos olhos da opinião média. Se obtém êxito, isso apenas confirmará a crença geral na sua temeridade; se, no final de contas, sofre reverses momentâneos, pouco serão os que dele se compadecerão. A sabedoria universal indica ser melhor para a reputação fracassar junto com o mercado do que vencer contra ele.

(5) Até agora tivemos em vista principalmente o estado de confiança do próprio especulador ou investidor especulativo e talvez pareça que tenhamos suposto, implicitamente, que, se ele está satisfeito com suas próprias perspectivas, tem acesso ilimitado ao dinheiro à taxa de juro do mercado. Tal não é, evidentemente, o caso. Por isso devemos considerar também outro aspecto do estado de confiança, ou seja, o grau de confiança que as instituições de crédito concedem às pessoas que nelas procuram empréstimos, e que, às vezes, se denominam condições de crédito. Uma baixa violenta no preço das ações, que produz um efeito desastroso sobre a eficiência marginal do capital, pode ser provocada pelo enfraquecimento seja da confiança especulativa seja das condições de crédito. Mas enquanto o debilitamento de qualquer dos dois fatores é suficiente para determinar uma queda violenta, a recuperação exige que *ambos* sejam restaurados, pois, conquanto o enfraquecimento do crédito seja bastante para levar a uma crise, o seu fortalecimento, embora uma condição necessária da recuperação, não é condição suficiente.

## VI

Estas considerações não deveriam sair do campo da análise econômica. Contudo convém colocá-las em sua devida perspectiva. Se me é permitido aplicar o termo *especulação* à atividade que consiste em prever a psicologia do mercado e o termo *empreendimento* à que consiste em prever a renda provável dos bens durante toda sua existência, de modo algum se pode dizer que a especulação sempre prevaleça sobre o empreendimento. À medida que progride a organização dos mercados de investimento, o risco de um predomínio da especulação, entretanto, aumenta. Num dos maiores mercados de investimento do mundo, a

103 A prática geralmente considerada prudente, que leva as companhias que administram fundos de investimento ou as companhias de seguros a calcular, com frequência, não apenas a renda de sua carteira de investimento, mas também a valorização de seu capital no mercado, pode igualmente levar a atribuir importância excessiva às flutuações a curto prazo desse mesmo mercado.

saber, o de Nova York, a influência da especulação (no sentido da palavra acima exposto) é enorme. Mesmo fora do campo das finanças, a tendência dos americanos é atribuir um interesse excessivo na descoberta do que a opinião julga ser a opinião média e este pender nacional encontra seu castigo na Bolsa de Valores. Diz-se ser raro um americano investir, como o fazem ainda muitos ingleses, “para obter uma renda”, e que somente na expectativa de um gancho de capital está disposto a adquirir um título. Isto é apenas outra maneira de dizer que, quando um americano compra um investimento, está colocando suas esperanças não tanto em sua renda provável, mas em sua mudança favorável nas bases convencionais de avaliação, ou seja, que ele é, o sentido dado acima, um especulador. Os especuladores podem não causar dano quando são apenas bolhas num fluxo constante de empreendimento; mas a situação torna-se séria quando o empreendimento se converte em bolhas no turbilhão especulativo. Quando o desenvolvimento do capital em um país se converte em subproduto das atividades de um cassino, o trabalho tende a ser malfeito. A medida do êxito obtido por Wall Street, considerada uma instituição cuja finalidade social precípua é conduzir os novos investimentos pelos canais mais produtivos em termos de rendimento futuro, não pode ser apontada como um dos mais brilhantes triunfos do capitalismo do tipo *laissez-faire* — o que não é de surpreender, se é verdade, como penso, que os mais brilhantes cérebros de Wall Street se orientam, de fato, para um fim diferente.

Estas tendências são uma conseqüência quase inevitável do êxito de se terem organizado os mercados de investimentos “líquidos”. Admite-se, em geral, que, no próprio interesse do público, o acesso a cassinos deve ser difícil e dispendioso. E, talvez o mesmo deveria acontecer no caso das Bolsas de Valores. O fato de que os pecados da Bolsa de Valores de Londres tenham sido menores do que os de Wall Street talvez não se deva tanto a diferenças nos temperamentos nacionais como à circunstância de que, para o inglês mediano, Throgmorton Street é inacessível e muito dispendiosa comparada com Wall Street, para o mesmo tipo de norte-americano. A proporção dos “jogadores”, as altas comissões de corretagem e as pesadas taxas sobre transferências que se pagam ao Tesouro, gastos que acompanham todas as transações na Bolsa de Valores de Londres, reduzem a liquidez do mercado (embora a prática das liquidações quinzenais opere em sentido inverso) o suficiente para eliminar grande parte das operações características de Wall Street.<sup>104</sup> A criação de um elevado imposto sobre as transferências para todas as transações talvez fosse a mais salutar das medidas ca-

104 Diz-se que, quando Wall Street está em período ativo, pelo menos metade das compras e vendas de títulos de investimento se realiza com a intenção, por parte do especulador, de se desfazer desses títulos *no mesmo dia*. Isto se aplica também, com freqüência, às bolsas de mercadorias.

pazes de atenuar, nos Estados Unidos, o predomínio da especulação sobre o empreendimento.

O espetáculo dos mercados financeiros modernos levou-me, algumas vezes, a concluir que, se as operações de compra de um investimento fossem tornadas definitivas e irrevogáveis, à maneira do casamento, salvo em caso de morte ou por outro motivo grave, os males da nossa época seriam, com grande utilidade, aliviados. Isso obrigaria os investidores a dirigir sua atenção apenas para as perspectivas a longo prazo. Basta, porém, um momento de reflexão para compreender que semelhante método nos leva a um dilema e nos mostra que, se a liquidez do mercado financeiro às vezes dificulta um novo investimento, em compensação facilita-o com mais freqüência; isso porque o fato de cada investidor individualmente considerado ter a ilusão de que participa de um negócio "líquido" (embora isso não possa ser verdadeiro para todos os investidores coletivamente) acalma-lhe os nervos e anima-o muito mais a correr o risco. Se as aquisições individuais de valores de investimento perdessem sua liquidez, daí poderiam resultar sérias dificuldades para os investimentos novos sempre que se oferecessem aos indivíduos *outros meios* de conservar suas economias. Aqui jaz o dilema. Na medida em que um indivíduo possa empregar sua riqueza entesourando ou emprestando *dinheiro*, a alternativa de adquirir bens reais de capital não seria bastante atraente (sobretudo para a pessoa que não maneja esses bens e pouco sabe a respeito deles), exceto organizando mercados onde esses bens possam converter-se facilmente em dinheiro.

O único remédio radical para as crises de confiança que afligem a vida econômica do mundo moderno seria restringir a escolha do indivíduo à única alternativa de consumir a sua renda, ou servir-se dele para encomendar a produção de bens específicos de capital, que, embora com evidência precária, se lhe afiguram o investimento mais interessante ao seu alcance. Talvez, em certos momentos, quando se visse, mais do que de costume, assoberbado por dúvidas a respeito do futuro, a perplexidade o levasse a consumir mais e a realizar menos investimentos novos, mas isto evitaria as repercussões desastrosas, cumulativas e de amplo alcance, oriundas do fato de poder abster-se de gastar a sua renda de uma ou de outra forma.

Os que vinham insistindo nos perigos sociais resultantes do entesouramento da moeda tinham em vista, naturalmente, considerações análogas a estas. Contudo, não deram a devida atenção à possibilidade de que o fenômeno pode ocorrer sem modificação alguma, ou pelo menos sem uma variação apreciável, no entesouramento da moeda.

## VII

Além da causa devida à especulação, a instabilidade econômica encontra outra causa, inerente à natureza humana, no fato de que

grande parte das nossas atividades positivas depende mais do otimismo espontâneo do que de uma expectativa matemática, seja moral, hedonista ou econômica. Provavelmente a maior parte das nossas decisões de fazer algo positivo, cujo efeito final necessita de certo prazo para se produzir, deva ser considerada a manifestação do nosso entusiasmo — como um instinto espontâneo de agir, em vez de não fazer nada —, e não o resultado de uma média ponderada de lucros quantitativos multiplicados pelas probabilidades quantitativas. O empreendedor procura convencer a si próprio de que a principal força motriz da sua atividade reside nas afirmações de seu propósito, por mais ingênuas e sinceras que possam ser. Basta que o empreendimento seja um pouco maior que uma expedição ao Pólo Sul para ser baseado no cálculo exato dos lucros futuros. Dessa maneira, ao se arrefecer o entusiasmo, e ao vacilar o otimismo espontâneo, ficamos na dependência apenas da previsão matemática e aí o empreendimento desfalece e morre — embora o temor da perda seja tão desprovido de base lógica como eram antes as esperanças de ganhar.

Pode-se afirmar, sem receio, que a empresa que depende de esperanças futuras beneficia a comunidade como um todo. A iniciativa individual, porém, somente será adequada quando a previsão razoável for secundada e sustentada pelo dinamismo, de tal maneira que a idéia dos prejuízos finais, que freqüentemente vence os pioneiros, como a experiência prova tanto a nós quanto a eles, é repelida do mesmo modo que o homem saudável repele a probabilidade de sua morte.

Isto significa, infelizmente, que não só as crises e as depressões têm a sua intensidade agravada, como que a prosperidade econômica depende, excessivamente, de um clima político e social que satisfaça ao tipo médio do homem de negócios. Quando o temor de um governo trabalhista ou de *New Deal* deprime a empresa, esta situação não é, necessariamente, conseqüência de previsões ou de manobras com finalidades políticas; é o simples resultado de um transtorno no delicado equilíbrio do otimismo espontâneo. Ao calcular as perspectivas que se oferecem ao investimento devemos levar em conta os nervos e a histeria, além das digestões e das reações às condições climáticas das pessoas de cuja atividade espontânea ele depende principalmente.

Não devemos concluir daí que tudo depende de ondas de psicologia irracional. Pelo contrário, o estado de expectativa a longo prazo é, no mais das vezes, estável e, mesmo quando não o seja, os outros fatores exercem seus efeitos compensatórios. O que apenas desejamos lembrar é que as decisões humanas que envolvem o futuro, sejam elas pessoais, políticas ou econômicas, não podem depender da estrita expectativa matemática, uma vez que as bases para realizar semelhantes cálculos não existem e que o nosso impulso inato para a atividade é que faz girar as engrenagens, sendo que a nossa inteligência faz o melhor possível para escolher o melhor que pode haver entre as diversas al-

ternativas, calculando sempre que se pode, mas retraindo-se, muitas vezes, diante do capricho, do sentimento ou do azar.

### VIII

Há, além disso, outros fatores importantes que tendem a atenuar, na prática, os efeitos da nossa ignorância do futuro. Em virtude do mecanismo do juro composto e da probabilidade de obsolescência com o correr do tempo, existem numerosos investimentos individuais cuja renda provável está legitimamente dominada pelos rendimentos num futuro comparativamente próximo. No caso da principal categoria de investimentos a prazo muito longo, ou seja, a construção, o risco pode ser, freqüentemente, transferido do investidor para o inquilino, ou pelo menos pode ser repartido entre ambos por meio de contratos a longo prazo, ficando o risco compensado na mente do inquilino pela continuidade e segurança de seu direito de inquilinato. No caso de outra classe importante de investimento a longo prazo, as empresas de serviços públicos, uma grande proporção da renda provável está praticamente garantida pelos privilégios de monopólio e pelo direito de aumentar as tarifas na medida necessária para manter certa margem estipulada. Há, finalmente, uma categoria crescente de investimentos empreendida em sociedade ou garantida pelas autoridades públicas, claramente influenciada pela presunção geral de haver vantagens sociais prováveis no investimento, seja qual for seu resultado comercial dentro de uma larga margem e sem procurar saber se a esperança matemática da renda será pelo menos igual à taxa corrente de juros — embora a taxa que a autoridade pública tenha de pagar possa ainda desempenhar um papel decisivo na determinação do volume das operações de investimento a que ela pode-se engajar.

Assim, após haver plenamente assinalado a importância da influência das mudanças a curto prazo no estado das expectativas a longo prazo, independentemente das variações na taxa de juros, ainda devemos voltar-nos a essa última, que exerce, de qualquer modo, em circunstâncias normais, grande influência, embora não decisiva, sobre o fluxo de investimento. Só a experiência, contudo, pode mostrar até que ponto a administração da taxa de juros é capaz de estimular, continuamente, um fluxo de investimento adequado.

Da minha parte sou, presentemente, algo cético quanto ao êxito de uma política meramente monetária orientada no sentido de exercer influência sobre a taxa de juros. Encontrando-se o Estado em situação de poder calcular a eficiência marginal dos bens de capital a longo prazo e com base nos interesses gerais da comunidade, espero vê-lo assumir uma responsabilidade cada vez maior na organização direta dos investimentos, ainda mais considerando-se que, provavelmente, as flutuações na estimativa do mercado da eficiência marginal dos diversos tipos de capital, calculada na forma descrita antes, serão demasiado grandes para que se possa compensá-las por meio de mudanças viáveis na taxa de juros.

# CAPÍTULO 13

## A Teoria Geral da Taxa de Juros

### I

**M**ostramos no capítulo 11 que, embora certas forças façam subir ou descer a taxa de investimento de modo que iguale a eficiência marginal do capital à taxa de juros, a eficiência marginal do capital, em si, é um conceito diferente da taxa de juros corrente. Pode-se dizer que a curva da eficiência marginal do capital governa as condições em que se procuram fundos disponíveis para novos investimentos, enquanto a taxa de juros governa os termos em que esses fundos são corretamente oferecidos. Para complementar a nossa teoria, precisamos, portanto, saber o que determina a taxa de juros.

No capítulo 14 e em seu Apêndice, consideraremos as respostas que até agora foram dadas a esta pergunta. Em termos gerais, verificaremos que elas condicionam a taxa de juros à interação entre a curva da eficiência marginal do capital e a propensão psicológica a poupar. A taxa de juros seria o fator de equilíbrio que estabelece a igualdade entre, de um lado, a demanda de poupança resultante do investimento novo que pode ser realizado a determinada taxa de juros e, de outro lado, a oferta de poupança, suprida essa taxa pela propensão psicológica da comunidade a poupar. Todavia, esta teoria vem abaixo tão logo se perceba ser impossível deduzir a taxa de juros a partir do conhecimento destes dois fatores.

Qual será, portanto, a nossa própria resposta a esta pergunta?

### II

Para efetivar plenamente suas preferências psicológicas temporais, um indivíduo depara-se com dois conjuntos de decisões a serem tomadas. A primeira relaciona-se com aquele aspecto de preferência temporal que denominei *propensão a consumir*, fator que, sob a influência dos diversos motivos expostos no Livro Terceiro, determina

que parte de sua renda cada indivíduo consumirá e que parte reservará sob *alguma* forma de comando sobre o consumo futuro.

Uma vez tomada esta decisão, porém, outra o espera, a saber, em *que forma* conservará o poder de comando sobre o consumo futuro, quer de sua renda corrente, quer de sua poupança anterior. Deseja conservá-lo sob a forma líquida imediata (isto é, em dinheiro ou seu equivalente)? Ou está disposto a alienar esse poder aquisitivo imediato por um período específico ou indeterminado, deixando à situação futura do mercado a fixação das condições em que pode, se necessário, converter o poder de comando postergado sobre bens específicos em poder aquisitivo imediato sobre bens em geral? Em outras palavras, qual é o grau de sua *preferência pela liquidez*, onde a preferência pela liquidez do indivíduo é representada por uma escala do volume dos seus recursos medidos em termos monetários ou em unidades de salário, que deseja conservar em forma de moeda em diferentes circunstâncias?

Veremos que, nas teorias aceitas, o erro consistiu em querer deduzir a taxa de juros do primeiro destes dois elementos da preferência psicológica temporal, negligenciando o segundo; é esta omissão que devemos procurar reparar.

Deveria ser óbvio que a taxa de juros não pode ser um rendimento da poupança ou da espera como tal. Quando alguém acumula suas economias sob a forma de dinheiro líquido, não ganha juro, embora economize tanto quanto antes. Pelo contrário, a simples definição da taxa de juros diz-nos, literalmente, que ela é a recompensa da renúncia à liquidez por um período determinado, pois a taxa de juros não é, em si, outra coisa senão o inverso da relação existente entre uma soma de dinheiro e o que se pode obter desistindo, por um período determinado,<sup>105</sup> do poder de comando da moeda em troca de uma dívida.<sup>106</sup>

Desse modo, sendo a taxa de juros, a qualquer momento, a recompensa da renúncia à liquidez, é uma medida de relutância dos que possuem dinheiro alienar o seu direito de dispor do mesmo. A taxa de juros não é o “preço” que equilibra a demanda de recursos para investir

105 Para uma discussão geral, ao contrário dos problemas concretos em que o período de débito é expressamente especificado, é conveniente que a taxa de juros signifique o complexo das várias taxas correntes para os diferentes períodos, isto é, para dívidas de maturações diferentes.

106 Sem distorcer esta definição, podemos traçar a linha divisória entre “dinheiro” e “débito” em qualquer ponto que melhor convier ao estudo de determinado problema. Podemos, por exemplo, considerar *moeda* qualquer comando sobre o poder geral de compra do qual o possuidor não aliena por um período superior a três meses, e “débito” o que se pode recuperar em períodos mais longos. Em vez de três meses, podemos também estabelecer um mês, três dias ou três horas ou outro período; ou podemos excluir da *moeda* tudo que não seja moeda legal corrente. É muitas vezes conveniente na prática incluir como *moeda* os depósitos a prazo nos bancos e, ocasionalmente, mesmo certos instrumentos de crédito, como, por exemplo, as Letras do Tesouro. De modo geral, adotarei a mesma suposição apresentada em minha obra *Treatise on Money*, em que foi dito que a moeda compreende os depósitos bancários.

e a propensão de abster-se do consumo imediato. É o “preço” mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível. Isso implica que, se a taxa de juros fosse menor, isto é, se a recompensa da renúncia à liquidez se reduzisse, o montante agregado de moeda que o público desejaria conservar excederia a oferta disponível e que, se a taxa de juros se elevasse, haveria um excedente de moeda que ninguém estaria disposto a reter. Se esta explicação for correta, a quantidade de moeda é outro fator que, aliado à preferência pela liquidez, determina a taxa corrente de juros em certas circunstâncias. A preferência pela liquidez é uma potencialidade ou tendência funcional que fixa a quantidade de moeda que o público reterá quando a taxa de juros for dada; resulta daí que  $r$  é a taxa de juros,  $M$  a quantidade de moeda e  $L$  a função da preferência pela liquidez, teremos  $M = L(r)$ . Isto mostra onde e como a quantidade de moeda entra no esquema econômico.

A esta altura, contudo, é necessário que voltemos atrás e examinemos por que existe o que se denomina preferência pela liquidez. Para este fim, convirá usar a velha distinção entre o uso da moeda para as transações comerciais correntes e seu uso como reserva de riqueza. No que concerne ao primeiro destes usos, é evidente que vale a pena sacrificar, até certo ponto, alguma quantidade de juro pela conveniência da liquidez. Porém, dado que a taxa de juros nunca é negativa, por que alguém preferiria guardar sua riqueza de forma que renda pouco, ou nenhum juro, a conservá-la de outra que renda algum (supondo, naturalmente, neste estágio que o risco de perda é igual tanto para um depósito bancário quanto para uma obrigação)? A explicação integral deste fato é complexa e só poderá ser dada no capítulo 15. Há, todavia, uma condição necessária sem a qual não poderia existir a preferência de liquidez pela moeda como meio de conservação da riqueza.

Esta condição necessária é a existência de *incerteza* quanto ao futuro da taxa de juros, isto é, quanto ao complexo de taxas para vencimentos variáveis a prevalecer em datas futuras; pudéssemos, pois, prever com certeza todas as taxas que iriam dominar no futuro, todas as taxas vindouras poderiam ser inferidas das taxas *presentes* para as dívidas de diversos vencimentos e estas se ajustariam ao valor conhecido das taxas futuras. Por exemplo, se  ${}_1d_r$  é o valor, no presente ano 1, de 1 libra, diferidos  $r$  anos, e se sabe que  ${}_nd_r$  será o valor, no ano  $n$ , de 1 libra diferidos  $r$  anos a partir daquela data, teremos:  ${}_nd_r = \frac{{}_1d_{n+r}}{{}_1d_n}$ ; de onde se deduz que a taxa a que uma dívida qualquer pode ser convertida em dinheiro  $n$  anos mais tarde será determinada por duas entre o complexo de taxas de juros correntes. Se a taxa corrente for positiva para as dívidas de qualquer prazo, será sempre mais vantajoso adquirir uma dívida do que conservar a riqueza em forma de dinheiro líquido.



Se, pelo contrário, a taxa futura for incerta, não mais podemos inferir com segurança que, chegando o momento,  ${}_n d_r$  será efetivamente igual a  $\frac{{}_1 d_{n+r}}{{}_1 d_n}$ . Por isso, no caso concebível de poder produzir-se even-

tualmente uma necessidade de liquidez antes de expirarem os  $n$  anos, há o risco de se incorrer em perda na aquisição de uma dívida a longo prazo ao convertê-la, depois, em dinheiro, comparativamente a ter conservado o dinheiro enquanto tal. O lucro atuarial ou esperança matemática de ganho calculado na base das probabilidades existentes — caso esse cálculo possa ser feito, o que é duvidoso — deve ser suficiente para compensar o risco de reveses.

Há, além disso, outra razão para a preferência pela liquidez resultante da incerteza quanto ao futuro da taxa de juros, desde que haja um mercado organizado para negociar com débitos. Cada qual prevê o futuro a sua maneira e aquele que divergir da opinião dominante, tal como ela se manifesta nas cotações do mercado, pode ter boas razões para conservar recursos líquidos com o fim de realizar um lucro se estiver certo, ao comprovar no momento oportuno que as relações entre os  ${}_1 d_r$  estavam erradas.<sup>107</sup>

Este fenômeno tem muita analogia com o que já abordamos, com certa amplitude, ao tratar da eficiência marginal do capital. Assim como achamos que a eficiência marginal do capital não é determinada pela “melhor” opinião e sim pela avaliação do mercado tal como ela resulta da psicologia de massas, assim também as expectativas quanto ao futuro da taxa de juros, fixada pela psicologia de massa, têm seus reflexos na preferência pela liquidez; com o acréscimo, porém, de que o indivíduo, para quem as futuras taxas de juros estarão acima daquelas previstas pelo mercado, tem motivos para conservar em caixa dinheiro líquido,<sup>108</sup> ao passo que quem diverge do mercado em sentido oposto terá motivos para pedir dinheiro emprestado a curto prazo, a fim de adquirir débitos a prazo mais longo. O preço do mercado se fixará no nível em que a venda dos “baixistas” se equilibrar com as compras dos “altistas”.

As três divisões que acabamos de distinguir na preferência pela liquidez podem ser definidas pelos motivos que as governam: (i) o motivo transação, isto é, a necessidade de moeda para as operações correntes de trocas pessoais e comerciais; (ii) o motivo precaução, ou seja, o

107 Este é o mesmo ponto que discuti em minha obra *Treatise on Money*, sob a designação das duas opiniões e da posição em “alta” e em “baixa”.

108 Poder-se-ia supor, da mesma maneira, que, se um indivíduo achasse que o rendimento provável dos investimentos fosse inferior ao previsto pelo mercado, teria razão suficiente para conservar dinheiro. Mas não é esse o caso. Ele tem bons motivos para reter moeda ou dívidas de preferência a ações; todavia, a aquisição de um título de dívida será uma alternativa preferível à de guardar dinheiro, a não ser que ele julgue também que a taxa futura de juros seja superior à que supõe o mercado.

desejo de segurança com relação ao equivalente do valor monetário futuro de certa parte dos recursos totais; e (iii) o motivo especulação, isto é, o propósito de obter lucros por saber melhor que o mercado o que trará o futuro. Tal como quando discutimos a eficiência marginal do capital, a questão de saber se é desejável ter um mercado organizado para a negociação de débitos nos coloca diante de um dilema: na ausência de um mercado organizado, a preferência pela liquidez, devida ao motivo de precaução, aumentaria muito, ao passo que a existência de um mercado organizado proporcionaria a oportunidade de amplas flutuações da preferência pela liquidez, devida ao motivo de especulação.

Talvez se esclareça este raciocínio através do seguinte argumento: supondo que a preferência pela liquidez devida ao motivo transação e ao motivo precaução absorva uma quantidade de moeda que não seja muito sensível à influência direta das alterações na taxa de juros, sem levar em conta suas reações devidas ao aumento da renda, a quantidade total de moeda, diminuída dessa quantidade, fica, assim, disponível para satisfazer a preferência pela liquidez devido ao motivo especulação. A taxa de juros e o preço das obrigações devem, então, fixar-se ao nível em que a soma global, que certos indivíduos desejam conservar líquida (porque nesse nível se sentem “baixistas” relativamente ao futuro das obrigações), seja exatamente igual à quantidade de moeda disponível para atender às atividades do motivo de especulação. Destarte, cada aumento na quantidade de dinheiro deve aumentar o preço das obrigações o suficiente para exceder as previsões de alguns “*altistas*” e influir sobre eles para que as vendam e venham juntar-se ao grupo dos “baixistas”. Não obstante, se houver uma procura insignificante de moeda para satisfazer o motivo de especulação, exceto para um curto período de transição, um aumento da quantidade de moeda deve fazer baixar, quase imediatamente, a taxa de juros e no grau necessário para elevar o nível de emprego e a unidade de salários na medida suficiente para que a moeda adicional seja absorvida pelos motivos de transação e de precaução.

Via de regra, podemos admitir que a curva da preferência pela liquidez que relaciona a quantidade de moeda à taxa de juros é dada por uma curva regular, a qual mostra que essa taxa vai decrescendo à medida que a quantidade de moeda aumenta. Há diversas causas que levam a esse resultado.

Em primeiro lugar, à medida que a taxa de juros baixa, é provável, *coeteris paribus*, que a preferência pela liquidez, em virtude do motivo de transação, absorva mais moeda. Se a queda da taxa de juros aumenta a renda nacional, o volume de moeda que convém reservar para as transações crescerá mais ou menos proporcionalmente com o aumento da renda, enquanto, ao mesmo tempo, diminuirá o custo da conveniência de manter abundante a moeda, em termos dos juros perdidos. Resultados análogos serão produzidos se o aumento de emprego que segue

a uma baixa da taxa de juros determina uma alta dos salários, isto é, uma alta no valor monetário da unidade de salários, a não ser que a preferência pela liquidez seja medida em unidades de salário em vez de unidades de moeda (que é conveniente em certos contextos). Em segundo lugar, cada queda na taxa de juros pode, como acabamos de ver, aumentar a quantidade de moeda que certos indivíduos desejam conservar, porque seus pontos de vista quanto à futura taxa de juros diferem dos do mercado.

No entanto, podem ocorrer determinadas circunstâncias em que mesmo um acréscimo considerável da quantidade de moeda exercerá uma influência comparativamente pequena sobre a taxa de juros. Esse grande acréscimo pode ocasionar tal incerteza quanto ao futuro que a preferência pela liquidez decorrente do motivo precaução pode ser fortalecida; por outro lado, é possível que haja uma opinião tão unânime sobre a futura taxa de juros que uma ligeira variação nas taxas atuais determine um movimento maciço em direção à busca da liquidez. É interessante observar como a estabilidade do sistema e sua sensibilidade diante das variações na quantidade de moeda dependem a tal ponto da existência de uma *diversidade* de opiniões sobre o que é incerto. O melhor seria que conhecêssemos o futuro. Mas, não sendo este o caso, se tivermos de controlar a atividade do sistema econômico através da variação da quantidade de moeda, é importante que haja divergências de opinião. Assim sendo, este método de controle é mais precário nos Estados Unidos, onde todos tendem a adotar a mesma opinião ao mesmo tempo, do que na Inglaterra, onde as divergências de opinião são mais comuns.

### III

Introduzimos, assim, a moeda em nosso nexos causal e podemos ter uma primeira idéia do modo como as variações na quantidade de moeda intervêm no sistema econômico. Contudo, se nos vemos tentados a considerar a moeda como a bebida que estimula a atividade do sistema, não nos esqueçamos que podem surgir muitos percalços entre a taça e os lábios. Embora seja de esperar que, *coeteris paribus*, um aumento na quantidade de moeda reduza a taxa de juros, isto não ocorrerá se a preferência do público pela liquidez aumentar mais que a quantidade de moeda; e, conquanto se possa esperar que, *coeteris paribus*, uma baixa na taxa de juros estimule o fluxo de investimento, isto não acontecerá se a escala da eficiência marginal do capital cair mais rapidamente que a taxa de juros; quando, enfim, se possa esperar que, *coeteris paribus*, um aumento do fluxo de investimento faça aumentar o emprego, isso não se produzirá se a propensão a consumir estiver em declínio. Finalmente, se o emprego aumentar, os preços subirão numa proporção que depende, em parte, da forma das funções da oferta e, em parte, da tendência da taxa de salários subir em termos monetários. Quando a produção tiver au-

mentado e os preços subido o efeito que daí resultará sobre a preferência pela liquidez será o de aumentar a quantidade de moeda necessária para aumentar dada taxa de juros.

#### IV

Embora a preferência pela liquidez devida ao motivo especulação corresponda ao que em minha obra *Treatise on Money* denominei “o estado da baixa”, estes dois conceitos não são, de modo algum, idênticos. Esse “baixismo” não foi definido naquela obra como a relação funcional entre a taxa de juros (ou preços das dívidas) e a quantidade de moeda, mas entre o preço de ativos e débitos, tomados em conjunto, e quantidade de moeda. Este conceito, entretanto, envolve certa confusão entre os resultados decorrentes da variação na taxa de juros e aqueles oriundos da variação na escala da eficiência marginal do capital — o que espero ter evitado aqui.

#### V

O conceito de *entesouramento* pode ser considerado uma primeira aproximação do conceito de *preferência pela liquidez*. De fato, se substituíssemos “entesouramento” por “propensão a entesourar”, chegaríamos, substancialmente, ao mesmo resultado. Porém, quando por “entesouramento” queremos significar um aumento efetivo dos encaixes líquidos, isto se configura como uma idéia incompleta — e que pode causar sérios erros se formos levados a pensar em “entesouramento” e “não entesouramento” como simples alternativas. A decisão de entesourar não é tomada de maneira absoluta ou sem levar em conta as vantagens oferecidas pela renúncia à liquidez; essa decisão resulta do equilíbrio de vantagens e temos, portanto, de saber o que há no outro prato da balança. Ademais, é impossível que o montante real do entesouramento varie como resultado das decisões do público, desde que consideremos o “entesouramento” como sendo o encaixe efetivo de moeda. O volume de entesouramento tem de ser igual à quantidade de moeda (ou — segundo certas definições — à quantidade de moeda *menos* o que se requer para satisfazer o motivo transação), e a quantidade de moeda não é determinada pelo público. A única coisa que a propensão do público a entesourar pode conseguir é fixar a taxa de juros que iguale o desejo global de entesourar ao encaixe disponível. O hábito de não se dar a devida atenção à relação da taxa de juros com o entesouramento pode explicar, em parte, a razão pela qual o juro tem sido usualmente considerado uma recompensa por não gastar, quando, na realidade, ele é a recompensa por não entesourar.

# CAPÍTULO 14

## A Teoria Clássica da Taxa de Juros

### I

Que é a teoria clássica da taxa de juros? Trata-se da teoria que serviu de base para a formação de todos nós e que, até recentemente, todos nós aceitamos quase sem reservas. Mesmo assim, parece-me difícil expô-la com precisão ou descobrir-lhe um enunciado explícito nos principais tratados da escola clássica moderna.<sup>109</sup>

É bastante claro, entretanto, que essa tradição considerou a taxa de juros o fator que equilibra a demanda de investimentos com a oferta para a poupança. O investimento representa a demanda por recursos para investir, a poupança representa a oferta, e a taxa de juros é o “preço” dos recursos investíveis que torna essas duas quantidades iguais. Da mesma forma que o preço de uma mercadoria é fixado, necessariamente, ao nível em que sua procura seja igual à oferta, a taxa de juros se regula, necessariamente, sob a ação das forças do mercado, no ponto em que o montante de investimento a essa taxa seja igual ao montante de poupança à mesma taxa.

O raciocínio acima não é encontrado, nesses mesmos termos, nos *Principles* de Marshall. Não obstante, parece ser esta a sua teoria, a mesma em que também fui educado e que, por meu turno, ensinei a outros por muitos anos. Tomemos, por exemplo, a seguinte passagem dos *Principles*: “O juro, sendo o preço pago pelo uso do capital em qualquer mercado, tende a um nível de equilíbrio tal que a procura agregada de capital no dito mercado, a essa taxa de juros, é igual ao estoque agregado, que nele se apresenta à mesma taxa”.<sup>110</sup> Do mesmo modo, em *Nature and Necessity of Interest*, o professor Cassel explica que o investimento constitui a “procura da espera”, a poupança a “oferta

109 Ver no Apêndice a este capítulo um resumo do que foi possível encontrar.

110 Cf. p. 133, para uma análise complementar sobre esta passagem.

da espera”, e o juro é um “preço” que serve — isto está subentendido — para tornar as duas quantidades iguais, mas também não encontrei nenhum trecho para citar. No capítulo 6 de sua obra *Distribution of Wealth* o professor Carver considera, claramente, o juro como o fator que põe em equilíbrio a desutilidade marginal da espera com a produtividade marginal do capital.<sup>111</sup> Sir Alfred Flux (*Economic Principles*, p. 95) escreve:

“Se há verdade nas teses da nossa argumentação geral, tem-se de admitir que se produz um ajuste automático entre a poupança e as oportunidades de empregar o capital lucrativamente... A poupança não terá ultrapassado a sua possibilidade de aplicação útil..., enquanto a taxa de juros líquida for superior a zero”.

O professor Taussig (*Principles*, v. II, p. 29) traça uma curva da oferta de poupança e uma curva da procura representando “a produtividade decrescente de sucessivos volumes de capital”, tendo previamente estabelecido (p. 20) que “a taxa de juros se estabiliza num ponto em que a produtividade marginal do capital é suficiente para fazer surgir o volume de poupança”.<sup>112</sup> Walras, no Apêndice I (III) de sua obra *Éléments d'économie pure*, onde se ocupa de “L'échange d'épargnes contre capitaux neufs”, sustenta expressamente que correspondendo a cada possível taxa de juros há uma soma que os indivíduos poupam e outra que investirão em novos bens de capital; que estes dois agregados tendem a igualar-se e que a taxa de juros é a variável que os iguala; de tal modo que esta se fixa no nível em que a poupança, que representa a oferta de capital novo, é igual à procura do mesmo. Diante disso, ele se coloca, rigorosamente, dentro da tradição clássica.

Certamente, o homem prático — banqueiro, funcionário público ou político —, educado na teoria tradicional e, também, o economista profissional vivem na idéia de que sempre que um indivíduo realiza um ato de poupança faz algo que, automaticamente, reduz a taxa de juros e que essa baixa estimula, automaticamente, a criação de capital e de que a baixa na taxa de juros tem lugar, precisamente, na proporção que se necessita para estimular a produção de capital numa amplitude

111 A análise do prof. Carver sobre o juro é difícil de ser acompanhada 1) porque não esclarece o sentido da “produtividade marginal do capital”, isto é, se se trata de quantidade de produto marginal ou de valor do produto marginal e 2) porque não procura definir a quantidade de capital.

112 Numa análise muito recente destes problemas (KNIGHT, Prof. F. H. “Capital, Time and the Interest Rate”. In: *Economica*. Agosto de 1934), a qual inclui muitas observações profundas e interessantes sobre a natureza do capital e confirma a solidez da tradição marshalliana sobre a inutilidade da análise de Böhm-Bawerk, a teoria do juro é apresentada de maneira precisa e conforme a tradição clássica. O equilíbrio no domínio da produção de capital significa, segundo o prof. Knight, “uma taxa de juros tal que as poupanças afluam ao mercado justamente a um ritmo ou velocidade iguais à sua absorção pelos investimentos que produzem uma taxa de rendimento igual à paga pelo seu uso aos que fazem poupança”.

igual ao aumento da poupança; e de que isto é, além do mais, um fenômeno de ajustamento auto-regulador que opera sem necessidade de nenhuma intervenção especial ou de cuidados maternos por parte da autoridade monetária. De maneira idêntica — e esta é uma crença ainda mais generalizada, mesmo hoje —, cada ato adicional de investimento fará, necessariamente, subir a taxa de juros, se não for compensado por uma mudança na disposição para poupar.

Ora, a análise dos capítulos anteriores evidencia que esta explicação da matéria deve ser errônea. Antes de remontar à origem da divergência entre as duas opiniões, ocupemo-nos, em primeiro lugar, dos seus pontos de concordância.

Ao contrário da escola neoclássica, que julga possível a desigualdade entre a poupança e o investimento, a escola clássica propriamente dita admitiu o princípio de sua igualdade. Marshall, por exemplo, acreditava, com certeza, embora não o tenha dito expressamente, que a poupança agregada e o investimento agregado são necessariamente iguais. De fato, a maioria dos membros da escola clássica levou esta crença demasiadamente longe, visto sustentar que todo ato individual de aumento na poupança suscita, necessariamente, outro correspondente ato de aumento de investimento. No presente contexto, também não há uma diferença substancial entre minha escala de eficiência marginal do capital ou da escala da procura de investimento e a curva da procura de capital como a consideravam alguns dos autores clássicos antes citados. Quando chegamos à propensão a consumir e ao seu corolário, a propensão a poupar, estamos mais próximos de uma diferença de opinião, pois os economistas clássicos enfatizaram o papel representado pela taxa de juros nas variações da propensão a poupar. Mas, presumivelmente, eles não desejariam negar que o nível de renda exerce uma influência também importante sobre o total poupado; enquanto, da minha parte, não negaria que a taxa de juros possa, talvez, influir (embora, aliás, não na forma que eles supõem) sobre a parte poupada *de dada renda*. Todos estes pontos de concordância podem ser resumidos numa proposição que a escola clássica aceitaria e eu não contestaria, ou seja, que, se se supõe conhecido de antemão o nível de renda, podemos inferir que a taxa corrente de juros deve estar no ponto onde a curva da demanda por capital correspondente às diferentes taxas intercepta a curva de oferta das quantidades poupadas dessa renda a diferentes taxas de juros.

Mas este é o ponto em que um erro decisivo se insinua na teoria clássica. Se a proposição anterior da escola clássica se limitasse a deduzir que, dadas a curva da procura de capital e a influência das variações na taxa de juros sobre a disposição a poupar partindo de determinados níveis de renda, a renda e a taxa de juros devem ter uma correlação bastante singular, neste caso, nada haveria a opor. Além disso, essa proposição levaria, naturalmente, a outra proposição

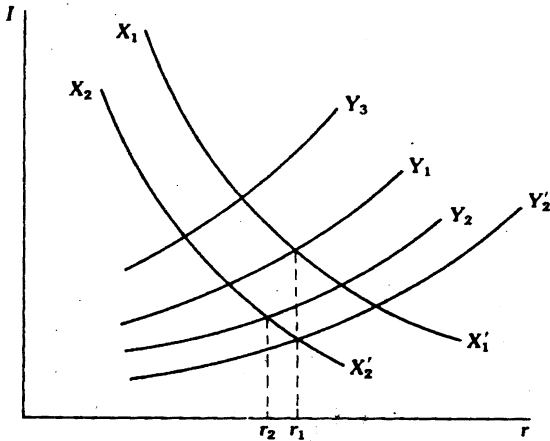
que contém uma verdade importante, ou seja, dadas a taxa de juros, a curva da procura de capital e a influência dos juros sobre a disposição a poupar de níveis de renda conhecidos, o nível de renda deve ser o fator que iguala o montante poupado com o montante investido. A teoria clássica, porém, não apenas ignora a influência das variações do nível da renda, como ainda promove um erro formal.

Dessa forma, a teoria clássica, como provam as citações acima, supõe que se pode proceder ao exame do efeito produzido sobre a taxa de juros por um deslocamento da curva de demanda por capital (por exemplo), sem contradizer ou modificar a hipótese relativa ao nível da renda dado do qual vai fazer-se a poupança. Na teoria clássica da taxa de juros as variáveis independentes são a curva da demanda por capital e a influência da taxa de juros sobre a parte de dada renda que se poupa; e, quando (por exemplo) a curva de demanda por capital se desloca, a nova taxa de juros, de acordo com esta teoria, é dada pelo ponto de interseção dessa nova curva com a que relaciona a taxa de juros com os montantes que serão poupados dessa dada renda. A teoria clássica da taxa de juros parece supor que se a curva de demanda por capital se desloca ou a que liga a taxa com os montantes poupados de dada renda se desloca ou se ambas se deslocam, a nova taxa de juros será determinada pelo ponto de interseção das novas posições das duas curvas. Mas essa é uma teoria absurda, pois a hipótese de que a renda seja constante não é compatível com a de que estas duas curvas podem deslocar-se, independentemente uma da outra. Se qualquer delas se desloca, em geral, a renda varia também e, por conseqüência, todo o esquema baseado na hipótese de cada renda se desintegra. A posição só poderia ser salva por uma complicada hipótese que previsse uma variação automática na unidade de salários, com efeito sobre a preferência pela liquidez de tal magnitude que bastasse exatamente para estabelecer uma taxa de juros suficiente para compensar o suposto deslocamento de modo que deixasse a produção no mesmo nível prévio. De fato, não se encontra nos autores citados nenhuma sugestão sobre a necessidade de semelhante hipótese, a qual, na melhor das circunstâncias, só seria possível tratando-se de um equilíbrio a longo prazo, mas que não poderia servir de base a uma teoria de prazo curto; entretanto, tampouco há razão para supor que ela tenha validade para o longo prazo. Na verdade, a teoria clássica não se manteve alerta para a importância das variações do nível de renda ou para a possibilidade de que este nível seja efetivamente uma função da taxa de investimento.

Os argumentos acima podem ser ilustrados por meio do diagrama<sup>113</sup> seguinte:

113 Este diagrama foi-me sugerido por R. F. Harrod. Cf. também um esquema, em parte semelhante, de ROBERTSON, D. H. *Economic Journal*. Dezembro de 1934. p. 652.





Neste diagrama, o montante do investimento (ou da poupança)  $I$  é medido verticalmente e a taxa de juros  $r$  horizontalmente.  $X_1X_1'$  é a primeira posição da curva da procura de investimento e  $X_2X_2'$  é a segunda posição desta curva. A curva  $Y_1$  relaciona os montantes poupados de uma renda  $Y_1$  com os vários níveis da taxa de juros, sendo  $Y_2$ ,  $Y_3$  etc. as curvas correspondentes para níveis de renda  $Y_2$ ,  $Y_3$  etc. Suponhamos que  $Y_1$  seja a curva  $Y$  compatível com uma taxa de juros  $r_1$  e uma curva da procura de investimento  $X_1X_1'$ . Ora, se a curva da procura de investimento se desloca de  $X_1X_1'$  para  $X_2X_2'$ , em geral a renda se deslocará também. Entretanto, o diagrama acima não contém *dados* suficientes para nos indicar qual será o novo valor; e, portanto, não sabendo qual é a curva  $Y$  apropriada, não sabemos em que ponto ela será cortada pela nova curva-demanda dos investimentos. Todavia, se considerarmos o estado da preferência pela liquidez e a quantidade de moeda e, conhecidos estes dois fatores, soubermos que a taxa de juros é  $r_2$ , então, toda a posição fica determinada. A curva  $Y$  que corta  $X_2X_2'$  no ponto situado na vertical acima de  $r_2$ , a saber, a curva  $Y_2$ , será a curva apropriada. Desta forma, a curva  $X$  e as curvas  $Y$  nada nos dizem sobre a taxa de juros. Apenas nos indicam qual será a renda, sempre que por outros meios possamos determinar qual a taxa de juros. Se não houver nenhuma alteração no estado da preferência pela liquidez nem na quantidade de moeda, de modo que a taxa de juros permaneça invariável, então a curva  $Y_2'$  que corta a nova curva de demanda dos investimentos abaixo do ponto onde a curva  $Y_1$  cortava a antiga curva da demanda será a curva  $Y$  apropriada e  $Y_2'$  será o novo nível de renda.

Destarte, as funções utilizadas pela teoria clássica, a saber, as

respostas do investimento e da poupança de determinada renda às variações na taxa de juros, não fornecem elementos suficientes para uma teoria da taxa de juros; entretanto, poderiam ser utilizadas para determinar o montante da renda, quando conhecida (por outros meios) a taxa de juros e, alternativamente, caso o nível de renda tenha de ser mantido em determinado montante (por exemplo, no nível correspondente ao pleno emprego), o qual será a taxa de juros.

O erro se origina em se considerar o juro como a recompensa da espera como tal, em vez da recompensa pelo não-entesouramento; assim como as taxas de retorno dos empréstimos ou dos investimentos que implicam graus diversos de risco devem ser consideradas a recompensa não da espera em si, mas da aceitação do risco. Sem dúvida, não existe uma linha definida entre estas e as chamadas taxas de juros “puras”, pois todas elas são a recompensa da aceitação de um risco ou incerteza de qualquer natureza. Só no caso em que a moeda servisse apenas para transações, e nunca fosse empregada como reserva de valor, uma teoria diferente poderia ser apropriada.<sup>114</sup>

Há, entretanto, dois pontos conhecidos que poderiam, talvez, ter advertido a escola clássica de que alguma coisa estava errada. Em primeiro lugar, tem sido aceito, pelo menos desde a publicação de *Nature and Necessity of Interest*, do professor Cassel, que não é certo que a parte poupada de dada renda aumente necessariamente quando sobe a taxa de juros; ao passo que ninguém duvida que a curva da procura de investimento baixe ao subir a taxa de juros. Se as curvas  $Y$  e  $X$ , porém, vierem a baixar quando subir a taxa de juros, nada garante que determinada curva  $Y$  cortará outra curva determinada  $X$  em um ponto qualquer. Isto sugere que não podem ser as curvas  $Y$  e  $X$ , por si sós, que determinam a taxa de juros.

Em segundo lugar, tem-se usualmente suposto que um aumento na quantidade de moeda tende a reduzir a taxa de juros, pelo menos num primeiro momento e em períodos curtos. Mas nenhuma razão se deu ainda para que uma variação da quantidade de moeda afete a curva de procura por investimentos ou a propensão a poupar parte de uma renda dada. Desta forma, a escola clássica adotou duas teorias da taxa de juros completamente diferentes, uma no volume I, que trata da Teoria do Valor, e a outra no volume II, que trata da Teoria da Moeda. Parece, aliás, não se ter perturbado com a contradição e, pelo menos que eu saiba, não fez nenhum esforço para construir uma ponte entre as duas teorias. Naturalmente, isso se refere à escola clássica propriamente dita, pois foram as tentativas da escola neoclássica de construir uma ponte que levaram à pior das confusões. Esta última escola acabou chegando à conclusão de que deve haver *duas* fontes de

114 Cf. cap. 17, adiante.

oferta para se chegar à curva da procura de investimento: a saber, a poupança propriamente dita, da qual se ocupa a escola clássica, *mais* a soma que se torna disponível em consequência de qualquer aumento na quantidade de moeda (sendo a oferta equilibrada por certas espécies de imposições ou tributação sobre o público, chamados “poupança forçada” ou coisa semelhante). Isto leva à idéia de que existe uma taxa de juros “natural” ou “neutra”<sup>115</sup> ou “de equilíbrio”, ou seja, uma taxa que iguala o investimento com a poupança efetiva no sentido clássico, sem adição alguma à “poupança forçada”; e conduz, finalmente, supondo que se esteja na trilha adequada desde o princípio, para a solução mais evidente de todas, isto é, que se a quantidade de moeda pudesse manter-se *constante* em qualquer circunstância, nenhuma dessas dificuldades se apresentaria, pois os males que se atribuem a um suposto excesso dos investimentos sobre a poupança efetiva deixariam de ser possíveis. Nesse instante, porém, entramos em águas profundas. “O pato selvagem mergulhou até o fundo — o mais fundo que pôde chegar — e agarrou-se firmemente à vegetação, às algas e ao lodo ali existentes; seria necessário um cão extremamente hábil para mergulhar e trazê-lo de volta à superfície.”

Destarte, a análise tradicional é defeituosa, porque não conseguiu isolar corretamente as variáveis independentes do sistema. A poupança e o investimento são as variáveis determinadas e não os determinantes do sistema. São o produto gêmeo dos determinantes, quer dizer, da propensão a consumir, da escala da eficiência marginal do capital e da taxa de juros. Na verdade, estes determinantes são, por si só, complexos e cada um deles pode ser afetado pelas variações prováveis dos outros, mas continuam independentes no sentido de que seus valores não podem ser deduzidos uns dos outros. A análise tradicional compreendeu que a poupança depende da renda, mas se esqueceu do fato de que esta depende do investimento em tal relação que, quando o investimento varia, a renda é forçada a variar no grau justamente necessário para fazer com que a variação na poupança seja igual à do investimento.

De forma idêntica, essas teorias não lograram sucesso na tentativa de fazer com que a taxa de juros dependesse da “eficiência marginal do capital”. É verdade que, em equilíbrio, a taxa de juros será igual à eficiência marginal do capital, visto que será vantajoso aumentar (ou diminuir) o volume corrente de investimento até que se atinja a igualdade, mas fazer disso uma teoria da taxa de juros ou derivar daí a taxa de juros é cair num círculo vicioso, como percebeu Marshall quando estava a meio caminho de uma explicação da taxa de juros baseada neste princípio.<sup>116</sup> A “eficiência marginal do capital” depende,

115 A taxa de juros “neutra” dos economistas contemporâneos difere tanto da taxa “natural” de Böhm-Bawerk quanto da taxa “natural” de Wicksell.

116 Ver o Apêndice a este capítulo.

pois, em parte, do volume corrente de investimento e para calcular esse volume é necessário conhecer antes a taxa de juros. A conclusão importante é que o fluxo de investimento se estende até que a eficiência marginal do capital caia ao nível da taxa de juros e o que a escala da eficiência marginal do capital nos indica não é taxa de juros, mas os pontos até os quais o fluxo de novos investimentos tende a alcançar quando a taxa de juros tem um valor dado.

O leitor perceberá, sem dificuldade, a importância teórica fundamental e o alcance prático considerável do problema que estamos examinando. Os economistas quase sempre basearam seus conselhos práticos na teoria de que, *coeteris paribus*, uma diminuição nos gastos tenderá a fazer baixar a taxa de juros e um aumento do investimento tenderá a fazê-la subir, porém, se o que estas duas quantidades determinam não é a taxa de juros, mas o volume agregado do emprego, então, nossa visão sobre o funcionamento do sistema econômico nos aparecerá profundamente modificada. Uma menor disposição para gastar será vista de uma perspectiva bastante diferente se, em vez de considerá-la um fator que, *coeteris paribus*, aumenta o investimento, for considerada um fator que, *coeteris paribus*, faz diminuir o emprego.

# APÊNDICE AO CAPÍTULO 14

## Apêndice Sobre a Taxa de Juros em “Principles of Economics” de Marshall, em “Principles of Political Economy” de Ricardo e em Outras Obras

### I

Não há nenhum estudo sistemático sobre a taxa de juros nas obras de Marshall, de Edgeworth e do professor Pigou — excetuando-se *obiter dicta* aqui, ali e acolá. Além da passagem já citada anteriormente (p. 103), a única indicação importante sobre a posição de Marshall a respeito da taxa de juros encontra-se em sua obra *Principles of Economics* (6ª ed.), Livro VI, p. 534 e 593, cuja essência pode ser encontrada nas citações seguintes:

“O juro, sendo pago pelo uso do capital em qualquer mercado, tende a um nível de equilíbrio, no qual a procura agregada de capital no dito mercado, a essa taxa de juros, é igual ao estoque agregado,<sup>117</sup> que nele se apresenta à mesma taxa. Se o mercado que estamos considerando for pequeno — digamos, uma única cidade ou um ramo de comércio isolado em um país em progresso —, um aumento na sua procura de capital será logo compensado pelo aumento da oferta proveniente de distritos ou ramos comerciais vizinhos. Porém, se considerarmos o mundo em conjunto, ou pelo menos todo grande país, como um único mercado de capital, não poderemos pensar que uma variação na taxa de juros

117 Deve-se notar que Marshall emprega a palavra “capital” e não “moeda”, bem como a palavra “estoque” e não “empréstimo”; todavia, o juro é um pagamento pelo empréstimo de *moeda* e “procura de capital” neste contexto deveria significar “procura de empréstimos de moeda para comprar um estoque de bens de capital”. Mas a igualdade entre o estoque de bens de capital ofertado e o volume demandado é criada pelo *preço* dos bens de capital e não pela taxa de juros. O que a taxa de juros iguala, efetivamente, é a procura e a oferta de empréstimos de moeda, isto é, de débitos.

altere rápida e amplamente a oferta agregada de capital. O fundo geral de capital é o produto do trabalho e da espera; o trabalho extra<sup>118</sup> e a espera extra, para os quais uma alta na taxa de juros seria um incentivo, não atingiriam grandes volumes num prazo breve, comparados com o trabalho e a espera que originam a totalidade do estoque existente de capital. Grande aumento da procura de capital, em geral, é, pois, satisfeito durante certo tempo menos por um incremento da oferta do que por uma alta na taxa de juros,<sup>119</sup> o que levará o capital a desviar-se, parcialmente, dos usos em que a sua utilidade marginal seja menor. A alta na taxa de juros só aumentará o estoque total de capital de forma lenta e gradual" (p. 534).

"É necessário sempre repetir que a expressão 'taxa de juros' só é aplicável em sentido muito limitado aos antigos investimentos de capital.<sup>120</sup> Poderíamos, por exemplo, calcular que um capital industrial de uns sete bilhões está investido nas diferentes atividades produtivas desse país a uma taxa de juros líquida de cerca de 3%. Mas esta maneira de dizer, embora conveniente e justificável em muitos casos, não é exata. O que se deveria dizer é que, considerando a taxa de juros líquida sobre os investimentos de capital novo em cada uma dessas atividades (isto é, sobre os investimentos marginais) em torno de 3%, a renda agregada líquida produzida por todo o capital investido nas diversas atividades é de tal natureza que, capitalizada em 33 anos (ou seja,

118 Isso supõe que a renda *não* é constante, mas a maneira pela qual a alta taxa de juros provoca o "trabalho extra" não é explicitada claramente. Dever-se-ia entender que uma elevação da taxa de juros, pelo fato de tornar maiores os atrativos do trabalho, com o fim de poupar, é para ser considerada uma forma de aumento dos salários reais, que induzirá os fatores de produção a trabalharem por um salário menor? Tal é, penso eu, o modo de ver de D. H. Robertson, num contexto semelhante. Certamente, "isto não significaria grande coisa a curto prazo"; e seria temerário, para não dizer absurdo, querer explicar deste modo as flutuações efetivas do investimento. A forma em que redigiria de novo a segunda metade desta frase seria: "e se um aumento considerável na demanda de capital em geral, em virtude de um deslocamento na curva da eficiência marginal do capital, *não* for compensado por uma alta da taxa de juros, o aumento subsequente do emprego e da renda, resultante de um acréscimo na produção de bens de capital, levará a um montante de espera extra que, medido em termos monetários, será exatamente igual ao valor do incremento efetivo de capital e bastará, portanto, justamente para o satisfazer".

119 Por que não por uma alta no preço de oferta dos bens de capital? Suponhamos, por exemplo, que "o grande aumento na demanda de capital em geral" se deva a uma baixa na taxa de juros. Sugeriria que a frase tivesse esta nova redação: "Portanto, na medida em que um aumento considerável na procura de bens de capital não possa ser imediatamente satisfeito por um aumento do estoque total, este aumento deverá ser contido, durante o tempo que se fizer necessário, por uma elevação do preço de oferta dos bens de capital que baste para conservar a eficiência marginal do capital em equilíbrio com a taxa de juros, sem que haja alteração substancial no montante físico do investimento; enquanto isso (como sempre acontece) os fatores de produção adaptados à produção de bens de capital serão usados para elaborar aqueles bens cuja eficiência marginal seja maior nas novas condições".

120 De fato, não se pode falar de tal coisa absolutamente. Podemos falar propriamente apenas da taxa de juros sobre o *dinheiro* que foi tomado emprestado para a aquisição de investimentos de capital, novo ou velho (ou para qualquer outro objetivo).

à taxa de 3%), alcançaria o montante de uns sete bilhões de libras, pois o valor do capital já investido para preparar a terra, na construção de edifícios, de estradas de ferro ou de máquinas é o valor agregado descontado, correspondente a suas futuras rendas líquidas estimadas (ou quase-rendas); e se a sua renda provável diminuísse, seu valor baixaria proporcionalmente e não seria mais que o valor capitalizado dessa renda reduzida, depois de levada em conta a depreciação” (p. 593).

Em sua obra *Economics of Welfare* (3ª ed.), p. 163, o professor Pigou escreve:

“A natureza do serviço da ‘espera’ tem sido muito mal interpretada. Algumas vezes, foi feita a suposição de que consistia na provisão de moeda, outras vezes, na provisão de tempo e, em ambas as hipóteses, sustentou-se que ela em nada contribui para o dividendo. Nenhuma destas suposições é correta. A ‘espera’ significa apenas adiar o consumo que uma pessoa tem o direito de efetuar imediatamente, liberando assim os recursos, que poderiam ter sido destruídos, para tomar a forma de instrumentos de produção...<sup>121</sup> A unidade de ‘espera’ é, portanto, o uso de uma quantidade determinada de recursos<sup>122</sup> — por exemplo, mão-de-obra ou maquinaria — durante certo tempo... Em termos mais gerais, podemos dizer que a unidade de espera é uma unidade de valor anual ou, na linguagem mais simples, embora menos exata, do dr. Cassel, uma libra-ano... É preciso que se faça uma advertência contra o ponto de vista generalizado de que o volume de capital acumulado durante um ano seja, necessariamente, igual ao montante das ‘poupanças’ feitas durante o mesmo. Tal não é o caso, ainda que interpretemos a palavra ‘poupanças’ no sentido de poupanças líquidas, eliminando assim a poupança de um indivíduo emprestada a outro para aumentar seu consumo, e ignorando as acumulações temporárias de direitos de haver *não exercidos*, sob a forma de moeda bancária, pois muitas das poupanças destinadas a se converterem em capital de fato não cumprem o seu objetivo, desviadas que são para usos que representam um desperdício”.<sup>123</sup>

121 Esta formulação é ambígua, não nos diz se o adiamento do consumo tem, *necessariamente*, este efeito ou se tem apenas por resultado liberar recursos que, conforme as circunstâncias, ficarão em emprego ou servirão para investimentos.

122 E não, cumpre notar, a quantidade de dinheiro que o beneficiário do rendimento poderia gastar, mas não gasta, em consumo; a remuneração da espera tem, portanto, o caráter não de um juro, mas de uma quase-renda. Esta frase parece admitir, implicitamente, que os recursos liberados são necessariamente *usados*. Qual será, pois, a remuneração da espera, se os recursos liberados não forem utilizados?

123 Esta passagem não nos diz se as poupanças líquidas seriam iguais ou não ao incremento do capital, caso não levássemos em conta os investimentos mal orientados, embora consi-

A única menção significativa feita pelo professor Pigou a respeito do que determina a taxa de juros se encontra, acho eu, em seu livro *Industrial Fluctuations* (1ª ed.), p. 251-253, onde discute a tese de que a taxa de juros, pelo fato de ser determinada pelas condições gerais da oferta e da procura de capital físico, escapa ao controle dos bancos ou do banco central. Em contradição a esta tese, apresenta o seguinte argumento:

“Quando os banqueiros criam mais crédito para os homens de negócios, efetuam em seu próprio interesse, conforme explicações feitas no capítulo XIII da Parte Primeira,<sup>124</sup> uma tributação forçada sobre os bens reais do público, aumentando assim o fluxo corrente de capital real de que dispõem e ocasionando uma baixa na taxa real de juros, tanto para o longo quanto para o curto prazo. Em resumo, é certo que a taxa bancária do dinheiro está ligada por um vínculo mecânico à taxa real de juros nos empréstimos a longo prazo, mas não é verdade que esta última seja determinada por fatores que escapam completamente ao controle dos bancos”.

Meus breves comentários sobre as passagens acima foram feitos nas notas de rodapé. A perplexidade que verifico nas idéias de Marshall sobre o assunto reside, fundamentalmente, na introdução do conceito de “juro”, o qual pertence a uma economia monetária, num tratado que não leva em conta a moeda. O “juro”, na realidade, está fora de contexto na obra *Principles of Economics* de Marshall — pertence a outro ramo da matéria. O professor Pigou, de acordo com suas outras hipóteses tácitas, leva-nos a concluir (em sua obra *Economics of Welfare*) que a unidade de espera é a mesma que a unidade de investimento corrente e que a remuneração de espera tem o caráter de uma quase-renda; praticamente quase nunca menciona o juro — e tem razão em não o mencionar. Contudo, estes autores não estão tratando com

derássemos as “acumulações temporárias dos direitos de haver não exercidos sob forma de moeda bancária”. Mas o prof. Pigou, em *Industrial Fluctuations* (p. 22), explica claramente que tais acumulações não têm efeito sobre o que ele chama “poupança real”.

124 O texto a que o prof. Pigou se refere (*op. cit.*, p. 129-134) expõe seu ponto de vista sobre a medida em que a criação pelos bancos aumenta o fluxo de capital real disponível para os empresários. Na verdade, procura deduzir “do crédito fluante concedido aos empresários por meio de criação de crédito o capital fluante que teria sido fornecido por outros meios se os bancos não estivessem lá”. Depois de feitas estas deduções, o raciocínio torna-se bastante obscuro. Para começar, as pessoas que vivem de rendas (*rentiers*) têm uma renda de 1 500, da qual consomem 500 e economizam 1 000; o ato de criação de crédito reduz-lhes a renda a 1 300, da qual consomem 500 e economizam  $800 + x$ ; e  $x$ , conclui o prof. Pigou, representa o aumento líquido de capital que ficou disponível em razão da criação de crédito. Deve-se supor que a renda dos empresários é inflada pelo montante que eles conseguem emprestado dos bancos (depois de feitas as deduções citadas? Ou aumenta pelo valor 200, subtraído da renda dos *rentiers*?). Em qualquer das hipóteses, deve-se supor que poupam o total desse valor? O investimento suplementar é igual aos créditos criados menos as deduções? Ou é igual a  $x$ ? Parece que o raciocínio acaba onde deveria começar.



uma economia não monetária (se é que existe tal coisa); admitem claramente que se utiliza a moeda e que existe um sistema bancário. Igualmente, em *Industrial Fluctuations*, do professor Pigou (onde estuda sobretudo as flutuações da eficiência marginal do capital), ou em sua *Theory of Unemployment* (que é, primordialmente, um estudo das causas da variação no volume de emprego, na hipótese de que não exista desemprego involuntário), a taxa de juros tampouco representa um papel mais importante do que em sua obra *Economics of Welfare*.

## II

A passagem seguinte, extraída da obra *Principles of Political Economy* (p. 511), contém o essencial da teoria de Ricardo sobre a taxa de juros:

“O juro do dinheiro não é regulado pela taxa à qual o banco emprestará, seja ela de 5, 3 ou 2%, mas pela taxa de lucro que se pode obter do emprego do capital, a qual é inteiramente independente da quantidade ou do valor do dinheiro. Ainda que o Banco empreste um milhão, dez milhões ou cem milhões, isso não altera de modo permanente a taxa de juros do mercado, senão apenas o valor da moeda assim emitida. Em certo caso, poder-se-ia necessitar de dez ou vinte vezes mais dinheiro do que em outro para explorar o mesmo negócio. Os pedidos de empréstimos bancários dependem, portanto, da relação entre a taxa de lucro que se pode conseguir com seu emprego e aquela à qual o Banco está disposto a emprestá-los. Se esta última for menor que a taxa de juros do mercado, não haverá dinheiro bastante que não possa ser emprestado; se for maior, apenas os esbanjadores e os pródigos estarão dispostos a tomá-lo”.

Isto é tão claro que oferece um ponto de partida para uma melhor discussão das afirmações dos autores subseqüentes, os quais, sem realmente se afastarem da essência da doutrina ricardiana, se sentem, entretanto, constrangidos a ponto de procurarem refúgio em colocações nebulosas. Decerto, o que foi dito, como sempre acontece quando se trata de Ricardo, tem de ser interpretado como uma doutrina de longo prazo, com ênfase sobre a palavra “permanente” inserida no meio da passagem; e é interessante considerar as hipóteses necessárias para validar esta teoria.

Uma vez mais, a hipótese que se aplica é a hipótese clássica de que há sempre pleno emprego: desse modo, supondo a inexistência de mudanças na curva de oferta de trabalho em termos de produto, há apenas um nível possível de emprego no equilíbrio a longo prazo. Nesta hipótese, e com a usual condição de *coeteris paribus*, isto é, de que não haja nas propensões ou expectativas psicológicas nenhuma outra mudança além daquelas decorrentes de uma alteração na quantidade

de moeda, a teoria ricardiana é válida, no sentido de que, com base nessas hipóteses, resta apenas uma taxa de juros compatível com o pleno emprego a longo prazo. Ricardo e seus sucessores não deram a devida importância ao fato de que, mesmo a longo prazo, o nível de emprego não é necessariamente pleno, podendo alcançar níveis diversos e que a cada política bancária corresponde um nível de emprego diferente a longo prazo; em consequência, pode haver, a longo prazo, diversas posições de equilíbrio correspondentes às diversas políticas de juros suscetíveis de serem adotadas pela autoridade monetária.

Se Ricardo houvesse restringido a apresentação de seu argumento à sua aplicação apenas às variações da quantidade de moeda criada pela autoridade monetária, teria ainda sido correto, admitindo a hipótese de que os salários nominais fossem flexíveis. Em outros termos, se Ricardo houvesse sustentado que a taxa de juros não sofreria alteração permanente, embora a autoridade monetária fixasse em dez milhões ou em cem milhões a quantidade de moeda, a sua conclusão seria válida. Mas, se por política da autoridade monetária queremos significar, também, os termos em que essa autoridade aumentará ou diminuirá a quantidade de moeda, isto é, a taxa de juros à qual, seja por mudança no volume dos descontos seja por operações de mercado aberto, ela aumentará ou reduzirá suas disponibilidades — que é expressamente o que Ricardo está dizendo na citação acima —, então deixa de ser exato que a política monetária seja ineficaz ou que apenas uma única política seja compatível com o equilíbrio a longo prazo, embora, no caso extremo em que se supõe uma baixa ilimitada nos salários nominais em face do desemprego involuntário, em razão da inútil concorrência entre os trabalhadores desocupados, haja apenas duas posições possíveis a longo prazo — pleno emprego e nível de emprego correspondente à taxa de juros em que a preferência pela liquidez se torna absoluta (caso este volume de emprego seja inferior ao pleno emprego). Admitindo salários nominais flexíveis, a quantidade de moeda como tal é, com efeito, ineficaz a longo prazo; mas os termos em que a autoridade monetária modifica essa quantidade intervêm no esquema econômico como determinante real.

Vale a pena acrescentar que as últimas frases da citação sugerem que Ricardo não levou em conta as possíveis modificações na eficiência marginal do capital de acordo com o montante investido. Mas isto pode ser interpretado como um novo exemplo da sua maior coerência lógica, comparada à dos seus sucessores. Se tomarmos como dados o volume de emprego e das tendências psicológicas da comunidade, só pode, de fato, haver uma taxa possível de acumulação de capital. Ricardo oferece-nos a suprema realização intelectual, inatingível por espíritos menos privilegiados, de adotar um mundo hipotético distante da experiência, como se fora o próprio mundo da experiência, e, em seguida, de nele viver consistentemente. No caso da maior parte dos seus su-

cessores, é impossível evitar a interferência do “bom senso”, que causa prejuízos à coerência lógica.

### III

O professor von Mises propôs uma teoria peculiar da taxa de juros, a qual foi adotada pelo professor Hayek e também, creio eu, pelo professor Robbins. Segundo esta teoria, poder-se-iam identificar as variações da taxa de juros com as dos níveis de preços relativos dos bens de consumo e dos bens de capital.<sup>125</sup> O meio de chegar a esta conclusão não ficou claro. Mas o raciocínio parece desenvolver-se da seguinte maneira: através de uma simplificação um tanto drástica, a eficiência marginal do capital é considerada como medida pela relação entre os preços de oferta dos novos bens de consumo e por preços de oferta dos novos bens de produção.<sup>126</sup> Em seguida, esta relação é identificada com a taxa de juros. Chama-se a atenção para o fato de que uma baixa na taxa de juros é favorável ao investimento. *Ergo*, uma baixa na relação entre os preços dos bens de consumo e os bens de produção é favorável ao investimento.

Por este meio, cria-se um elo entre o incremento da poupança de um indivíduo e do investimento agregado, pois é sabido que o aumento da poupança individual faz baixar o preço dos bens de consumo e, possivelmente, em proporção bem maior que o dos bens de produção; portanto, isto significa, de acordo com o raciocínio precedente, uma redução da taxa de juros que estimulará o investimento. Torna-se, portanto, evidente que uma diminuição da eficiência marginal de certos bens de capital específicos e, em conseqüência, uma baixa da curva da eficiência marginal do capital em geral produzem um efeito exatamente oposto ao que presume o raciocínio anterior, pois o investimento é estimulado quer por uma *alta* da curva da eficiência marginal quer por uma *baixa* da taxa de juros. Por haver confundido a eficiência marginal do capital com a taxa de juros, o professor von Mises e seus discípulos chegaram a conclusões exatamente contrárias e erradas. Um bom exemplo de confusão desta espécie é o seguinte trecho do professor Alvin Hansen:<sup>127</sup>

“Alguns economistas sugeriram que uma redução dos gastos teria como resultado líquido um nível de preços dos bens de consumo inferior ao que existiria em outras condições e que, em

125 *The Theory of Money and Credit*. p. 339 *et pas.*, particularmente p. 363.

126 Num equilíbrio de longo prazo, poder-se-iam conceber hipóteses especiais em que este raciocínio seria exato, mas, quando os preços em questão são os que prevalecem em período de crise, é errado supor, a título de simplificação, que o empresário faz suas previsões como se esses preços devessem ser permanentes. Além disso, se o fizer, os preços de bens de produção existentes baixariam na mesma proporção que os preços dos bens de consumo.

127 *Economic Reconstruction*. p. 233.

conseqüência, o estímulo para o investimento em capital fixo tenderia a reduzir-se. Este ponto de vista é, contudo, incorreto e baseia-se numa confusão entre os efeitos que exercem respectivamente sobre a formação do capital: (1) da alta ou baixa do preço dos bens de consumo e (2) das variações da taxa de juros. É verdade que, em conseqüência da redução dos gastos e do aumento da poupança, os preços dos bens de consumo baixaram em relação aos dos bens de produção. Mas isto significa, na realidade, uma taxa de juros menor e uma taxa de juros menor provoca uma expansão do investimento de capital em áreas onde não seria lucrativo se as taxas fossem mais elevadas”.

# CAPÍTULO 15

## Os Incentivos Psicológicos e Empresariais para a Liquidez

### I

Cumpre-nos, agora, analisar mais detalhadamente os motivos da preferência pela liquidez que apresentamos, de forma introdutória, no capítulo 13. O assunto é substancialmente idêntico ao que, por vezes, tem sido estudado sob a designação de demanda de moeda. Isto se relaciona, também, de forma íntima, com aquilo que se tem chamado a velocidade-renda da moeda, pois a velocidade-renda da moeda mede simplesmente a proporção de renda que o público deseja conservar em forma de moeda, de tal modo que um aumento na velocidade-renda da moeda pode ser sintoma de uma redução na preferência pela liquidez. Todavia, não é a mesma coisa, uma vez que é em relação ao seu enfoque acumulado de poupança em vez de em relação à sua renda que o indivíduo pode exercer sua escolha entre a liquidez e a iliquidez. E, de qualquer maneira, a expressão “velocidade-renda da moeda” tem implícita a sugestão enganosa de assumir que a procura da moeda em conjunto seja proporcional ou tenha determinada relação com a renda; ora, conforme veremos, esta suposição só deverá aplicar-se a uma *parte* dos encaixes líquidos do público; como resultado disso não leva em conta o papel desempenhado pela taxa de juros.

Em minha obra *Treatise on Money* estudei a demanda total da moeda sob três designações: depósitos de renda, depósitos para negócios e depósitos de poupança, e parece-me desnecessário repetir aqui a análise do capítulo 3 dessa obra. O dinheiro guardado para cada um destes três motivos constitui, no entanto, um fundo único, que o seu detentor não precisa dividir em três compartimentos estanques, pois eles podem não ser nitidamente separados, nem mesmo em sua mente, e certa soma pode ser reservada primordialmente para um fim e, secundariamente, para outro. Destarte, podemos — de forma idêntica e, talvez, melhor — considerar a demanda agregada da moeda do indivíduo, em

determinadas circunstâncias, como uma decisão única, para a qual concorrem vários motivos diferentes.

Ao analisar estes motivos, é, apesar de tudo, conveniente classificá-los, como foi feito anteriormente, em categorias, a primeira das quais corresponde, em linhas gerais, aos depósitos de renda e aos depósitos para negócios, e as duas últimas aos depósitos de poupança. Já os apresentei sucintamente, no capítulo 13, sob as designações de motivo-transação, que pode ainda subdividir-se em motivo-renda e motivos-negócios, motivo-precaução e motivo-especulação.

(i) *O motivo-renda.* Uma das razões para conservar recursos líquidos é garantir a transição entre o recebimento e o desembolso da renda. A força deste motivo para induzir uma decisão de conservar um montante agregado de moeda dependerá, principalmente, do montante da renda e da duração normal do intervalo entre o seu recebimento e o seu desembolso. O conceito de velocidade-renda da moeda é estritamente apropriado apenas a este contexto.

(ii) *Os motivos-negócios.* Da mesma maneira, os recursos líquidos são conservados para assegurar o intervalo entre o momento em que começam as despesas e o do recebimento do produto das vendas, incluindo-se sob este título os recursos líquidos que conservam os empresários para garantir o intervalo entre a compra e a realização. A intensidade desta demanda dependerá, principalmente, do valor da produção corrente (e, portanto, do rendimento corrente) e do número de mãos através das quais passa essa produção.

(iii) *O motivo-precaução.* Entre outros motivos para conservar recursos líquidos, destacam-se os de atender às contingências inesperadas e às oportunidades imprevistas de realizar compras vantajosas e os de conservar um ativo de valor fixo em termos monetários para honrar uma obrigação estipulada em dinheiro.

A força desses três tipos de motivos dependerá, em parte, do custo e da segurança dos métodos para obter dinheiro em caso de necessidade, por meio de alguma forma de empréstimo temporário, especialmente retiradas a descoberto ou o seu equivalente, pois não há necessidade de conservar dinheiro ocioso para assegurar os intervalos se se pode obtê-lo sem dificuldade no momento oportuno. Sua força dependerá, também, do que podemos denominar o custo relativo da retenção de recursos líquidos. Se os recursos líquidos só podem ser retidos mediante o sacrifício da compra de um bem lucrativo, esta circunstância aumenta o custo relativo de sua retenção e, portanto, debilita o motivo para guardar certo montante de recursos líquidos. Se os depósitos auferem juros ou se se evitam despesas bancárias conservando o dinheiro, isso diminui o custo e reforça o motivo. Este fator,

contudo, pode ser de importância secundária, salvo em caso de grandes alterações no custo da retenção de recursos líquidos.

(iv) Resta *o motivo-especulação*. Ele requer um estudo mais detalhado que os outros, tanto pelo fato de ser menos compreendido, como por ser especialmente importante para transmitir os efeitos de uma *variação* na quantidade de moeda.

Em circunstâncias normais, o volume de moeda necessário para satisfazer os dois motivos, transação e precaução, é principalmente o resultado da atividade geral do sistema econômico e do nível da renda nacional em termos monetários. Todavia, a administração monetária (ou, em sua ausência, as mudanças fortuitas que podem advir da quantidade de moeda) faz sentir seu efeito sobre o sistema econômico por sua influência sobre o motivo-especulação. Isso porque a demanda de moeda para satisfazer os motivos anteriores é, em geral, insensível a qualquer influência que não a de uma alteração efetiva na atividade econômica geral e no nível da renda, ao passo que a experiência mostra que a demanda de moeda para satisfazer o motivo-especulação varia de modo contínuo sob o efeito de uma alteração gradual na taxa de juros, isto é, há uma curva contínua relacionando as variações na demanda de moeda para satisfazer o motivo-especulação com as que ocorrem na taxa de juros, devidas às variações no preço dos títulos e às dívidas de vencimentos diversos.

De fato, se assim não fosse, as operações de mercado aberto seriam impraticáveis. Eu disse que a experiência indica a relação constante há pouco mencionada porque de fato o sistema bancário está sempre apto, em circunstâncias normais, a comprar (ou vender) títulos e obrigações em troca de moeda, oferecendo por eles um preço de mercado modestamente maior (ou menor); e quanto maior for a quantidade de recursos líquidos que os bancos desejam criar (ou cancelar) pela compra (ou venda) de títulos e dívidas, maior deverá ser a baixa (ou alta) na taxa de juros. Entretanto, quando as operações de mercado aberto (como nos Estados Unidos em 1933-1934) se limitam à compra de títulos de vencimento muito próximo, o seu efeito pode, evidentemente, limitar-se à simples taxa de juros a prazo muito curto e provocar apenas ligeira reação sobre as taxas de juros a longo prazo, que são muito mais importantes.

Ao tratar do motivo de especulação, convém distinguir, entre as variações da taxa de juros, as que se devem a mudanças na oferta de moeda disponível para satisfazer esse motivo, sem que haja ocorrido alteração alguma na função de liquidez, e as que têm como causa principal as mudanças nas expectativas que afetam diretamente essa função. As operações de mercado aberto podem, sem dúvida, influir sobre a taxa de juros de ambas as maneiras, quer alterando o volume de moeda, quer dando origem a novas expectativas relativamente à

política futura do banco central ou do governo. As mudanças próprias da função de liquidez, resultantes de modificações nas informações que provocam revisão das previsões, são freqüentemente descontínuas e engendram descontinuidades correspondentes nas variações da taxa de juros. Decerto, só haverá lugar para uma atividade maior de negócios no mercado de títulos na medida em que a variação de informações for interpretada de modo diferente pelos diferentes indivíduos ou afete os interesses individuais de maneira desigual. Quando uma mudança no noticiário afeta a opinião e as necessidades de cada um de forma precisamente idêntica, a taxa de juros (tal como é indicada pelos preços de títulos e dívidas) se ajustará imediatamente à nova situação sem necessidade de quaisquer transações de mercado.

Assim sendo, no caso mais simples em que todos os indivíduos têm opiniões e interesses semelhantes, uma alteração nas circunstâncias ou nas expectativas não ocasionará nenhum deslocamento de moeda; apenas modificará a taxa de juros no grau necessário para contrabalançar o desejo que, no nível anterior de juro, cada indivíduo sentia no sentido de ajustar suas reservas líquidas às circunstâncias ou expectativas novas, e, desde que todos mudem, no mesmo grau, suas idéias quanto à taxa que os induzam a alterar suas reservas líquidas, não resultará transação alguma. A cada conjunto de circunstâncias e de expectativas corresponderá uma taxa de juros apropriada e nunca se verificarão suspeitas de alguém modificar suas reservas líquidas habituais.

De modo geral, entretanto, uma alteração nas circunstâncias ou expectativas provocará um reajuste nas reservas líquidas individuais — desde que, de fato, uma mudança influa nas idéias dos diferentes indivíduos de modo diverso, devido, em parte, às diferenças de meio ambiente e ao motivo que os levou a guardar dinheiro e, em parte, às diferenças de conhecimento e interpretação da nova situação. Desse modo, a nova posição de equilíbrio da taxa de juros estará associada a uma redistribuição da retenção dos recursos líquidos. Todavia, o que mais nos interessa é a mudança na taxa de juros e não a redistribuição dos recursos líquidos. Esta última é devida apenas a diferenças eventuais entre os indivíduos ao passo que o fenômeno essencial é o que ocorre no caso mais simples. Mais do que isso, mesmo no caso geral, a variação da taxa de juros é, comumente, o efeito mais importante da reação a uma mudança nas informações. O movimento nos preços dos títulos e obrigações está, como costumam dizer os jornais, “fora de qualquer proporção com a atividade dos negócios” — e é natural que assim o seja, tendo-se em vista que as reações dos diversos indivíduos às informações são muito mais similares do que dessemelhantes.

## II

Embora o montante de recursos líquidos que um indivíduo resolve conservar para satisfazer os motivos de transações e de precaução não



seja inteiramente independente do que ele conserva para satisfazer o motivo de especulação, podemos considerar, como uma abordagem inicial válida, estas duas categorias de recursos líquidos como sendo, em grande parte, independentes uma da outra. Conseqüentemente, para facilitar nossa análise apresentada a seguir, desdobraremos o problema deste ponto de vista.

Sejam  $M_1$  o montante de recursos líquidos conservado para satisfazer o motivo-transação e o motivo-precaução e  $M_2$  o montante conservado para satisfazer o motivo-especulação. Correspondendo a estes dois compartimentos de recursos líquidos temos, então, duas funções de liquidez  $L_1$  e  $L_2$ .  $L_1$  depende, principalmente, do nível de renda, enquanto  $L_2$  depende da relação entre a taxa corrente de juros e o estado das expectativas. Portanto,

$$M = M_1 + M_2 = L_1 (Y) + L_2 (r),$$

onde  $L_1$  é a função de liquidez correspondente à renda  $Y$ , que determina  $M_1$ , e  $L_2$  a função de liquidez em relação à taxa de juros  $r$ , que determina  $M_2$ . Isto leva à confusão de que há três questões a investigar: (i) a relação entre as variações de  $M$  e as de  $Y$  e  $r$ ; (ii) os fatores que determinam a forma de  $L_1$ ; (iii) os fatores que determinam a forma de  $L_2$ .

(i) A relação entre as variações de  $M$  e as de  $Y$  e  $r$  depende, na primeira instância, da maneira como ocorrem as variações de  $M$ . Suponhamos que  $M$  consista em moedas de ouro e que só possa variar em conseqüência de um incremento de renda nas atividades de mineração de ouro pertencente ao sistema econômico que está sendo examinado. Neste caso, as variações de  $M$  estão, na primeira instância, diretamente associadas às de  $Y$ , em se considerando que o novo ouro se acrescenta à renda de alguém. A situação é exatamente a mesma quando as variações de  $M$  são devidas a emissões de papel-moeda feitas pelo Governo para atender a suas despesas correntes; neste caso, também, o novo dinheiro se acrescenta à renda de alguém. O novo nível de renda, entretanto, não permanecerá suficientemente alto para que as necessidades de  $M_1$  absorvam todo o aumento de  $M$ ; e uma parte do dinheiro procurará saída na compra de títulos ou de outros bens até que  $r$  tenha baixado, de modo que provoque uma alta no montante de  $M_2$  e, ao mesmo tempo, estimule um aumento de  $Y$  a tal ponto que o novo dinheiro seja absorvido quer por  $M_2$  quer por  $M_1$ , o que corresponde ao aumento de  $Y$  ocasionado pela baixa de  $r$ . Este caso torna-se, assim, aproximadamente igual ao outro, em que o novo dinheiro só pode ser emitido, na primeira instância, por meio de um afrouxamento das condições de crédito por parte do sistema bancário, de modo que induza alguém a vender aos bancos um título ou letra em troca de nova moeda.

Estaremos, portanto, bem fundamentados se tomarmos o último caso como típico. Pode-se admitir que uma variação de  $M$  conduza a uma variação em  $r$ , e uma variação em  $r$  conduza a novo equilíbrio, em parte, por alterar  $M_2$  e, em parte, por modificar  $Y$  e conseqüentemente,  $M_1$ . Na posição de equilíbrio, a divisão do incremento de recursos líquidos entre  $M_1$  e  $M_2$  dependerá da reação do investimento a uma baixa na taxa de juros e da renda a um acréscimo do investimento.<sup>128</sup> Desde que  $Y$  depende, em parte, de  $r$ , segue que determinada variação em  $M$  terá de ocasionar uma variação suficiente em  $r$  para que a soma das variações resultantes de  $M_1$  e  $M_2$  seja igual à variação dada de  $M$ .

(ii) Nem sempre ficou claro se a velocidade-renda da moeda é definida como a proporção entre  $Y$  e  $M$  ou como a proporção entre  $Y$  e  $M_1$ . Proponho, contudo, tomá-la neste último sentido. Assim sendo, se  $V$  for a velocidade-renda da moeda, teremos,

$$L_1(Y) = \frac{Y}{V} = M_1.$$

Não há, naturalmente, nenhuma razão para supor que  $V$  seja constante. Seu valor dependerá do caráter da organização bancária e industrial, dos hábitos sociais, da distribuição da renda entre as diferentes classes e do custo real de conservar dinheiro ocioso. Não obstante isso, se tivermos um prazo curto em mente e se pudermos admitir que não haverá mudança substancial em nenhum destes fatores, poderemos considerar  $V$  quase constante.

(iii) Resta, finalmente, a questão da relação entre  $M_2$  e  $r$ . Vimos, no capítulo 13, que a *incerteza* das futuras variações na taxa de juros é a única explicação inteligível da preferência pela liquidez  $L_2$ , que justifica a conservação de recursos líquidos  $M_2$ . Segue-se, daí, que, entre certo montante e certa taxa de juros  $r$  não haverá relação quantitativa definida; o que importa não é o nível *absoluto* de  $r$ , mas o seu grau de divergência quanto ao que se considera um nível razoavelmente *seguro* de  $r$ , levando em conta os cálculos de probabilidade a que se recorre. Existem, entretanto, duas razões para crer que, em certo estado de expectativa, uma baixa de  $r$  estará associada a um aumento de  $M_2$ . Em primeiro lugar, se o nível de  $r$ , que a opinião geral considera *seguro*, permanece invariável, cada baixa de  $r$  diminui a taxa do mercado relativamente ao nível considerado “seguro” e, portanto, aumenta os riscos de liquidez; em segundo lugar, cada baixa de  $r$  reduz os lucros correntes provenientes da iliquidez, que está disponível como uma espécie de

128 Temos de postergar para o Livro Quinto a questão de saber o que determina o caráter do novo equilíbrio.

prêmio de seguro para compensar o risco de perda de capital, em quantidade igual à diferença entre os *quadrados* da taxa antiga de juros e da nova. Por exemplo, se a taxa de juros nas dívidas a longo prazo for de 4%, é preferível que se sacrifique a liquidez, a não ser que um balanço da probabilidade faça temer uma alta da taxa de juros a longo prazo superior a 4% do seu valor por ano, isto é, superior a 0,16% ao ano. Entretanto, se a taxa de juros for de 2%, o rendimento corrente apenas compensará uma alta eventual do juro de 0,04% ao ano. É este, de fato, o principal obstáculo para uma baixa muito acentuada da taxa de juros. A não ser que possam existir razões para crer que a experiência futura seja muito diferente da passada, uma taxa de juros a longo prazo de, digamos, 2% deixa mais a temer de que a esperar e, ao mesmo tempo, oferece um rendimento corrente que é apenas suficiente para compensar um ligeiro temor.

É, portanto, evidente que a taxa de juros é um fenômeno basicamente psicológico. Veremos, de fato, no Livro Quinto que ela não poderá manter-se em equilíbrio em um nível *inferior* ao que corresponde ao pleno emprego, porque nesse nível se produzirá um estado de inflação real, em que  $M_1$  absorverá quantidades sempre crescentes de dinheiro. Porém, num nível que esteja *acima* do correspondente ao pleno emprego, a taxa de juros a longo prazo dependerá não apenas da política corrente da autoridade monetária, mas também das expectativas do mercado no que se refere à sua política futura. A autoridade monetária controla, com facilidade, a taxa de juros a curto prazo, não só pelo fato de não ser difícil criar a convicção de que sua política não mudará sensivelmente em um futuro muito próximo, como também em virtude de a possível perda ser pequena, quando comparada com o rendimento corrente (a não ser que este chegue a ponto de ser quase nulo). Mas a taxa a longo prazo pode mostrar-se mais recalcitrante no momento em que caia a um nível que, com base na experiência passada e nas expectativas correntes da política monetária *futura*, a opinião abalizada considera "inseguro". Por exemplo, em um país ligado a um padrão-ouro internacional, uma taxa de juros inferior à prevalecente em qualquer outra parte será vista com justificável desconfiança; mesmo assim, uma taxa de juros interna elevada à paridade com a *mais alta* (a mais alta depois de considerados os riscos) existente nos outros países pertencentes ao sistema internacional pode estar muito acima do nível compatível com o pleno emprego interno.

Assim sendo, uma política monetária que a opinião pública considere experimental em sua natureza e facilmente sujeita a mudanças pode falhar no seu objetivo de reduzir consideravelmente a taxa de juros a longo prazo, porque  $M_2$  pode levar a um aumento quase sem limite em resposta a uma redução de  $r$  abaixo de certa cifra. A mesma política, por outro lado, pode ser facilmente bem-sucedida se a opinião pública julgá-la razoável e compatível com o interesse público, baseada

em convicção sólida e promovida por uma autoridade que não corra risco de ser suplantada.

Talvez fosse mais exato dizer que a taxa de juros seja um fenômeno altamente convencional do que basicamente psicológico, pois o seu valor observado depende sobremaneira do valor futuro que se lhe prevê. *Qualquer* taxa de juros aceita com suficiente convicção como *provavelmente* duradoura *será* duradoura; sujeita, naturalmente, em uma sociedade em mudança a flutuações originadas por diversos motivos, em torno do nível normal esperado. Em particular, quando  $M_1$  aumenta mais depressa que  $M$ , a taxa de juros subirá e *vice-versa*. Mas pode flutuar durante décadas ao redor de um nível cronicamente elevado demais para permitir o pleno emprego — particularmente se prevalecer a opinião de que o ajuste da taxa de juros se faz de maneira automática, se se julgar que o nível estabelecido pela convenção tenha suas raízes em bases objetivas, muito mais firmes que a convenção, uma vez que de modo algum está associada na mente do público ou das autoridades a idéia de não ser possível alcançar um nível ótimo de emprego, com a existência de uma gama inadequada de taxas de juros.

Já devem ser bastante evidentes para o leitor as dificuldades que se antepõem ao propósito de manter uma demanda efetiva de nível suficientemente alto para garantir o pleno emprego, resultantes da associação de uma taxa de juros a longo prazo convencional e bastante estável com uma eficiência marginal do capital inconstante e altamente instável.

Se quisermos tirar proveito de reflexões mais animadoras, temos de procurá-lo convictos de que a convenção nem sempre oferecerá muita resistência a uma lógica contundente e a um firme propósito da autoridade monetária. A opinião pública é suscetível de acostumar-se com bastante rapidez a uma baixa moderada da taxa de juros e, conseqüentemente, podem modificar-se as expectativas convencionais quanto ao futuro, preparando-se, assim, o caminho para um novo movimento — até certo ponto. A baixa da taxa de juros a longo prazo na Grã-Bretanha após ter sido abandonado o padrão-ouro fornece um exemplo interessante desse fato: os movimentos mais amplos realizaram-se por meio de uma série de saltos descontínuos, na medida em que a função de liquidez do público, que se acostumara às sucessivas reduções, ficou apta a responder a certos novos incentivos do noticiário ou da política das autoridades.

### III

Podemos resumir a proposição acima estabelecendo que, em qualquer estado de expectativa, há na mente do público certa inclinação para conservar dinheiro líquido em quantidade superior à que requer o motivo de transação ou o motivo de precaução, que se traduzirá em detenção efetiva de moeda, dependendo dos termos em que a autoridade

monetária se acha disposta a criar recursos líquidos. É esta potencialidade que resume a função de liquidez  $L_2$ .

A cada montante da quantidade de moeda criada pela autoridade monetária corresponderá, portanto, *coeteris paribus*, determinada taxa de juros ou, mais estritamente, determinado complexo de taxas de juros para as dívidas de diversos vencimentos. A mesma proposição, entretanto, aplica-se para qualquer outro fator do sistema econômico isoladamente considerado. Assim sendo, esta análise só será útil e significativa quando houver alguma relação particularmente direta ou objetiva entre as variações na quantidade de moeda e as que se verifiquem na taxa de juros. A razão que nos leva a supor a existência de tal relação especial é inspirada pelo fato de que, falando em termos gerais, o sistema bancário e a autoridade monetária negociam com dinheiro e dívidas e não com valores ou bens de consumo.

Se a autoridade monetária estivesse disposta a operar em termos especificados nos dois sentidos com dívidas de qualquer vencimento e, mais ainda, se estivesse disposta a operar com dívidas de riscos variáveis, a relação entre o complexo das taxas de juros e a quantidade de moeda seria direta. O complexo das taxas de juros exprimiria, apenas, os termos em que o sistema bancário estivesse disposto a adquirir ou ceder as dívidas; e a quantidade de dinheiro seria igual ao montante que pudesse encontrar retenção na posse de indivíduos que — consideradas todas as circunstâncias relevantes — preferissem o controle de recursos líquidos a cedê-los em troca de dívidas, nas condições indicadas pela taxa de juros do mercado. A melhoria prática mais importante que talvez se pudesse introduzir na técnica de administração monetária seria a substituição da taxa de desconto única para os títulos a curto prazo, por uma oferta complexa do banco central de comprar e vender a preços fixados os títulos e papéis de primeira linha de qualquer prazo.

Hoje, entretanto, na prática real, como os preços das dívidas, conforme fixados pelo sistema bancário, são “efetivos” nos mercados, querendo dizer com isso que são esses preços que governam o preço corrente de mercado, a magnitude deles varia segundo as características dos diversos sistemas. Às vezes ela é mais efetiva num sentido que noutro, significando isso que o sistema bancário pode comprometer-se a comprar dívidas a certo preço, mas não necessariamente a vendê-las por um montante que represente apenas uma comissão de corretagem, embora não haja nenhuma razão para impedir que o preço se torne efetivo nos dois sentidos com a ajuda de operações de mercado aberto. Existe, também, uma exceção importante que surge do fato de a autoridade monetária não estar, por via de regra, disposta a negociar, com a mesma facilidade, dívidas de qualquer vencimento. A autoridade monetária geralmente tende, na prática, a concentrar sua atividade nas dívidas a curto prazo, e a deixar o preço das obrigações de longo

prazo sob a influência tardia e imperfeita das reações provenientes do preço das dívidas de curto prazo — embora, também aqui, não haja motivo algum que a obrigue a agir desta maneira. Nas circunstâncias em que estas exceções intervêm, a relação direta entre a taxa de juros e a quantidade de dinheiro sofre modificações. Na Grã-Bretanha, parece que o campo de controle deliberado vai alargando-se. Mas cada vez que se aplica a presente teoria a casos particulares, convém levar em conta as características especiais do método realmente empregado pela autoridade monetária. Se a autoridade monetária negocia apenas com dívidas a curto prazo, deve-se examinar que influências exercem o preço corrente e o preço prospectivo dos títulos de curto prazo sobre as dívidas de vencimentos mais prolongados.

Diante disso, há certas limitações na capacidade da autoridade monetária no sentido de estabelecer certo complexo de taxas de juros para dívidas de diferentes prazos e riscos, que podem resumir-se da seguinte maneira:

(1) Há limites que a própria autoridade se impõe aplicando restrições a suas operações de modo que negocie apenas com dívidas de um tipo particular.

(2) Há a possibilidade, por motivos expostos anteriormente, de que, tão logo a taxa de juros haja baixado a certo nível, a preferência pela liquidez se torne virtualmente absoluta, no sentido de que todos preferam manter recursos líquidos a conservar uma dívida que rende uma taxa de juros tão baixa. Nesse caso, a autoridade monetária teria perdido o controle efetivo sobre a taxa de juros. Mas, conquanto este caso extremo possa vir a ter importância prática no futuro, não conheço ainda nenhum exemplo do mesmo. De fato, considerando a relutância da maioria das autoridades monetárias em operar destemidamente com dívidas a longo prazo, não se ofereceram muitas oportunidades para fazer uma prova semelhante. Ademais, se tal situação se apresentasse, significaria que a própria autoridade pública poderia obter empréstimos em escala limitada do sistema bancário a uma taxa de juros nominal.

(3) Os exemplos mais notáveis de um colapso completo da estabilidade da taxa de juros, em virtude de nivelamento da função de liquidez em uma direção ou em outra, ocorreram em circunstâncias muito anormais. A Rússia e a Europa Central conheceram, depois da guerra, uma crise ou fuga da moeda, durante a qual não se podia induzir ninguém a conservar, de forma alguma, haveres em dinheiro ou dívidas; mesmo uma taxa de juros elevada e crescente foi incapaz de manter o ritmo da eficiência marginal do capital (especialmente em

se tratando de estoque de bens líquidos) sob a influência da previsão de uma baixa ulterior maior no valor do dinheiro; enquanto isso, nos Estados Unidos, em certos períodos de 1932, verificou-se uma crise de natureza oposta — uma crise financeira ou de liquidação, quando foi impossível convencer praticamente qualquer pessoa a desfazer-se dos seus haveres líquidos, em qualquer condição razoável.

(4) Resta, finalmente, a dificuldade já examinada na seção IV do capítulo 11, p. 53, que impede a taxa de juros efetiva de baixar além de certa cifra, dificuldade esta que pode tornar-se séria numa época de taxas de juros baixas, ou seja, os custos intermediários de estabelecer o contato entre o mutuário e o mutuante final, bem como na margem para risco, especialmente para o risco moral, que o mutuante exige além da taxa de juros pura. Ao se verificar um declínio na taxa de juros pura, não segue, como conseqüência natural, um declínio *pari passu* das margens para despesas e riscos. Assim sendo, a taxa de juros que há de pagar o mutuário típico pode baixar mais lentamente que a taxa de juros pura e, conforme os métodos da organização bancária e financeira existente, pode ser impossível trazê-la abaixo de certa cifra mínima. Este fato adquire importância especial quando o risco moral é calculado num valor apreciável, pois, quando o risco provém de dúvidas que o mutuante vislumbra sobre a honestidade do mutuário, este, que não tenciona ser desonesto, nada tem para compensar o encargo maior que daí lhe resulta. Esse mesmo fator é também importante no caso dos empréstimos a curto prazo (por exemplo, os empréstimos bancários), quando os custos de captação são elevados, pois um banco pode ser obrigado a cobrar aos seus clientes de 1,5 a 2%, mesmo que a taxa de juros pura seja nula para o mutuante.

#### IV

Antecipando aquilo que será objeto do capítulo 21, mais adiante, talvez convenha indicar brevemente, a esta altura, a relação do que foi dito acima com a teoria quantitativa da moeda.

Numa sociedade estática ou numa sociedade em que, por qualquer outra razão, ninguém experimente nenhuma incerteza sobre as futuras taxas de juros, a função de liquidez  $L_2$  ou a propensão a entesourar (como poderíamos chamar-lhe) será sempre zero quando em equilíbrio. Portanto, em estado de equilíbrio,  $M_2 = 0$  e  $M = M_1$ ; de modo que qualquer variação em  $M$  fará com que a taxa de juros flutue até que o rendimento alcance um nível no qual a variação  $M_1$  seja igual à que se supõe que ocorre em  $M$ . Ora, sendo  $V$  a velocidade-renda da moeda, tal como foi antes definida, e  $Y$  a renda agregada, temos  $M_1 V = Y$ . Portanto, se é possível medir a quantidade  $Y$  e o preço  $P$  da produção

corrente, temos  $Y = OP$  e, portanto,  $MV = OP$ , relação que tem muita analogia com a teoria quantitativa da moeda em sua forma tradicional.<sup>129</sup>

Para os propósitos do mundo real, uma grande falha da teoria quantitativa é que ela não faz distinção entre as variações nos preços, que são uma função das variações da produção, e as que provêm das modificações na unidade de salário.<sup>130</sup> Esta omissão talvez possa ser explicada pelas hipóteses de que nunca há propensão a entesourar e que há sempre pleno emprego, pois, neste caso, sendo  $O$  constante e  $M_2$  igual a zero, segue-se, se também pudermos tomar  $V$  como constante, que tanto a unidade de salários quanto o nível de preços são diretamente proporcionais à quantidade de moeda.

129 Se tivéssemos definido  $V$  não igual a  $Y/M_1$ , mas igual a  $Y/M$ , naturalmente a teoria quantitativa seria um truismo que se mantém em qualquer circunstância, embora sem nenhum significado.

130 Este ponto será desenvolvido mais amplamente no cap. 21.



# CAPÍTULO 16

## Observações Diversas Sobre a Natureza do Capital

### I

Um ato de poupança individual significa — por assim dizer — uma decisão de não jantar hoje, mas *não* implica, necessariamente, a decisão de jantar ou de comprar um par de sapatos daqui a uma semana ou um ano, ou de consumir uma coisa específica numa data especificada. Assim sendo, produz um efeito depressivo sobre as atividades econômicas aplicadas na preparação do jantar de hoje, sem estimular as que prepararam algum ato futuro de consumo. Não é uma substituição da demanda de consumo presente por uma demanda de consumo futuro, mas apenas uma diminuição líquida desta demanda. Além disso, a expectativa de consumo futuro está de tal modo baseada no conhecimento do consumo presente que qualquer redução do último provavelmente deprimirá o primeiro, com o resultado de que esse ato de poupança não apenas fará baixar o preço dos bens de consumo, independentemente da eficiência marginal do capital existente, como também pode enfraquecer esta última. Nesse caso pode reduzir a demanda de investimento atual tanto quanto a demanda de consumo presente.

Se a poupança consistisse não apenas em abster-se de um consumo presente, mas também em fazer, simultaneamente, uma reserva específica para um consumo posterior, o resultado poderia ser bem diferente. Aumentaria, pois, em tal caso, a expectativa de tirar certo rendimento do investimento, e os recursos liberados da disposição do consumo presente poderiam ser utilizados na provisão do consumo futuro. Não que esses recursos o fossem, mesmo neste caso, numa escala necessariamente *igual* ao montante dos recursos liberados, visto que o intervalo desejado de espera poderia exigir um método de produção tão desfavoravelmente “indireto” que a sua eficiência se tornasse bastante inferior à taxa de juros corrente; então, o efeito favorável ao

emprego determinado por uma encomenda para consumo futuro não se manifestaria logo, senão numa data posterior, de tal modo que a consequência *imediate* do ato de poupar continuaria sendo ainda adversa ao emprego. De qualquer maneira, uma decisão individual de poupar não significa, de fato, emitir um pedido concreto para consumo posterior, mas apenas o cancelamento de um pedido presente. Assim sendo, admitindo-se que a expectativa de consumo seja a única *raison d'être* do emprego, não há nenhum paradoxo na conclusão de que uma diminuição na propensão a consumir tenha, *coeteris paribus*, um efeito depressivo sobre o emprego.

A dificuldade surge do fato de que o ato de poupar supõe não uma substituição do consumo presente por algum consumo adicional específico, cuja preparação exija tanta atividade econômica quanto a que se necessitaria para o consumo equivalente à soma poupada, mas antes um desejo de "riqueza" como tal, isto é, a possibilidade de consumir um artigo indeterminado em uma data indeterminada. A idéia absurda, embora quase universal, de que um ato de poupança individual é tão favorável à procura efetiva quanto outro de consumo individual, emana da falácia, muito mais plausível do que a conclusão dela derivada, de que o desejo de possuir mais riqueza, sendo mais ou menos idêntico ao de fazer mais investimentos, deve, aumentando a procura de investimento, estimular a produção respectiva; de onde segue que a poupança individual favorece o investimento corrente à mesma medida que diminui o consumo atual.

É muito difícil eliminar esta falácia da mente dos homens. Ela provém da suposição de que o proprietário de riqueza deseja um bem de capital *por si mesmo* quando, na realidade, o que ele realmente deseja é o seu *rendimento provável*. Ora, este rendimento provável depende inteiramente da previsão da procura efetiva em relação às futuras condições da oferta. Portanto, se um ato de poupança nada faz por melhorar o rendimento provável, também em nada contribuirá para estimular o investimento. Além disso, para que um indivíduo que poupa possa atingir o seu fim, que é o de adquirir riqueza, não é necessário que um *novo* bem de capital seja produzido para satisfazê-lo. O mero ato de poupar realizado por um indivíduo, sendo *bilateral*, como demonstramos antes, obriga outro indivíduo a transferir-lhe alguma riqueza, velha ou nova. Cada ato de poupança implica transferência "forçada" inevitável de riqueza a quem poupa, embora este, por sua vez, possa sofrer as consequências da poupança dos outros. Essas transferências de riqueza não requerem a criação de riqueza nova — na realidade, como vimos, podem ser ativamente antagônicas. A criação de riqueza nova depende inteiramente de que o seu rendimento provável alcance o nível estabelecido para a taxa corrente de juros. O rendimento provável do novo investimento marginal não aumenta pelo fato de que

alguém deseje aumentar sua riqueza, pois que ele depende da expectativa de procura de determinado bem em data determinada.

Não escapamos a esta conclusão argumentando que o possuidor de riqueza deseja não um rendimento provável determinado, porém o rendimento provável mais vantajoso entre os que lhe são oferecidos, de maneira que um desejo maior de possuir riqueza reduz o rendimento provável com que terão de confrontar-se os produtores de novos investimentos. Este raciocínio não considera, pois, o fato de que sempre se pode opor uma alternativa à propriedade de bens reais de capital, ou seja, a propriedade de dinheiro ou débitos; desse modo o rendimento provável com que terão de contentar-se os produtores de investimentos novos não pode baixar além do nível fixado para a taxa de juros corrente. E a taxa de juros corrente depende, conforme vimos, não da intensidade do desejo de possuir riqueza, mas da intensidade do desejo de conservá-la respectivamente em forma líquida ou ilíquida, aliada à magnitude da oferta de riqueza, numa dessas formas em relação à sua oferta na outra. Se o leitor se acha ainda perplexo, pergunte-se por que, permanecendo inalterada a quantidade de dinheiro, um novo ato de poupança deveria diminuir a soma que se deseja conservar em forma líquida à taxa existente de juros.

Examinaremos no próximo capítulo algumas dificuldades mais sérias que podem apresentar-se quando tentamos aprofundar-nos nas razões de como e por que isso ocorre.

## II

Em vez de dizer do capital que ele é *produtivo*, é preferível dizer que ele fornece no curso da sua existência um rendimento excedente sobre seu custo original. A única razão, pois, pela qual um bem permite uma expectativa de render, durante sua existência, serviços com um valor agregado superior ao seu preço de oferta inicial deve-se ao fato de que é *escasso*; e continua sendo escasso pela concorrência da taxa de juros do dinheiro. À medida que o capital se torna menos escasso o excedente de rendimento diminuirá sem que ele se torne por isso menos produtivo — pelo menos no sentido físico.

Por isso, eu aceito a doutrina pré-clássica de que tudo é *produzido* pelo *trabalho*, além da ajuda do que antes era chamado de arte e agora se chama técnica, dos recursos naturais isentos de custos ou que custam uma renda, conforme sua escassez ou abundância, e dos resultados do trabalho anterior, incorporados aos bens patrimoniais, que auferem, também, um preço variável segundo sua escassez ou abundância. É preferível considerar o trabalho, incluindo, naturalmente, os serviços pessoais do empresário e de seus colaboradores, como o único fator da produção, operando dentro de um ambiente de técnica recursos naturais, equipamentos e procura efetiva. Isto explica, em parte, por que pudemos tomar a unidade de trabalho como a única unidade física de

que necessitamos em nosso sistema econômico, à parte das unidades de moeda e de tempo.

É verdade que certos processos longos e indiretos são fisicamente eficientes, embora o mesmo aconteça com alguns processos curtos. Os processos longos não derivam sua eficiência tendo como causa a sua extensão. Alguns deles, provavelmente a maior parte, seriam fisicamente muito ineficientes em virtude das probabilidades de perdas e de estragos causados pelo tempo.<sup>131</sup> Para determinada força de trabalho há um limite definido no tocante à quantidade de trabalho suscetível de ser incorporado nos processos indiretos que pode ser usado vantajosamente. Fora de outras considerações, deve haver uma proporção definida entre a quantidade de trabalho empregada em construir máquinas e a que será empregada em utilizá-las. A quantidade final de *valor* obtido não aumenta indefinidamente em relação à quantidade de trabalho empregado, na medida em que os processos adotados se tornam cada vez mais indiretos, mesmo no caso de a sua eficiência física continuar aumentando. Só no caso de o desejo de adiar o consumo ser bastante intenso para criar uma situação em que o pleno emprego exigisse um volume de investimento suficientemente grande para tornar negativa a eficiência marginal do capital seria vantajoso um processo pelo simples fato de ser demorado; nesse caso deveríamos adotar os processos que são fisicamente *ineficientes*, desde que fossem bastante longos para que o lucro proporcionado pelo adiamento equilibrasse a sua eficiência. Acabaríamos encontrando-nos, de fato, numa situação em que os processos *curtos* teriam de conservar-se bastante escassos para que sua eficiência física compensasse a desvantagem da pronta entrega do seu produto. Uma teoria correta, portanto, deve ser reversível, de modo que possa incluir os casos de eficiência marginal do capital correspondentes a uma taxa de juros tanto positiva quanto negativa, e, no meu entender, só a teoria da escassez, esboçada acima, tem esta propriedade. Além disto, há inúmeras razões para que as diversas espécies de serviços e facilidades sejam escassas e, portanto, dispendiosas, relativamente à quantidade de trabalho que lhes está incorporada. Por exemplo, os processos dos quais emana mau cheiro implicam remuneração maior, pois de outro modo não se encontraria gente para os executar. O mesmo sucede com os processos arriscados. Entretanto, não delineamos uma teoria da produtividade com base em processos dos quais emane mau cheiro ou que sejam arriscados. Em resumo, nem todo o trabalho se realiza em circunstâncias igualmente agradáveis, e as condições de equilíbrio exigem que os artigos produzidos em condições menos atraentes (caracterizadas pelo mau cheiro, o risco ou o lapso de tempo) continuem bastante escassos para que se

131 Cf. a nota de Marshall sobre Böhm-Bawerk. *Principles*. p. 583.

lhes atribua um preço mais elevado. Se o transcurso de tempo se torna, porém, uma circunstância agradável, o que pode muito bem ser o caso, e já o é para muitos indivíduos, então, como disse antes, são os processos curtos que devem continuar suficientemente escassos.

Dado o grau ótimo em que um processo possa ser indireto, escolheremos, naturalmente, os processos indiretos mais eficientes que possamos encontrar para atingir o total requerido. Esse grau ótimo em si mesmo deveria ser adequado para satisfazer, nas datas correspondentes, a parte da demanda dos consumidores cujo adiamento se deseja. Em condições ótimas, o que se quer dizer é que a produção deve ser organizada de maneira mais eficiente para que seja compatível com a entrega nas datas em que se espera que a demanda dos consumidores se torne efetiva. Nada adianta produzir para entrega em datas diferentes destas, ainda que a mudança das datas de entrega pudesse aumentar a produção física — salvo se, por assim dizer, a perspectiva de uma refeição mais abundante induzir o consumidor a antecipar ou a retardar a hora de jantar. Se depois de ouvir todos os pormenores sobre os pratos que pode obter marcando o jantar para horas diferentes espera-se que o consumidor se decida pelas 8 horas, compete ao cozinheiro preparar a melhor refeição que possa ser servida a essa hora, sem levar em conta que às 7:30, 8 horas ou 8:30 poderia ser o horário que mais lhe conviria se o tempo não fosse levado em consideração, de um modo ou de outro, e se sua única tarefa consistisse em preparar absolutamente o melhor jantar possível. Em certas fases da sociedade, talvez pudéssemos obter refeições fisicamente melhores jantando mais tarde do que costumamos, mas é igualmente concebível que, em outras fases, as conseguíssemos melhores fazendo-o mais cedo. Como dissemos antes, nossa teoria é aplicável às duas contingências.

Se a taxa de juros fosse zero, haveria um intervalo ótimo para qualquer artigo dado, entre a data média do início de sua fabricação e a data de consumo, para o qual o custo em trabalho seria mínimo; um processo de produção mais curto seria tecnicamente menos eficiente, ao passo que um processo mais longo seria, também, menos eficiente, em virtude das despesas de armazenagem e de deterioração. Contudo, se a taxa estiver acima de zero, introduz-se um novo elemento de custo que aumenta com a duração do processo; desse modo, o intervalo ótimo se reduzirá e a fabricação corrente para entrega eventual do artigo terá de ser diminuída até que o preço provável tenha subido o suficiente para cobrir o aumento do custo — um custo que se elevará tanto pelos encargos do juro quanto pela menor eficiência do método abreviado de produção. Do contrário, se a taxa de juros cair abaixo de zero (admitindo que isto seja tecnicamente possível), o inverso se verificará. Dada a provável demanda dos consumidores, em vez de se iniciar a produção corrente hoje, tem-se a alternativa de começá-la em data posterior. Conseqüentemente, o início da produção corrente só se justificaria quan-

do seu baixo custo, em virtude de maior eficiência técnica ou de perspectivas de variações de preços, ao se produzir hoje ou em data posterior, for insuficiente para compensar o rendimento menor de juros negativos. No caso da grande maioria dos artigos, seria de grande *ineficiência* técnica o início de sua produção em uma época que se pode considerar modestamente anterior ao seu provável consumo. Deste modo, mesmo que a taxa de juros seja zero, há um limite estrito para a proporção da demanda provável dos consumidores que convém começar a atender de antemão; e, se a taxa de juros sobe, a proporção da demanda provável dos consumidores para a qual convém produzir hoje restringe-se *pari passu*.

### III

Vimos que, a longo prazo, o capital deve conservar-se suficientemente escasso para que a sua eficiência marginal seja pelo menos igual à taxa de juros correspondentes à duração de sua existência, tal como o determinam as condições psicológicas e institucionais. Que significaria isso para uma sociedade tão bem provida de capital, cuja eficiência marginal fosse zero e se tornasse negativa em consequência de um investimento suplementar, mesmo possuindo um sistema monetário em que o dinheiro “conserva” o seu valor, envolvendo apenas despesas de armazenagem e conservação de pouca monta, de modo que, na prática, o juro não possa ser negativo, e que em situação de pleno emprego estivesse disposta a poupar?

Se, em tais circunstâncias, partimos da posição de pleno emprego, os empresários terão, naturalmente, prejuízos se continuarem a oferecer emprego em uma escala que utilize a totalidade do capital existente. Em consequência o estoque de capital e o volume de emprego terão de reduzir-se até que a comunidade se ache bastante pobre para que a poupança agregada seja nula, neutralizando-se a poupança positiva de certos indivíduos ou grupos pela poupança negativa de outros. Para uma sociedade tal como a que acabamos de supor, a situação de equilíbrio em regime de *laissez-faire* será aquela em que o emprego seja bastante baixo e o nível de vida suficientemente miserável para levar as poupanças a zero. O mais provável é que haja um movimento cíclico em redor desta posição de equilíbrio. Se persiste, pois, a incerteza a respeito do futuro, a eficiência marginal do capital subirá ocasionalmente acima de zero, levando a uma “expansão”, e na “depressão” seguinte o estoque de capital pode baixar durante certo tempo a um nível inferior ao que determinaria, a longo prazo, uma eficiência marginal de zero. Supondo previsões corretas, o nível de equilíbrio do estoque de capital, ao qual corresponderá uma eficiência marginal de zero será, naturalmente, inferior ao correspondente ao pleno emprego da mão-de-obra disponível, pois o equipamento que corresponde a essa proporção de desemprego será o que assegurar uma poupança nula.

A única outra posição de equilíbrio possível seria uma situação em que um estoque de capital bastante elevado, para ter uma eficiência marginal nula, representasse, também, uma quantidade de riqueza suficiente para saciar por completo o desejo agregado do público de atender ao futuro, mesmo em situação de pleno emprego, em circunstâncias tais que nenhuma bonificação em forma de juro pudesse ser obtida. Contudo, seria uma coincidência improvável que a propensão a poupar em condições de pleno emprego se satisfizesse justamente no instante em que o estoque de capital atinge o montante que torna nula a sua eficiência marginal. Por conseguinte, se esta possibilidade mais favorável intervém, deve normalmente produzir-se não no momento exato em que a taxa de juro se anula, mas em algum momento anterior, durante o declínio progressivo da taxa de juros.

Admitimos até agora um fator institucional que não permite taxa de juros negativa, o que se caracteriza por moeda para a qual as despesas de conservação são muito pequenas. Existem, de fato, fatores institucionais e fatores psicológicos que marcam limite muito acima de zero para o declínio praticamente possível da taxa de juros. Em especial, os custos de estabelecimento de contato entre os mutuários e mutuantes e a incerteza quanto ao futuro da taxa de juros, que já examinamos antes, fixam um limite mínimo que, nas circunstâncias presentes, talvez não seja inferior a 2 ou 2,5% a longo prazo. Se isto for exato, em breve poderá apresentar-se na prática a desagradável possibilidade de um estoque crescente de riqueza, em condições que impedem a taxa de juros de baixar mais em um regime de *laissez-faire*. Além disso, se o mínimo abaixo do qual é praticamente impossível fazer cair a taxa de juros estiver sensivelmente acima de zero, menor é a probabilidade de que o desejo agregado de acumular riqueza se sacie antes de a taxa de juros haver alcançado seu nível mínimo.

As experiências do pós-guerra da Grã-Bretanha e dos Estados Unidos oferecem exemplos reais de como uma acumulação de riqueza — tão grande que sua eficiência marginal tenha caído mais rapidamente do que é possível à taxa de juros baixar diante dos fatores institucionais e psicológicos prevaletentes — pode interferir, em condições principalmente de *laissez-faire*, com um volume de emprego razoável e com o nível de vida que as condições técnicas de produção são capazes de proporcionar.

Daí resulta que, se duas comunidades iguais dispõem da mesma técnica, mas de diferentes estoques de capital, a comunidade que tem menor estoque de capital poderá gozar, durante certo tempo, de um nível de vida mais alto que a comunidade possuidora de maiores estoques; todavia, quando a comunidade mais pobre alcançar a mais rica — o que é de se presumir que eventualmente aconteça — ambas conhecerão a sorte de Midas. Esta conclusão pessimista está, naturalmente, sujeita à hipótese de que a propensão a consumir e o fluxo de

investimento, em vez de serem deliberadamente controlados a bem do interesse social, sejam, em grande parte, abandonados pela influência do *laissez-faire*.

Se — por qualquer razão — a queda da taxa de juros não puder ser tão rápida quanto a queda da eficiência marginal do capital determinada por uma acumulação correspondente ao que a comunidade preferiria poupar a uma taxa de juros igual à eficiência marginal do capital em situação de pleno emprego, então mesmo um desvio do desejo de guardar riqueza para a aquisição de bens que, de fato, não produzirão nenhum fruto econômico, aumentará o bem-estar econômico. O dia em que a abundância de capital venha a interferir com a abundância da produção pode ser postergado à medida que os milionários encontrem satisfação em edificar vastas mansões para nelas morarem enquanto vivos e pirâmides para se recolherem depois de mortos, ou, arrependidos de seus pecados, levantem catedrais e dotem mosteiros ou missões no estrangeiro. “Cavar buracos no chão” à custa da poupança não só aumentará o emprego, como também a renda nacional em bens e serviços úteis. Contudo, não é razoável que uma comunidade sensata concorde em depender de paliativos tão fortuitos e freqüentemente tão extravagantes, quando já sabemos de que influências depende a demanda efetiva.

#### IV

Suponhamos que se tomem medidas para que a taxa de juros seja compatível com o investimento que corresponde ao pleno emprego. Suponhamos, ademais, que a ação do Estado intervenha como elemento de equilíbrio para regular o crescimento do capital e impedir que ele tenda para o seu ponto de saturação a uma velocidade capaz de impor à geração presente uma redução excessiva de seu padrão de vida.

Dadas estas hipóteses, suponho que uma comunidade racionalmente dirigida e provida de recursos técnicos modernos, e cuja população não cresça rapidamente, seria capaz, no espaço de uma única geração, de reduzir a eficiência marginal do capital a um nível de equilíbrio próximo de zero, de tal modo que atingiríamos as condições de uma comunidade quase estacionária, na qual as mudanças e os progressos resultariam unicamente de modificações em técnicas, gostos, população e instituições, vendendo-se os produtos do capital a um preço em proporção ao trabalho etc. a eles incorporados, justamente com os princípios que regem os preços dos bens de consumo nos quais os encargos de capital entram em proporção insignificante.

Se tenho razão em supor que é relativamente fácil tornar os bens de capital tão abundantes que sua eficiência marginal seja zero, este pode ser o caminho mais razoável para eliminar gradualmente a maioria das características repreensíveis do capitalismo. Um instante de reflexão mostrará as enormes mudanças sociais que resultariam do



desaparecimento progressivo de uma taxa de rendimento sobre a riqueza acumulada. Qualquer pessoa poderia ainda acumular o rendimento de seu trabalho com a intenção de o gastar em data posterior. Mas sua acumulação não cresceria. Ela estaria simplesmente na posição do pai de Pope que, ao retirar-se dos negócios, levou um baú cheio de guinéus para sua vila de Twickenham para atender às despesas domésticas na medida de suas necessidades.

Embora o rendeiro desaparecesse, continuaria, entretanto, havendo lugar para o empreendimento e para a habilidade na estimativa dos rendimentos prováveis, suscetíveis das mais diferentes opiniões. O que ficou dito refere-se, pois, em primeiro lugar, à pura taxa de juros, independentemente de qualquer previsão para o risco e circunstâncias semelhantes, e não ao rendimento bruto dos valores patrimoniais, incluindo a retribuição referente ao risco. Destarte, a não ser que a taxa de juros se mantivesse num nível negativo, haveria ainda um rendimento positivo para o investimento sensato em determinados valores patrimoniais apresentando certa probabilidade de lucro. Desde que houvesse determinada relutância em correr riscos, haveria também um rendimento líquido positivo do conjunto de tais valores durante um período de tempo. Não é provável, porém, que, nessas circunstâncias, houvesse tal avidez de obter uma renda dos investimentos duvidosos que, em conjunto, seu rendimento líquido acabasse sendo *negativo*.

# CAPÍTULO 17

## As Propriedades Essenciais dos Juros e do Dinheiro

### I

A taxa de juros sobre o dinheiro parece, portanto, representar um papel especial na fixação de um limite ao volume de emprego, visto marcar o nível que deve alcançar a eficiência marginal de um bem de capital para que ele se torne objeto de nova produção. Que isto deva ser assim é, à primeira vista, muito confuso. É natural que se indague, então, qual é a peculiaridade que distingue o dinheiro de outros valores patrimoniais, procurando determinar se apenas o dinheiro possui uma taxa de juros, bem como o que acontece numa economia não monetária. Enquanto não tivermos encontrado respostas a estas questões, o sentido da nossa teoria não se tornará suficientemente claro.

A taxa monetária de juros — queremos chamar a atenção do leitor — outra coisa não é que a percentagem de excedentes de uma soma de dinheiro contratada para entrega futura, por exemplo, a um ano de prazo, sobre o que podemos chamar o preço “spot” ou a vista da dita soma contratada para entrega futura. Parece, portanto, que para cada categoria de bens de capital deveria existir uma taxa análoga à do juro sobre o dinheiro. Pois há uma quantidade definida de (por exemplo) trigo para ser entregue dentro de um ano, que tem hoje o mesmo valor de troca de 100 “quartos”<sup>132</sup> de trigo para entrega imediata. Se a primeira quantidade é de 105 “quartos”, podemos dizer que a taxa de juros do trigo é de 5% ao ano, e se é 95 “quartos”, dizemos que é *menos* de 5% ao ano. Assim, para cada bem durável temos uma taxa de juros calculada em termos do próprio bem — uma taxa de juros do trigo, uma taxa de juros do cobre, uma taxa de juros da habitação, uma taxa de juros de uma usina siderúrgica.

132 No original consta a medida de volume *quarter*, que corresponde a 1/4 de tonelada. (N. do R. T.)

A diferença entre os contratos “a termo” e “a vista”, relativos a um bem como o trigo, que tem cotação no mercado, mantém uma relação definida com a taxa de juros do trigo, mas, desde que o contrato a termo é cotado em moeda para entrega futura e não em trigo para entrega imediata, esta diferença também depende da taxa monetária de juros. A relação exata é a seguinte:

Suponhamos que o preço do trigo para entrega imediata seja de 100 libras esterlinas por 100 “quartos”, e que o preço do trigo em contrato “a termo” para entrega dentro de um ano seja de 107 libras por 100 “quartos” e que a taxa monetária de juros seja de 5%; qual é a taxa de juros do trigo? 100 libras comprarão hoje 105 para entrega futura, e 105 libras para entrega futura comprarão  $\frac{105}{107} \cdot 100 (= 98)$  “quartos” nas mesmas condições. Por sua vez, 100 libras hoje comprarão 100 “quartos” de trigo para entrega imediata. Assim sendo, 100 “quartos” de trigo para entrega imediata comprarão 98 “quartos” a termo. De onde se conclui que a taxa de juros do trigo é *menos* de 2% ao ano.<sup>133</sup>

Segue-se não haver razão para que suas taxas de juros devam ser iguais para bens diferentes — para que a taxa do trigo deva ser igual à taxa de juros do cobre —, pois a relação entre os contratos “a vista” e “a termo”, tal como as cotações de mercado, é notoriamente diferente para diferentes bens. Isto, como verificaremos, nos levará à trilha que procuramos. Pois pode suceder que seja *a mais elevada* das taxas específicas de juro (como poderemos chamar-lhes) que estabeleça o parâmetro (pois é a maior das taxas que a eficiência marginal de um bem de capital tem de alcançar para este vir a ser o objeto de nova produção); e talvez haja razões para que a taxa monetária de juros seja freqüentemente a mais elevada (pois, como veremos, certas forças que contribuem para reduzir as taxas de juros específicas de outros bens não atuam no caso do dinheiro).

Pode-se acrescentar que, da mesma maneira que existem, para cada momento, taxas de juros diferentes para as mercadorias, também os cambistas estão familiarizados com o fato de que a taxa de juros não é igual sequer para duas moedas diferentes, por exemplo a libra e o dólar. Porque também aqui a diferença entre os contratos “a vista” e “a termo” para uma moeda estrangeira em termos de libra esterlina, varia, em geral, de uma moeda para outra.

Ora, cada uma dessas mercadorias-padrão nos oferece a mesma facilidade que a moeda para medir a eficiência marginal do capital. Podemos, com efeito, escolher a que quisermos, por exemplo, o trigo, e calcular o valor-trigo dos rendimentos prováveis de qualquer bem

133 Esta relação foi assinalada pela primeira vez por Sraffa. *Economic Journal*. Março de 1932, p. 50.

de capital; a taxa de desconto que iguala o valor presente destas séries de anuidades de trigo ao preço atual de oferta do bem em termos de trigo nos dá, expressa em trigo, a eficiência marginal desse bem. Se nenhuma variação é esperada no valor relativo dos dois padrões diferentes, a eficiência marginal de um bem de capital será a mesma em qualquer de ambos que se meça, visto que o numerador e o denominador da fração que a exprime variarão na mesma proporção. Todavia, se se espera que um desses padrões mude de valor em relação ao outro, a eficiência marginal de todos os bens de capital permanecerá a mesma em qualquer um dos dois padrões usados para a medida. Para ilustrar este raciocínio, tomemos o caso mais simples em que se espera que um dos dois padrões, o trigo, suba de valor a um ritmo de  $a$  por cento ao ano em termos de moeda; a eficiência marginal de um bem que se exprime em moeda por  $x$  por cento será, então,  $x - a$  por cento em termos de trigo. Uma vez que as eficiências marginais dos diversos bens de capital se alterarão na mesma proporção, deduz-se que a ordem das suas grandezas será igual, seja qual for o padrão escolhido.

Se houvesse uma mercadoria composta que se pudesse considerar representativa no sentido estrito da palavra, poderíamos considerar que a taxa de juros e a eficiência marginal do capital determinados por meio dessa mercadoria seriam, em certo sentido, a taxa de juros única e a eficiência marginal única do capital. Porém, isto levanta, evidentemente, os mesmos obstáculos que a fixação de um padrão único de valor.

Até agora, portanto, a taxa monetária de juros não apresenta nenhuma singularidade, encontrando-se exatamente no mesmo pé comparada com outras. Onde está, então, a peculiaridade da taxa monetária de juro, onde reside a importância prática predominante que lhe foi atribuída nos capítulos anteriores? Por que devem os volumes da produção e do emprego depender mais estreitamente da taxa monetária de juros do que da taxa de juros do trigo ou da taxa de juros de moradias?

## II

Consideremos quais serão, normalmente, as taxas de juros das mercadorias no período (digamos) de um ano para os diferentes bens. Desde que tomemos cada um dos bens como padrão, os rendimentos de cada um devem considerar-se para este propósito como medidos em termos de si mesmos.

Há três atributos que os diversos tipos de bens possuem em graus diferentes, conforme a exposição feita em seguida:

(i) Alguns bens dão um rendimento ou produção  $q$ , medidos em termos de si mesmos, para facilitarem algum processo de produção ou prestarem serviços a um consumidor.

(ii) A maioria dos bens, excetuando o dinheiro, sofre desgaste ou acarreta alguma despesa pelo simples correr do tempo (independentemente de qualquer alteração no seu valor relativo), sejam ou não utilizados em produzir rendimento; isto é, implicam um custo de manutenção  $c$  medidos em termos de si mesmos. Para o nosso objetivo presente, não importa saber exatamente onde colocaremos a linha de separação entre os custos que deduzimos antes de calcular  $q$  e os que incluímos em  $c$ , visto que a seguir apenas nos ocuparemos de  $q - c$ .

(iii) Finalmente, o poder de dispor de um bem durante certo tempo pode oferecer uma conveniência ou segurança potencial que não é igual para os bens de natureza diferente, embora sejam do mesmo valor inicial. Não há, por assim dizer, nenhum resultado em forma de produção no fim do período considerado e, mesmo assim, trata-se de algo pelo qual as pessoas estão dispostas a pagar um preço. Chamaremos prêmio de liquidez  $l$  de certo bem ao montante (medido em termos de si mesmo) que as pessoas estão dispostas a pagar pela conveniência ou segurança potenciais proporcionadas pelo poder de dispor dele (excluindo o rendimento ou os custos de manutenção que lhe são próprios).

Deduz-se que a retribuição total que se espera da propriedade de um bem, durante certo período, é igual ao seu rendimento *menos* o seu custo de manutenção *mais* o seu prêmio de liquidez, ou seja, a  $q - c + l$ . Por outras palavras,  $q - c + l$  é a taxa de juros específica de qualquer bem, onde  $q$ ,  $c$  e  $l$  se medem em unidades de si mesmos como padrão.

A característica fundamental do capital instrumental (por exemplo, uma máquina) ou do capital de consumo (por exemplo, uma casa) é o fato de que seus rendimentos excedem, em geral, seu custo de manutenção e de que seu prêmio de liquidez é, provavelmente, desprezível; a característica de um estoque de bens líquidos ou ainda de um excedente de capital instrumental ou de consumo é ser gravada por um custo de manutenção, expressa em unidades de si mesmo, que nenhum rendimento compensa, sendo nesse caso geralmente desprezível também o prêmio de liquidez, sempre que os estoques ultrapassam um nível moderado, embora suscetível de tornar-se apreciável em circunstâncias especiais; a característica da moeda, enfim, é ter um rendimento *nulo*, um custo de manutenção insignificante, porém um prêmio de liquidez substancial. Na verdade, os diferentes bens podem ter graus diferentes de prêmio de liquidez e a moeda pode incorrer em certo volume de custo de manutenção, por exemplo, o de custódia. É, porém, uma diferença essencial entre a moeda e todos os demais bens (ou a maioria) que, no caso da moeda, o seu prêmio de liquidez exceda de muito o seu custo de manutenção, ao passo que no dos outros bens seu custo de manutenção é muito maior que o prêmio de liquidez. Com a finalidade de ilustrar o raciocínio, suponhamos que o rendimento

das casas seja  $q_1$  e o custo de manutenção, bem como o prêmio de liquidez, sejam desprezíveis; que para o trigo o custo de manutenção seja  $c_2$  e o rendimento e prêmio de liquidez insignificantes, e que para a moeda o prêmio de liquidez seja  $l_3$  e o rendimento e o custo de manutenção desprezíveis. Significa isto que  $q_1$  é a taxa de juros da casa,  $-c_2$  a taxa de juros do trigo e  $l_3$  a taxa monetária de juros.

Para determinar as relações entre os rendimentos esperados dos diferentes tipos de bens, compatíveis com o equilíbrio, precisamos também conhecer as variações que se esperam em seus valores relativos durante o ano. Tomemos a moeda como padrão de medida (que para este fim pode ser apenas uma moeda de conta, ou poderíamos, igualmente, tomar o trigo) e suponhamos que a percentagem de valorização (ou depreciação) esperada das casas seja  $a_1$  e a do trigo  $a_2$ . Chamamos  $q_1$ ,  $-c_2$  e  $l_3$  às taxas de juros específicas das casas, do trigo e da moeda, medidas em termos de si mesmas como padrão de valor, isto é,  $q_1$  é a taxa de juros da casa medida em casas,  $-c_2$  é a taxa de juros do trigo medida em trigo e  $l_3$  a taxa monetária de juros medida em dinheiro. Também convirá chamar  $a_1 + q_1$ ,  $a_2 - c_2$  e  $l_3$ , que representam as mesmas quantidades reduzidas a moeda como padrão de valor, a taxa monetária de juros da casa, a taxa monetária de juros do trigo e a taxa monetária de juros sobre a moeda, respectivamente. Com esta observação, é fácil ver que a demanda dos possuidores de riqueza se orientará para as casas, para o trigo ou para a moeda, dependendo de qual é o maior:  $a_1 + q_1$ ,  $a_2 - c_2$  ou  $l_3$ . Assim sendo, em estado de equilíbrio, o preço de demanda das casas e o do trigo em termos de moeda serão tais que desaparecerá qualquer vantagem entre as alternativas; quer dizer,  $a_1 + q_1$ ,  $a_2 - c_2$  e  $l_3$  serão *iguais*. A escolha de padrão de valor não altera esta conclusão, porque a substituição de um padrão por outro modificará por igual todos os termos, ou seja, numa quantidade idêntica à taxa de valorização (ou depreciação) que se espera no novo padrão relativamente ao antigo.

Ora, os bens cujo preço normal de oferta é menor que o preço da demanda serão agora objeto de nova produção, e esses serão os bens que têm uma eficiência marginal maior (sobre a base do seu preço normal de oferta) que a taxa de juros (sendo ambas as quantidades medidas pelo mesmo padrão de valor, qualquer que este seja). À medida que aumenta o estoque de bens cuja eficiência marginal era, a princípio, pelo menos igual à taxa de juros, essa eficiência marginal tende a baixar (pelas razões suficientemente claras já apresentadas). Chega então o momento em que deixará de ser vantajoso continuar a produzi-los, *a menos que a taxa de juros caia "pari passu"*. Quando não houver mais bem algum cuja eficiência marginal alcance a taxa de juros, a produção de novos bens de capital será paralisada.

Suponhamos (como mera hipótese nesta altura do raciocínio) que há certo bem (por exemplo, a moeda) cuja taxa de juros seja fixa ou

decline, à medida que sua produção aumenta, mais devagar que qualquer outra taxa de juros de mercadoria; como se equilibrará esta posição? Uma vez que  $a_1 + q_1$ ,  $a_2 - c_2$  e  $I_3$  são, necessariamente, iguais, e uma vez que, por hipótese,  $I_3$  é fixa ou declina com mais lentidão que  $q_1$  ou  $-c_2$ , deduz-se que  $a_1$  e  $a_2$  tenderão a aumentar. Por outras palavras, os preços normais correntes de quaisquer outros bens que não a moeda tenderão a baixar relativamente às previsões dos preços futuros. Conseqüentemente, se  $q_1$  e  $-c_2$  continuarem descendo, chegará um momento em que não haverá vantagem em produzir qualquer desses bens, salvo se se espera uma alta de tal magnitude no custo de produção em alguma data futura relativamente ao atual que baste para cobrir os custos de manutenção do estoque produzido entre o momento atual e a data provável do aumento de preço.

Parece agora que a nossa afirmação anterior de que a taxa monetária de juros marca um limite ao volume da produção não era estritamente correta. Deveríamos ter dito que a taxa de juros do bem, que declina mais lentamente à medida que o estoque de bens em geral aumenta, é a que, eventualmente, elimina a produção vantajosa de cada um dos outros — salvo no caso mencionado de uma relação entre os custos presentes e os custos prováveis de produção. À medida que a produção aumenta, as taxas específicas de juros baixam a níveis nos quais um bem após outro cai abaixo do que corresponde à produção vantajosa, até que, finalmente, uma ou mais taxas específicas de juros se fixam num nível superior à eficiência marginal de qualquer bem.

Se por *moeda* entendemos o padrão de valor, torna-se claro não ser, necessariamente, a taxa de juros monetária que causa a dificuldade. Para fugir às dificuldades não bastaria (como alguns acreditaram) decretar simplesmente que o trigo ou as casas sejam o padrão de valor em vez do ouro ou da libra esterlina. Pois agora vemos que a existência de um bem *qualquer* continuará a provocar as mesmas dificuldades caso a sua taxa de juros resista a baixar quando a sua produção aumenta. Pode acontecer, por exemplo, que o ouro continue a exercer uma influência dessa natureza num país que adotou um padrão inconvertível.

### III

Portanto, ao atribuir uma significação especial à taxa monetária de juros, supusemos, tacitamente, que o tipo de moeda a que estamos acostumados tem algumas características especiais que tornam a sua taxa específica de juros, expressa por meio de si mesma como padrão, mais resistente à baixa, quando a produção aumenta, que as taxas específicas de juros de qualquer outro bem expressas da mesma forma. Será justificada esta suposição? No meu entender, a reflexão mostra que as peculiaridades seguintes, que de ordinário caracterizam a moeda tal como a conhecemos, são capazes de a justificar. Na medida em que

o padrão de valor estabelecido tenha estas peculiaridades, será válida a proposição sumária de que a taxa monetária de juros é a importante.

(i) A primeira característica que leva à conclusão anterior é o fato de ter a moeda, tanto a longo como a curto prazo, uma elasticidade de produção igual a zero, ou pelo menos muito pequena, no que respeita o poder da empresa privada como coisa distinta da autoridade monetária — querendo dizer por elasticidade de produção<sup>134</sup> neste sentido a resposta do volume de mão-de-obra dedicado a produzi-la diante de um aumento na quantidade de trabalho que se pode obter com uma unidade da mesma. Quer isto dizer que a moeda não se pode produzir facilmente — os empresários não podem aplicar à vontade trabalho para produzir dinheiro em quantidades crescentes à medida que o seu preço sobe em termos de unidades de salários. No caso de uma moeda inconvertível, esta condição satisfaz-se estritamente. No caso, porém, de uma moeda de padrão-ouro também ainda sucede, de maneira aproximada, no sentido de que o máximo da quantidade de trabalho suplementar suscetível de ser empregado dessa forma é proporcionalmente muito pequeno, salvo, naturalmente, num país em que a mineração de ouro seja a indústria principal.

Ora, no caso dos bens cuja produção demonstre elasticidade, a razão pela qual admitimos que a sua taxa específica de juros declina decorre do fato de supormos que o seu estoque aumenta em consequência do maior volume da produção. No caso do dinheiro, entretanto — adiando, por enquanto, o exame dos efeitos de uma redução na unidade de salários ou de uma alta deliberada em sua oferta provocada pela autoridade monetária —, a oferta é fixa. Assim, a característica segundo a qual a moeda não pode produzir-se facilmente pelo trabalho leva, imediatamente, a supor *prima facie* ser correto o ponto de vista de que a sua taxa específica de juros será relativamente refratária à baixa; ao passo que se a moeda pudesse ser cultivada como um cereal ou fabricada como um automóvel, as depressões poderiam ser evitadas ou atenuadas, porque se o preço de outros bens tendesse a baixar em termos de moeda mais trabalho seria desviado para a produção de dinheiro, como vemos ser o caso nos países de mineração de ouro, embora para o mundo, em conjunto, o desvio máximo neste sentido seja quase insignificante.

(ii) É evidente, no entanto, que não apenas a moeda satisfaz a condição anterior, mas também todos os fatores puramente de renda, cuja produção é completamente inelástica. Portanto, necessita-se uma segunda condição para distinguir a moeda de outros elementos de renda.

134 Ver cap. 20.



A segunda *differentia* da moeda é que ela tem uma elasticidade de substituição igual, ou quase igual, a zero, o que significa que, quando o seu valor de troca sobe, não aparece nenhuma tendência para substituí-la por algum outro fator, a não ser talvez em proporção ínfima, quando a moeda-mercadoria é também usada na manufatura ou nas artes. Isto decorre da particularidade de a moeda ter uma utilidade derivada apenas do seu valor de troca, de tal modo que ambos sobem e descem *pari passu*; quando o seu valor de troca aumenta, não há, portanto, como no caso de outros fatores de renda, motivo ou tendência para substituí-la por qualquer outro fator.

Assim sendo, não apenas é impossível empregar mais mão-de-obra na produção de moeda quando o seu preço em relação à mão-de-obra sobe, como também a moeda constitui um poço sem fundo para o poder de compra quando a sua demanda cresce, visto não haver — como no caso de outros fatores de renda — um valor acima do qual essa demanda é desviada para outras coisas.

A única restrição para esta situação vem da incerteza que a elevação do valor da moeda ocasiona com relação à sua própria duração, caso em que  $a_1$  e  $a_2$  sobem, o que equivale a um aumento nas taxas de juros monetários da mercadoria e é, portanto, um estímulo para a produção de outros bens.

(iii) Em terceiro lugar, devemos considerar se estas conclusões se alteram pelo fato de que, mesmo quando é impossível aumentar a quantidade de moeda desviando mais trabalho para sua produção, não se justifica a suposição de que sua oferta efetiva seja absolutamente imutável. Em particular, uma redução da unidade de salários deixará em liberdade os recursos de moeda circulante que se destinavam a outros usos para a satisfação do motivo de liquidez; enquanto, além disso, à medida que os valores monetários baixam, o estoque de moeda manterá uma proporção mais elevada relativamente à riqueza total da comunidade.

Não é possível negar que, por princípios puramente teóricos, esta reação poderia levar a uma baixa adequada da taxa monetária de juros. Todavia, por diversas razões que, tomadas em conjunto, têm uma força decisiva, é muito provável que, numa economia do tipo a que estamos acostumados, a taxa monetária de juros resista com frequência a baixar adequadamente:

(a) Temos de levar em conta, em primeiro lugar, os efeitos que uma baixa na unidade de salários produz sobre as eficiências marginais dos outros bens em termos de moeda, pois é a *diferença* entre estas e a taxa monetária de juros que nos interessa. Se o efeito da baixa na unidade de salários for uma expectativa de alta posterior, o resultado

será completamente favorável. Se, pelo contrário, seu efeito for produzir uma expectativa de nova baixa futura, a reação sobre a eficiência marginal do capital pode contrabalançar a baixa na taxa de juros.<sup>135</sup>

(b) O fato de serem os salários propensos à rigidez quando medidos em moeda, sendo o salário nominal mais estável que o real, tende a aumentar a propensão da unidade de salários a baixar em termos de moeda. Ademais, se assim não fosse, a situação poderia ser antes pior do que melhor, porque, se os salários nominais pudessem baixar com facilidade, isso contribuiria, nas mais das vezes, para criar uma previsão de nova baixa com reações desfavoráveis para a eficiência marginal do capital. Além disso, se os salários fossem estipulados em qualquer outra mercadoria, por exemplo, em trigo, é improvável que continuassem sendo rígidos. É por causa das outras características da moeda — especialmente as que a fazem *líquida* — que os salários, quando estipulados em moeda, manifestam certa rigidez.<sup>136</sup>

(c) Em terceiro lugar, chegamos à consideração mais importante neste contexto, ou seja, às características da moeda que satisfazem a preferência pela liquidez. Pois em determinadas circunstâncias, que aliás ocorrem com frequência, elas farão com que a taxa de juros permaneça insensível, particularmente abaixo de certo nível,<sup>137</sup> a um aumento mesmo substancial na quantidade de moeda proporcionalmente às outras formas de riqueza. Por outras palavras, a baixa que um acréscimo da quantidade de moeda determina no rendimento que o dinheiro proporciona, em razão de sua liquidez, torna-se, além de certo nível, insignificante em relação à baixa do rendimento dos outros tipos de riqueza que acompanha um aumento comparável de sua quantidade.

A esse respeito, os baixos (ou insignificantes) custos de manutenção da moeda representam um papel essencial, pois, se os custos de manutenção fossem apreciáveis, compensariam o efeito das previsões sobre o valor do dinheiro em épocas futuras. A presteza com que o público aumenta o seu estoque de moeda por efeito de um estímulo relativamente pequeno deve-se ao fato de que as vantagens da liquidez (real ou suposta) não têm compensação alguma em forma de custo de manutenção no decorrer do tempo. No caso de uma mercadoria diferente do dinheiro, um pequeno estoque da mesma pode oferecer algumas vantagens para os que a utilizam. Mas mesmo quando um estoque maior pudesse ter certo atrativo como reserva de riqueza possuindo um valor estável, essa vantagem ficaria neutralizada pelos custos de

135 Esta questão será examinada mais detalhadamente no cap. 19.

136 Se os salários (e os contratos) fossem estipulados em trigo, pode ser que este adquirisse uma parte do prêmio de liquidez do dinheiro; voltaremos ao assunto em (IV), a seguir.

137 Ver p. 76.

manutenção da dita riqueza, sob a forma de despesas de armazenagem, desgaste etc. Portanto, além de certo nível, conservar um estoque maior leva a um prejuízo certo.

Todavia, no caso da moeda, as coisas não se passam assim, como vimos, e isso por diversas razões, como, por exemplo, aquelas que, no entender do público, tornam o dinheiro “líquido” *par excellence*. Portanto, os reformadores que viram um remédio na criação de custos artificiais de manutenção da moeda, através do expediente de obrigarem os meios de pagamento com curso legal a serem periodicamente carimbados com uma taxa determinada, a fim de poderem conservar a sua qualidade de moeda, estavam no caminho certo, e o valor prático de suas proposições merece consideração.

O significado da taxa de juros monetária surge, portanto, da combinação de características que, sob a influência do motivo de liquidez, faz com que a taxa possa ser mais ou menos insensível a uma mudança na proporção que a quantidade de moeda guarda com outras formas de riqueza medidas em dinheiro e que este tem (ou pode ter) elasticidades nulas (ou insignificantes) de produção, e que a moeda tem (ou pode ter) elasticidades nulas ou insignificantes de substituição. A primeira condição significa que a demanda pode concentrar-se na moeda, a seguinte que, quando isto ocorre, não se pode empregar trabalho para produzir mais moeda, e a terceira, que é esta situação, seja qual for a sua gravidade, não pode ser atenuada pela intervenção de outro fator capaz, se suficientemente barato, de prestar os mesmos serviços que a moeda. A única solução — fora das variações da eficiência marginal do capital — provém (enquanto a preferência pela liquidez se mantenha constante) do aumento da quantidade da moeda ou — o que vem a dar exatamente na mesma — de uma alta do valor da moeda que permita a uma quantidade determinada prestar maiores serviços monetários.

Assim sendo, um aumento da taxa monetária de juros retarda a produção de riquezas em todos os ramos em que ela é elástica, sem estimular a produção da moeda (que, por hipótese, é perfeitamente inelástica). A taxa monetária de juros, determinando o nível de todas as demais taxas de juros de mercadorias, refreia o investimento para produzir essas mercadorias, sem poder estimular o investimento necessário para produzir moeda que, por hipótese, não pode ser produzida. Além disso, em virtude da elasticidade da demanda de recursos líquidos em termos de débitos, uma ligeira variação nas condições que regem essa demanda pode não alterar muito a taxa monetária de juros, enquanto, por outro lado, dada a inelasticidade da produção da moeda, também não é possível (fora da intervenção oficial) as forças naturais fazerem baixar a taxa monetária de juros através de uma influência sobre a oferta. No caso de uma mercadoria comum, a inelasticidade da demanda de estoques líquidos da mesma permitiria que pequenas

variações dessa demanda se traduzissem por uma alta ou baixa imediata da taxa de juros, enquanto a elasticidade de sua oferta também tenderia a impedir grande ágio das entregas presentes sobre as futuras. Assim, se os outros bens fossem abandonados a si mesmos, as “forças naturais”, isto é, as forças comuns do mercado, tenderiam a fazer baixar as suas taxas de juros até que o pleno emprego produzisse nas mercadorias, em geral, a inelasticidade da oferta que supusemos como uma característica normal da moeda. Desse modo, à falta de moeda e — naturalmente devemos supô-lo também — de qualquer outra mercadoria com as características que atribuímos à moeda, as taxas de juros só se equilibrariam em condições de pleno emprego.

Quer isso dizer que o desemprego aumenta porque as pessoas querem a Lua; os homens não podem conseguir emprego quando o objeto de seus desejos (isto é, o dinheiro) é uma coisa que não se produz e cuja demanda não pode ser facilmente contida. O único remédio consiste em persuadir o público de que Lua e queijo verde são praticamente a mesma coisa, e a fazer funcionar uma fábrica de queijo verde (isto é, um banco central) sob o controle do poder público.

É interessante notar que a característica tradicionalmente considerada a que torna o ouro especialmente adequado para servir de padrão de valor, a saber, a inelasticidade de sua oferta, vem a ser juntamente a característica que é o ponto focal do problema.

Nossa conclusão pode ser enunciada na forma mais geral (dada a propensão a consumir) da seguinte maneira. O volume do investimento não pode ser aumentado quando a mais alta das taxas de juros específicas de todos os bens disponíveis, medidos por certo padrão, é igual à mais alta das eficiências marginais de todos os bens, medida pelo mesmo padrão.

Em condições de pleno emprego, esta condição satisfaz-se necessariamente. Mas ela também pode ser satisfeita antes que o pleno emprego seja alcançado, caso haja algum bem cujas elasticidades de produção e de substituição<sup>138</sup> sejam nulas (ou relativamente pequenas), e cuja taxa de juros decline, à medida que sua produção aumente mais lentamente que as eficiências marginais de bens de capital medidas em termos desse bem.

#### IV

Já vimos antes que não é suficiente uma mercadoria ser o padrão de valor para que a taxa de juros dessa mercadoria seja significativa. Todavia, é interessante considerar até que ponto as características da moeda tal como a conhecemos, e que conferem à sua taxa de juros uma importância significativa, estão ligadas ao fato de ser ela o padrão

138 Uma elasticidade *zero* é condição mais estrita do que a que necessariamente se requer.

em que habitualmente se estipulam as dívidas e os salários. O assunto deve ser considerado sob dois aspectos.

Em primeiro lugar, o fato de serem os contratos fixos e de serem os salários geralmente bastante estáveis, em termos de moeda, contribui sem dúvida em larga medida para que a moeda tenha um prêmio de liquidez tão elevado. Há uma vantagem evidente em conservar bens no mesmo padrão e que irão vencer os compromissos futuros e nele esperar que o custo de vida permaneça relativamente estável. Ao mesmo tempo, a expectativa de relativa estabilidade no custo monetário da produção futura não se manteria com muita confiança se o padrão de valor fosse um bem com grande elasticidade de produção. Além disso, os baixos custos de manutenção da moeda contribuem tanto quanto a importância do seu prêmio de liquidez para dar à sua taxa de juros uma importância significativa. O que interessa, com efeito, é a *diferença* entre o prêmio de liquidez e os custos de manutenção; e no caso da maior parte dos bens que não sejam ouro, prata ou notas de banco, os custos de manutenção são pelo menos tão elevados quanto o prêmio de liquidez que geralmente acompanha o padrão em que são estipulados os contratos e os salários, de tal modo que, mesmo se o prêmio de liquidez que agora tem (por exemplo) a libra esterlina se transferisse (por exemplo) para o trigo, seria ainda improvável que a taxa de juros do trigo se elevasse acima de zero. Não obstante os contratos e salários serem fixados em termos monetários, aumentar a importância da taxa monetária de juros não bastaria, entretanto, por si só, para conferir a essa taxa as características que lhe têm sido atribuídas.

O segundo ponto a considerar é mais sutil. A expectativa normal de que o valor da produção seja mais estável em termos de moeda de que em termos de qualquer outro bem não depende naturalmente do fato de os salários serem estipulados em moeda, mas do fato de, em termos de moeda, eles serem relativamente *rígidos*. Que sucederia, então, se se presumisse que os salários fossem mais rígidos (isto é, mais estáveis) em termos de uma ou mais mercadorias diferentes da moeda, do que em termos da própria moeda? Tal expectativa exigiria não apenas que os custos do bem em questão fossem relativamente constantes em unidades de salários para uma escala de produção maior ou menor, tanto no curto como no longo prazo, mas também que qualquer excedente sobre a demanda normal, ao preço de custo, pudesse ser incluído no estoque sem despesas, isto é, o seu prêmio de liquidez excederia os seus custos de manutenção (pois, de outro modo, quando não há esperança de lucro mediante um preço mais alto, a manutenção de um estoque tem de supor, necessariamente, um prejuízo). Se houver um bem que satisfaça estas condições, nada impede, sem dúvida, que ele se torne um rival da moeda. Assim sendo, não é logicamente im-

possível a existência de um bem em termos do qual o valor da produção pareça ser mais estável do que em relação à moeda. Mas não parece provável que exista tal bem.

Concluo, portanto, que o bem em função do qual se espera que os salários sejam mais rígidos só pode ser um cuja elasticidade de produção seja mínima e cujo excedente de custos de manutenção sobre o prêmio de liquidez seja igualmente mínimo. Em outras palavras, a expectativa de rigidez relativa dos salários em termos de moeda é um corolário do fato de o excedente do prêmio de liquidez sobre os custos de manutenção ser maior para a moeda do que para qualquer outro bem.

Vemos assim que as várias características que se combinam para tornar significativa a taxa monetária de juros interagem de forma cumulativa. O fato de ter a moeda baixas elasticidades de produção e substituição e baixos custos de manutenção tende a criar a expectativa de certa estabilidade de salários expressos em moeda; essa expectativa aumenta o prêmio de liquidez do dinheiro e evita a correlação excepcional entre a taxa monetária de juros e as eficiências marginais de outros bens, que poderia, se existisse, privar esta taxa monetária de juros de seu predomínio.

O professor Pigou (entre outros) costumava supor a existência de uma presunção no sentido de que os salários reais são mais estáveis que os nominais. Porém, isto só poderia ocorrer em virtude de outra presunção em favor da estabilidade do emprego. Ademais, resta ainda a dificuldade de que os bens de consumo salariais são gravados de elevados custos de manutenção. Na verdade, se se tentasse estabilizar os salários reais estipulando a remuneração do trabalho em bens de consumo salariais, o único resultado seria uma violenta oscilação dos preços monetários, pois qualquer ligeira flutuação da propensão a consumir e do incentivo a investir faria com que os preços nominais oscilassem violentamente entre zero e o infinito. Serem os salários nominais mais estáveis que os salários reais é uma condição para que o sistema possua uma estabilidade intrínseca.

Atribuir aos salários reais uma estabilidade relativa é não apenas cometer um erro de fato e de experiência, mas também um erro de lógica, isto se supusermos que o sistema considerado é estável, no sentido de que as pequenas variações na propensão a consumir e no incentivo a investir não produzem efeitos violentos sobre os preços.

## V

Como comentário ao que ficou dito, talvez seja útil insistir sobre o fato, já assinalado, de que a “liquidez” e os “custos de manutenção” são, ambos, questão de grau e que é unicamente na importância da primeira em relação aos últimos que reside a peculiaridade da “moeda”.

Consideremos, por exemplo, uma economia na qual não há um bem cujo prêmio de liquidez esteja sempre acima de seus “custos de manutenção”; esta é a melhor definição que posso dar da chamada economia “não monetária”. Quer dizer, não haveria nessa economia senão determinados bens de consumo e determinados equipamentos de capital, mais ou menos diferenciados, conforme a natureza dos bens de consumo que num espaço de tempo mais ou menos longo produzem ou ajudam a produzir; todos estes bens, ao contrário do dinheiro líquido, caso se conservem em estoque, se deterioram ou supõem despesas de um valor maior que o seu prêmio de liquidez.

Em semelhante economia, os equipamentos de capital se distinguem uns dos outros: (a) pela variedade dos bens de consumo em cuja produção podem intervir; (b) pela estabilidade do valor de sua produção (no sentido de que o valor do pão é mais estável através do tempo do que o das novidades que logo passam de moda); e (c) pela rapidez com que a riqueza que lhes está incorporada pode tornar-se “líquida”, ou seja, pela rapidez com que criam bens cujo produto da venda pode ser reincorporado, se se desejar, de forma inteiramente diferente.

Os proprietários de riqueza ponderarão a falta de “liquidez”, no sentido anterior, dos diferentes equipamentos de capital, como meio de conservar a riqueza, com o cálculo atuarial melhor possível dos seus rendimentos prováveis, após considerar o risco. Observaremos que o prêmio de liquidez se assemelha, em parte, ao prêmio de risco, porém dele difere, em parte; a diferença corresponde à que existe entre os melhores cálculos que possamos fazer das probabilidades e a confiança com que o faremos.<sup>139</sup> Quando tratamos, em capítulos anteriores, do cálculo do rendimento esperado, não entramos em pormenores sobre como era feito esse cálculo; e, para não complicar o raciocínio, não distinguimos as diferenças de liquidez das diferenças de risco propriamente dito. É, contudo, evidente que, no cálculo da taxa de juros específica, devemos levá-las em conta.

É claro que não existe um padrão de “liquidez” absoluto, mas simplesmente uma escala de liquidez — um prêmio variável que se tem de levar em conta, além do rendimento do uso e dos custos de manutenção, ao calcular o atrativo de conservar diversas formas de riqueza. A noção do que contribui para a “liquidez” é, em parte, vaga, modificando-se de tempos em tempos e dependendo das práticas sociais e das instituições. Existe, entretanto, na idéia dos proprietários de riqueza uma ordem de preferência bem definida, na qual eles exprimem em qualquer tempo o

139 Ver a nota de rodapé da p. 158.

que pensam a respeito da liquidez, e não precisamos de mais nada para a nossa análise do comportamento do sistema econômico.

Pode ser que em determinadas circunstâncias históricas os proprietários de riqueza tenham pensado que a posse de terra se caracterizava por um alto prêmio de liquidez, e, visto que a terra participava com a moeda da particularidade de ter, em princípio, elasticidades de produção e de substituição muito baixas,<sup>140</sup> é concebível que tenha havido na história ocasiões em que o desejo de possuir terra haja desempenhado o mesmo papel que a moeda em tempos recentes, no sentido de manter a taxa de juros num nível demasiado alto. É difícil determinar esta influência quantitativamente, dada a falta de um preço futuro para a terra, medido em unidades de si mesma, que seja estritamente comparável à taxa de juros de uma dívida monetária. Temos, entretanto, um fator que em certas épocas desempenhou papel análogo, representado pelas elevadas taxas de juros hipotecários.<sup>141</sup> As altas taxas de juros sobre hipotecas da terra, muitas vezes excedendo o rendimento provável de sua cultura, constituem um aspecto comum de muitas economias agrícolas. As leis sobre usura eram especialmente dirigidas contra as extorsões dessa natureza. E com razão, pois, nas antigas organizações sociais, nas quais inexistiam as obrigações a longo prazo no sentido moderno, a concorrência de uma elevada taxa de juros sobre hipotecas pode muito bem ter tido o mesmo efeito em retardar o crescimento da riqueza procedente do investimento corrente em ativos de capital recém-produzidos, tanto quanto as altas taxas de juros sobre dívida de longo prazo o fizeram nos tempos mais recentes.

O fato de ser o mundo tão pobre como é em bens de capital acumulados, apesar da ininterrupta poupança individual durante vários milênios, não deve ser explicado, na minha opinião, pela tendência da humanidade para a imprevidência, nem mesmo pelas destruições das guerras, mas, antes, pelos prêmios de liquidez que outrora tinha a propriedade da terra e que agora tem a moeda. Neste ponto, a minha

140 O atributo de "liquidez" não é, de maneira alguma, independente destas duas características. Pois, se a oferta de um bem pode ser facilmente aumentada ou se o desejo de que ele é objeto pode facilmente ser desviado por uma variação no seu preço relativo, não é provável que esse bem goze do atributo de "liquidez" na idéia dos possuidores de riqueza. O próprio dinheiro não tarda a perder o atributo de "liquidez" quando se esperam fortes variações na sua oferta.

141 É evidente que uma hipoteca e seu juro se estipulam em termos monetários. Porém, o fato de o devedor de hipoteca gozar da faculdade de entregar a terra para saldar sua dívida — e assim tem de fazer se não conseguir oportunamente o dinheiro — fez com que o sistema de hipotecas se aproximasse de um contrato de terra para entrega futura contra terra para entrega imediata. Tem havido vendas de terras aos arrendatários contra hipotecas efetuadas por eles, que, de fato, se aproximaram muito das transações desta natureza.



opinião diverge da doutrina antiga, tal como Marshall a exprimiu com dogmatismo incomum em sua obra *Principles of Economics*, p. 581:

“Todos sabem que a acumulação de riqueza é refreada, e que a taxa de juros se sustenta em virtude da preferência que a maior parte da humanidade tem pelas satisfações imediatas sobre as diferidas, ou, em outras palavras, pela sua relutância em ‘esperar’”.

## VI

Em minha obra *Treatise on Money* defini o que pretendia ser uma taxa de juros de natureza única, a que chamei *taxa natural* de juros — isto é, aquela que na terminologia de meu *Treatise* mantinha a igualdade entre o montante da poupança (segundo a definição ali adotada) e o montante do investimento. Pensei assim desenvolver e esclarecer a noção de “taxa natural de juros” de Wicksell que, segundo ele, era a que conservaria a estabilidade de certo nível de preços não muito bem definida.

Tinha eu, contudo, ignorado o fato de que, segundo esta definição, há em cada sociedade uma taxa de juros *diferente* para cada volume teórico de emprego hipotético. E para ele a mesma é “natural” no sentido de que o sistema estará em equilíbrio com esse nível de taxa de juros e esse volume de emprego. Foi, portanto, um erro falar da taxa natural de juros ou sugerir que a anterior definição lhe daria um valor único independentemente do volume de emprego. Eu não compreendia então que, em certas circunstâncias, o sistema pode estar em equilíbrio abaixo do pleno emprego.

Agora já não sou da opinião de que o conceito de uma taxa “natural” de juros, que antes me pareceu uma idéia das mais promissoras, possa trazer à nossa análise uma contribuição verdadeiramente útil ou importante. Ela é simplesmente a taxa que manterá o *status quo*; e, em geral, não temos interesse predominante no *status quo* como tal.

Se existe taxa de juros única e importante, tem de ser aquela a que poderíamos chamar *neutra*,<sup>142</sup> isto é, a taxa natural no sentido anterior que é consistente com o *pleno* emprego, dados os outros parâmetros do sistema, aliás, talvez fosse preferível designá-la pelo nome de taxa *ótima*.

A taxa neutra de juros pode definir-se mais rigorosamente como

142 Esta definição não corresponde a nenhuma das diversas definições de *moeda neutra* dadas por autores modernos, embora haja talvez certa relação com o objetivo que esses autores têm em mente.

sendo a que prevalece em equilíbrio quando a produção e o emprego são tais que a elasticidade do emprego, como um todo, é zero.<sup>143</sup>

O que ficou dito nos dá, mais uma vez, a resposta à questão de qual hipótese é necessário admitir, tacitamente, para que a teoria clássica de juros tenha um sentido. Essa teoria supõe que a taxa real é sempre igual à neutra, no sentido em que acabamos de defini-la, ou, reciprocamente, que a taxa real de juros é sempre igual à que manterá o emprego em certo nível especificado e constante. Se a teoria tradicional for assim interpretada, pouco ou nada há em suas conclusões práticas com que deixaremos de estar de acordo. A teoria clássica supõe que a autoridade bancária ou as forças naturais levam a taxa juros do mercado a satisfazer uma ou outra das condições anteriores, e investiga as leis que governam, nesta hipótese, a aplicação e a remuneração dos recursos produtivos da comunidade. Com essa limitação, o volume da produção depende, unicamente, do nível constante de emprego que se supõe, aliado à técnica e ao equipamento atuais; e ficamos devidamente protegidos no mundo ricardiano.

143 Cf. cap. 20.

# CAPÍTULO 18

## Novo Enunciado da Teoria Geral do Emprego

### I

**C**hegamos ao momento de reunir todos os fios do nosso raciocínio. Para começar, poderia ser útil indicar quais elementos do sistema econômico tomamos, habitualmente, como dados, quais são as variáveis independentes do nosso sistema e quais as dependentes.

Tomamos como dados a capacidade e a quantidade de mão-de-obra disponível, a qualidade e quantidade do equipamento disponível, o estado da técnica, o grau de concorrência, os gostos e hábitos dos consumidores, a desutilidade das diferentes intensidades de trabalho e das atividades de supervisão e organização, bem como a estrutura social, incluindo as forças que determinam a distribuição da renda nacional, não compreendidas em nossas variáveis citadas mais adiante. Isso não significa que suponhamos constantes tais fatores, mas simplesmente que, neste instante e neste contexto, nos abstermos de analisar ou mesmo de levar em consideração as conseqüências das suas variações.

Nossas variáveis independentes são, em primeiro lugar, a propensão a consumir, a escala da eficiência marginal do capital e a taxa de juros, embora, como já vimos, estas variações sejam suscetíveis de maior análise.

Nossas variáveis dependentes são o volume de emprego e a renda nacional (ou dividendo nacional) medida em unidade de salários.

Os fatores que tomamos como dados influem sobre as nossas variáveis independentes, mas não as determinam completamente. Por exemplo, a escala da eficiência marginal do capital depende, em parte, do volume de equipamento existente, que é um dos fatores dados, mas também, em parte, das expectativas a longo prazo, que não se pode inferir dos fatores dados. Há, porém, outros elementos tão completa-

mente determinados pelos fatores já conhecidos que podemos tratar estes elementos derivados como se também fossem dados. Por exemplo, os fatores dados permitem saber qual o montante da renda nacional, medido em unidades de salário, que corresponderá a qualquer volume de emprego, de maneira que, dentro da estrutura econômica que consideramos dada, a renda nacional depende do volume de emprego, isto é, da quantidade de esforço atual consagrado à produção, no sentido de que há uma correlação única entre os dois.<sup>144</sup> Dos fatores dados podemos, além disso, deduzir a forma das funções da oferta agregada que compreendem as condições *físicas* da oferta para os diferentes tipos de produtos, quer dizer, o volume de emprego que se dedicará à produção correspondente a dado nível qualquer da demanda efetiva, medida em unidades de salários. Finalmente nos dão a função da oferta de mão-de-obra (ou esforço), indicando, *inter alia*, em que ponto a função do emprego<sup>145</sup> deixará de ser elástica.

A escala da eficiência marginal do capital depende, contudo, em parte, dos fatores dados e, em parte, do rendimento provável dos bens de capital de diferentes espécies, ao passo que a taxa de juros é parcialmente governada pelo estado da preferência pela liquidez (isto é, pela função de liquidez) e também pela quantidade de moeda medida em unidades de salários. Assim, podemos em alguns casos considerar variáveis independentes finais (1) os três fatores psicológicos fundamentais, a saber, a propensão psicológica a consumir, a atitude psicológica relativa à liquidez e a expectativa psicológica do rendimento futuro dos bens de capital; (2) a unidade de salários, tal como é determinada pelos acordos celebrados entre patrões e operários; e (3) a quantidade de moeda tal como é determinada pela ação do banco central, de maneira que, se tomarmos como dados os fatores antes especificados, estas variáveis determinam a renda (ou dividendo) nacional e o volume de emprego. Mas elas são, também, suscetíveis de análise ulterior e não constituem os nossos últimos elementos mínimos independentes.

A divisão das determinantes do sistema econômico nos dois grupos de fatores dados e das variáveis independentes é, de um ponto de vista absoluto, completamente arbitrária. Ela deve basear-se apenas na experiência, de modo que corresponda, por um lado, aos fatores cujas variações parecem ser tão lentas ou tão pouco importantes que apenas tenham pequena e, comparativamente, desprezível influência a curto prazo em nosso *quaesitum*, e, por outro lado, aos fatores cujas variações exercem, na prática, uma influência dominante em nosso *quaesitum*.

144 Deixamos de lado, neste ponto, certas dificuldades que surgem quando as funções de emprego dos diferentes produtos têm curvaturas desiguais ao redor do nível de emprego relevante. Ver cap. 20.

145 Definida no cap. 20.

O nosso objetivo presente é descobrir o que, em dado sistema econômico, determina em um momento preciso a renda nacional e (o que vem a ser quase a mesma coisa) o volume de emprego que lhe corresponde, o que significa, num estudo tão complexo como o da economia, onde não é possível esperar generalizações completamente exatas, descobrir os fatores cujas variações determinam *principalmente* o nosso *quaesitum*. Nossa tarefa final poderia consistir em selecionar as variáveis que a autoridade central pode controlar ou dirigir deliberadamente no tipo de sistema em que realmente vivemos.

## II

Tentemos, agora, resumir o raciocínio dos capítulos anteriores, tomando os fatores na ordem inversa àquela em que foram introduzidos.

Existe um incentivo para aumentar o fluxo de investimentos novos até um ponto em que a alta do preço de oferta de cada espécie de bem de capital seja suficiente, dado o seu rendimento provável, para fazer cair a eficiência marginal do capital em geral até as proximidades da taxa de juros. Isso significa que as condições físicas da oferta nas indústrias de bens de capital, o estado da confiança quanto ao rendimento provável, a atitude psicológica relativa à liquidez e a quantidade de moeda (calculada de preferência em termos de unidades de salários) determinam, em conjunto, o fluxo de investimentos novos.

No entanto, um aumento (ou diminuição) do fluxo de investimentos acompanha-se, necessariamente, de um aumento (ou diminuição) do fluxo de consumo, pois o comportamento do público é, em geral, de tal natureza que só presta a alargar (ou estreitar) a lacuna que separa seu rendimento e seu consumo se o rendimento for, por sua vez, aumentado ou diminuído. Isso significa que as variações do fluxo de consumo estão, em geral, *na mesma direção* (embora de grandeza menor) que as variações do fluxo de rendimento. A relação entre um incremento de consumo e o incremento na poupança a que ele está associado é determinada pela propensão marginal a consumir. A relação, assim determinada, entre um incremento do investimento e o incremento correspondente à renda agregada, ambos medidos em unidades de salários, é dada pelo multiplicador de investimento.

Finalmente, se supusermos (como primeira aproximação) que o multiplicador de emprego é igual ao multiplicador de investimento, podemos, aplicando-o ao incremento (ou ao decréscimo) que os fatores anteriormente indicados provocam no fluxo de investimento, inferir dele o incremento do emprego.

Um incremento (ou decréscimo) do emprego pode, contudo, fazer subir (ou baixar) a curva da preferência pela liquidez, existindo três maneiras de aumentar a demanda da moeda, a saber: pelo fato de que o valor da produção sobe quando o emprego aumenta, mesmo que a unidade de salários e os preços (em unidades de salários) não

mudem; pelo fato de que a própria unidade de salários tende a subir à medida que o emprego melhora, e pelo fato de que o aumento da produção é acompanhado por uma alta de preços (em termos da unidade de salários), devida ao aumento dos custos em prazo curto.

A posição de equilíbrio será, portanto, afetada por estas repercussões e também por outras. Além disso, não há um só dos elementos anteriores que não esteja sujeito a variar sem prévio aviso e, às vezes, substancialmente. Como conseqüência, a extrema complexidade do curso real dos acontecimentos. Em todo caso, estes parecem ser os fatores que é conveniente e útil isolar. Quando examinamos um problema concreto de acordo com o esquema anterior, achamo-lo mais fácil de manejar, e a nossa intuição prática (que pode levar em conta um conjunto de fatos mais pormenorizados do que é possível tratar segundo princípios gerais) se exercerá sobre um material menos inabordável.

### III

O que ficou dito é um resumo da Teoria Geral. Os fenômenos reais do sistema econômico, porém, estão também coloridos por certas características especiais de propensão a consumir, da escala da eficiência marginal do capital e da taxa de juros, sobre as quais podemos generalizar com segurança, a partir da experiência, mas que não são, logicamente, necessárias.

Em especial, é uma das características essenciais do sistema econômico em que vivemos não ser ele violentamente instável, mesmo estando sujeito a severas flutuações no que concerne à produção e ao emprego. Na verdade ele parece apto a permanecer em condições crônicas de atividade subnormal durante um tempo considerável sem tendência marcada para a recuperação ou o colapso completo. Ademais, a evidência prova que o pleno emprego, ou mesmo o aproximadamente pleno, é uma situação tão rara quanto efêmera. As flutuações podem começar de repente, mas parecem atenuar-se antes de chegar a grandes extremos, e o nosso destino é a situação intermediária, não propriamente desesperada e tampouco satisfatória. Foi no fato de que as flutuações tendem a atenuar-se por si mesmas antes de alcançarem limites extremos e de, eventualmente, se inverterem que se baseou a teoria dos *ciclos* econômicos de fase regular. O mesmo se aplica aos preços que, em resposta a uma causa inicial de perturbação, se mostram aptos a encontrar um nível em que podem permanecer relativamente estáveis por certo tempo.

Ora, como estes fatos da experiência não são deduzidos por necessidade lógica, deve-se admitir que eles, por sua natureza, produzem estes resultados em virtude das tendências psicológicas e das circunstâncias do mundo moderno. Será, portanto, útil começar examinando quais são as tendências psicológicas que, por hipótese, tornam um sistema estável, e depois verificar se é plausível, levando em conta os

nossos conhecimentos gerais da natureza humana contemporânea, atribuí-las ao mundo em que vivemos.

Segundo a análise precedente, as condições de estabilidade próprias para explicar os resultados observados são as seguintes:

(i) A propensão marginal a consumir é tal que, quando a produção de determinada comunidade aumenta (ou diminui) porque se aplica mais (ou menos) mão-de-obra ao seu equipamento de capital, o multiplicador que relaciona os dois aumentos é superior à unidade, mas não muito grande.

(ii) Quando se produz uma variação no rendimento provável do capital ou na taxa de juros, a curva da eficiência marginal do capital deverá ser tal que a variação do novo investimento não fique em grande desproporção com a mudança no primeiro, isto é, as variações moderadas no rendimento provável do capital ou na taxa de juros não devem ser associadas a variações muito grandes de fluxo de investimento.

(iii) Quando o volume de emprego varia, os salários nominais tendem a variar na mesma direção, mas não de forma muito desproporcionada, isto é, as variações moderadas no emprego não se acompanham de grandes alterações nos salários nominais. Esta é uma condição da estabilidade dos preços ao invés do emprego.

(iv) Podemos acrescentar uma quarta condição que não se relaciona tanto com a estabilidade do sistema como com a tendência de as flutuações, em certo sentido, se inverterem no devido tempo; tal condição é a de que um fluxo de investimento, superior (ou inferior) ao que prevalecia, começa a reagir desfavoravelmente (ou favoravelmente) sobre a eficiência marginal do capital se se prolongar por um período que, medido em anos, não seja muito longo.

(i) Nossa primeira condição de estabilidade (a de que o multiplicador, embora superior à unidade, não é muito elevado) é perfeitamente plausível se considerada uma característica psicológica da natureza humana. À medida que a renda aumenta, as necessidades não satisfeitas tornam-se menos prementes e a margem sobre o nível de vida estabelecido aumenta; quando a renda real diminui, verifica-se o contrário. É, portanto, natural — ao menos para o termo médio da comunidade — que, em caso de aumento de emprego, o consumo corrente se amplie, porém em menor proporção que o incremento absoluto da renda real, e que, em caso de diminuição do emprego, ele decline, embora não tanto quanto a baixa absoluta do rendimento real. Além disso, o que é certo para a maioria dos indivíduos provavelmente também o será para os governos, especialmente numa época em que o

aumento progressivo do desemprego obriga, geralmente, o Estado a fornecer ajuda com recursos empregados.

Quer esta lei psicológica, *a priori*, pareça ou não plausível ao leitor, o fato é que a realidade seria bastante diferente se tal lei não fosse válida. Nesse caso, um acréscimo do investimento, por menor que fosse, desencadearia um aumento cumulativo da demanda efetiva até que se alcançasse uma situação de pleno emprego, ao passo que uma diminuição do investimento provocaria uma queda cumulativa da demanda efetiva até que ninguém mais tivesse emprego. Não obstante isso, a experiência prova que nos encontramos, geralmente, em posição intermediária. Não é impossível haver uma área onde, de fato, reine a instabilidade; mas, se assim o é, será provavelmente em estreitos limites, além dos quais e em qualquer direção a nossa lei psicológica é, incontestavelmente, válida. Além disso, é evidente também que o multiplicador, embora ultrapasse a unidade, não é, em circunstâncias normais, excessivamente grande. Se o fosse, determinada variação no fluxo de investimento implicaria grande modificação (apenas limitada pelo emprego pleno ou nulo) no fluxo de consumo.

(ii) Enquanto a primeira condição nos garante que uma variação moderada no fluxo de investimento não provocará outra variação indefinidamente grande na demanda de bens de consumo, nossa segunda condição estabelece que uma variação moderada no rendimento provável dos bens de capital ou na taxa de juros não provocará uma variação de grandeza indeterminada no fluxo de investimento. Este é provavelmente o caso, devido ao custo crescente de uma produção mais volumosa com o equipamento existente. Decerto, se partirmos de uma posição em que existam grandes excedentes de recursos para a produção de bens de capital, pode haver, dentro de certos limites, uma instabilidade considerável; o mesmo não sucederá, porém, se o excedente de recursos for utilizado em grande escala. Além disso, esta condição marca um limite à instabilidade resultante das rápidas variações do rendimento provável dos bens de capital, como acontece no caso de bruscas flutuações da psicologia nos meios de negócios ou após invenções que marcam época — talvez mais em direção ascendente que descendente.

(iii) Nossa terceira condição concorda com nossa experiência da natureza humana. Embora a luta pelos salários nominais tenha por fim essencial, como já assinalamos, manter um elevado salário *relativo*, é provável que, à medida que o emprego aumenta, essa luta venha a intensificar-se em cada caso individual: primeiro porque o operário se beneficia nas negociações de uma posição mais favorável, e depois porque a reduzida utilidade marginal do seu salário e a melhoria de sua margem financeira o tornam mais inclinado a correr riscos. Assim sendo, estas influências atuarão dentro de certos limites, e os trabalhadores



não procurarão um salário nominal muito maior quando o emprego aumenta, ou preferirão suportar certo grau de desemprego a consentirem numa sensível redução dos salários.

Mas, outra vez, seja esta conclusão plausível ou não *a priori*, a experiência mostra que deve haver uma lei psicológica deste tipo válida na realidade. Isso porque, se a concorrência entre os trabalhadores sem emprego conduzisse sempre a uma grande redução dos salários nominais, o nível de preços estaria sujeito a uma violenta instabilidade. Ademais, não poderia haver posição de equilíbrio estável, salvo em condições compatíveis com o pleno emprego, desde o momento em que a unidade de salários devesse baixar sem limite, até que o efeito da abundância de dinheiro, em unidades de salários, sobre a taxa de juros fosse suficiente para estabelecer um nível de pleno emprego. Em nenhum outro ponto poderia haver equilíbrio durável.<sup>146</sup>

(iv) Nossa quarta condição, que não é tanto de estabilidade como de recessão e de recuperação alternadas, baseia-se, simplesmente, na presunção de que os bens de capital datam de épocas diversas, gastam-se com o tempo e nem todos são muito duráveis; assim, se o fluxo de investimento cai além de certo nível mínimo, basta certo lapso de tempo (à falta de grandes flutuações em outros elementos) para determinar, na eficiência marginal do capital, uma alta bastante forte para que se restabeleça o fluxo de investimento acima desse mínimo. E, naturalmente, de modo similar, se os investimentos sobem a um nível maior que antes, basta igualmente certo lapso de tempo para determinar na eficiência marginal do capital uma baixa suficientemente forte para provocar uma recessão, a não ser que mudanças compensadoras se produzam em outros fatores.

Por essa razão, é provável que mesmo aqueles graus de recuperação e de recessão que podem ocorrer dentro das limitações estabelecidas pelas nossas outras condições de estabilidade provoquem um movimento de retrocesso, até que as mesmas forças de antes tornem a inverter a direção, se persistirem por um lapso de tempo suficiente e não forem contrariadas por variações nos outros elementos.

As nossas quatro condições tomadas em conjunto bastam, portanto, para explicar os aspectos salientes da nossa experiência real, isto é, mostram que oscilamos, evitando os extremos mais graves das flutuações no emprego e nos preços em ambas as direções, ao redor de uma posição intermediária, sensivelmente abaixo do pleno emprego e sensivelmente acima do mínimo, já que uma queda abaixo deste mínimo constitui um perigo de vida.

Não devemos, porém, concluir que a posição intermediária assim

146 Os efeitos das variações na unidade de salário serão tratados em detalhe no cap. 19.

determinada pelas tendências “naturais”, a saber, pelas tendências que provavelmente persistirão à falta de medidas expressamente destinadas a corrigi-las, corresponda a uma situação inevitável. O predomínio das condições anteriores é um fato observado no mundo, tanto no presente como no passado, mas não um princípio necessário que não possa ser modificado.

# **LIVRO QUINTO**

## **SALÁRIOS NOMINAIS E PREÇOS**

# CAPÍTULO 19

## Variações nos Salários Nominais

### I

Teria sido preferível examinar os efeitos das variações nos salários nominais em capítulo anterior, pois a teoria clássica tem o costume de basear numa pretensa fluidez dos salários nominais a suposta aptidão do sistema econômico para se ajustar por si mesmo; e, quando há rigidez, de atribuir a essa rigidez a responsabilidade pelos desajustamentos.

Era impossível, entretanto, fazer um estudo completo desta questão antes de ter exposto a nossa própria teoria, pois as conseqüências de uma alteração nos salários nominais são complexas. Uma redução dos salários é capaz, em determinadas circunstâncias, de estimular a produção, tal como o supõe a teoria clássica. A diferença entre esta teoria e a minha reside principalmente na matéria de análise, de modo que não poderia expô-la claramente antes que o leitor estivesse familiarizado com meu método.

A explicação geralmente admitida é, no meu entender, muito simples. Ela não depende das repercussões indiretas, como as que examinaremos em seguida. O argumento consiste simplesmente em que uma redução nos salários nominais estimulará, *coeteris paribus*, a demanda ao fazer baixar o preço dos produtos acabados, aumentando, portanto, a produção e o emprego até o ponto em que a redução que os operários concordaram aceitar em seus salários nominais fique compensada justamente pela eficiência marginal decrescente do trabalho à medida que aumenta a produção (de determinado equipamento).

Em sua forma mais rudimentar, isto equivale a supor que a redução dos salários nominais não afetará a demanda. Há, talvez, alguns economistas que sustentam não haver razão para que a demanda seja afetada, argüindo que a demanda agregada depende da quantidade de moeda multiplicada pela velocidade-renda da mesma, e que não há

razão evidente para que uma redução dos salários nominais diminua a quantidade de moeda ou a sua velocidade-renda. Poderão sustentar, ainda, que a baixa dos salários aumenta necessariamente os lucros. Parece-me mais normal, entretanto, convir que a redução dos salários nominais pode ter *algum* efeito sobre a demanda agregada através da queda que ocasiona no poder de compra de alguns trabalhadores, embora a demanda real de outros fatores, cujas rendas nominais não foram reduzidas, se veja estimulada pela baixa de preços, e a demanda agregada dos próprios trabalhadores aumente, com bastante probabilidade, como resultado do maior volume de emprego, a não ser que a elasticidade da demanda de mão-de-obra, em resposta às modificações nos salários nominais, seja inferior à unidade. Conseqüentemente, quando o novo equilíbrio se estabelece, há mais emprego do que existiria em outras condições, exceto, talvez, em alguns casos extremos que carecem de realidade na prática.

Dirirjo, fundamentalmente, deste tipo de análise, ou melhor, do que parece estar por trás de observações como as anteriores, pois, enquanto o que ficou dito representa muito bem, segundo creio, o espírito com que falam e escrevem muitos economistas, raras vezes o raciocínio em que se baseiam foi exposto detalhadamente.

Parece, entretanto, provável que se tenha chegado a esse modo de pensar da maneira que se segue. Em qualquer indústria, temos uma curva da demanda do seu produto que relaciona as quantidades disponíveis para a venda aos preços solicitados; temos uma série de curvas de oferta indicando os preços que serão exigidos para a venda de diferentes quantidades em cada base de custo; e a combinação destas curvas permite obter uma nova que, supondo a invariabilidade dos demais custos (exceto como conseqüência de uma mudança na produção), nos dá a curva da demanda de mão-de-obra na indústria, relacionando o volume de emprego com os diferentes níveis de salário, sendo que a forma desta curva em cada um dos seus pontos fornece a elasticidade da demanda de mão-de-obra. Transfere-se, então, este conceito sem modificações substanciais para o conjunto da indústria, e supõe-se, por analogia, que temos para a indústria inteira uma curva da demanda de mão-de-obra relacionando o volume de emprego com diferentes níveis de salários. Afirma-se que este argumento não se altera essencialmente, quer se raciocine em termos de salários nominais ou reais. Se pensamos em termos de salários nominais, temos, naturalmente, de fazer as correções correspondentes às variações no valor da moeda; mas isso não altera a tendência geral do argumento, pois decerto os preços não variam em proporção exata com as modificações nos salários nominais.

Se é esta a base do raciocínio (e do contrário não sei qual possa ser), trata-se, evidentemente, de algo falacioso. Para traçar, pois, a curva da demanda em indústrias em particular, é indispensável adotar

certas hipóteses fixas quanto à forma das curvas da oferta e da procura nas outras indústrias e quanto ao montante da demanda agregada efetiva. Não é válido, portanto, aplicar o argumento à indústria em conjunto, a não ser que lhe transfiramos também a nossa hipótese de que a demanda efetiva agregada é fixa. Esta hipótese reduz, porém, o argumento a um *ignoratio elenchi*. Ninguém pensaria, pois, em negar a proposição de que uma redução dos salários nominais, *acompanhada de demanda efetiva agregada idêntica a níveis anteriores*, é seguida por um aumento de emprego; mas a questão que se propõe é justamente saber se os salários nominais reduzidos serão ou não acompanhados por uma demanda agregada efetiva que, medida em dinheiro, seja igual à demanda anterior, ou pelo menos não tenha sofrido uma redução plenamente proporcional à dos salários nominais (isto é, que seja um tanto maior, quando medida em unidades de salários). Se não é permitido, porém, à teoria clássica estender suas conclusões, por analogia, da indústria em particular à indústria em conjunto, ela é inteiramente incapaz de responder que efeitos produzirá sobre o emprego uma baixa dos salários nominais. Não há, pois, nenhum método de análise que possibilite resolver o problema. Parece-me que a *Theory of Unemployment* do professor Pigou extrai da teoria clássica tudo quanto se pode tirar dela, com o resultado de que o livro se converte numa demonstração surpreendente de que essa teoria nada tem para oferecer quando aplicada ao problema de saber o que determina o volume real do emprego no agregado.<sup>147</sup>

## II

Apliquemos, portanto, o próprio método de análise à solução do problema. O método divide-se em duas questões. (1) Uma redução nos salários nominais, *coeteris paribus*, tende a aumentar diretamente o emprego, e com "*coeteris paribus*" se quer dizer que a propensão a consumir, a curva da eficiência marginal do capital e a taxa de juros são as mesmas que antes para a comunidade em conjunto? (2) De maneira certa ou provável uma redução nos salários nominais tende a afetar o emprego num sentido particular, através de suas repercussões certas ou prováveis sobre esses três fatores?

Já respondemos à primeira pergunta em sentido negativo nos capítulos anteriores. Demonstramos que o nível de emprego depende unicamente do da demanda efetiva medida em unidades de salários, e que sendo esta a soma do consumo provável e do investimento provável, não pode variar se a propensão a consumir, a curva da eficiência marginal do capital e a taxa de juros permanecem constantes. Se, na

147 Num Apêndice ao presente capítulo será criticada em detalhe a *Theory of Unemployment*, do prof. Pigou.

ausência de qualquer modificação nestes elementos, os empresários aumentassem o volume de emprego, seus rendimentos seriam necessariamente inferiores ao preço da oferta.

Para refutar a conclusão sumária de que uma redução dos salários nominais aumentaria o emprego “porque reduz o custo de produção”, talvez seja útil seguir o curso dos acontecimentos na hipótese mais adequada a este raciocínio, isto é, que os empresários *esperam* que a redução dos salários nominais produza esse efeito. Sem dúvida, não é improvável que o empresário individual, vendo diminuir seus próprios custos, comece negligenciando efeitos sobre a demanda de seu produto e atue baseado na hipótese de que será capaz de vender com lucro uma produção maior que a de antes. Se os empresários em geral regularem sua atitude baseando-se nesta expectativa, conseguirão eles, na realidade, aumentar os seus lucros? Somente se a propensão marginal a consumir da comunidade for igual à unidade, de modo que não haja lacuna entre o incremento dos rendimentos e o incremento do consumo; ou então se houver um aumento no investimento que corresponda à lacuna existente entre o incremento da renda e o incremento do consumo, o que só acontecerá no caso de a curva das eficiências marginais do capital ter aumentado relativamente à taxa de juros. Desse modo, os resultados obtidos com o aumento de produção desanimarão os empresários, e o emprego voltará, outra vez, ao seu nível anterior, salvo se a propensão marginal a consumir for igual à unidade ou a redução dos salários nominais resultar num aumento da escala das eficiências marginais do capital em relação à taxa de juros e, portanto, no montante do investimento. Se os empresários oferecem bastante emprego, admitindo-se que possam vender sua produção ao preço previsto, para que, das rendas correspondentes a esse emprego, o público retire poupança superior ao investimento correspondente, os empresários arriscam-se a sofrer um prejuízo igual à diferença; este será o caso, seja qual for o nível dos salários nominais. Na melhor das hipóteses, a data do seu desapontamento apenas será retardada por um intervalo de tempo no qual os seus próprios investimentos para acréscimo do capital circulante estiverem preenchendo a lacuna.

Desse modo, a redução dos salários nominais não tenderá a aumentar o emprego durante muito tempo, a não ser pelas suas repercussões sobre a propensão da comunidade em conjunto a consumir, sobre a curva da eficiência marginal do capital ou sobre a taxa de juros. Não há outro método, para analisar as conseqüências de tal redução, que o de acompanhar os seus possíveis efeitos sobre esses três fatores.

Na prática, as repercussões mais importantes sobre estes fatores parecem ser as seguintes:

- (1) Uma redução dos salários nominais diminuirá, em certa me-

didada, os preços. Acarretará, portanto, certa redistribuição da renda real (a) dos assalariados para outros fatores que entrem no custo primário marginal e cuja remuneração não tenha sido reduzida, e (b) dos empresários para os rendeiros aos quais se garantiu certo rendimento fixo em termos monetários.

Qual será o efeito dessa redistribuição sobre a propensão a consumir da comunidade em conjunto? A transferência de rendimento dos que recebem salários para outros fatores de produção tenderá, provavelmente, a reduzir a propensão a consumir. O resultado da transferência dos empresários para os que vivem de renda é mais duvidoso. Se os que vivem de renda, porém, representam, em conjunto, a parte mais rica da comunidade e o grupo cujo nível de vida é menos flexível, o efeito será também desfavorável. Só podemos conjecturar sobre qual será o resultado líquido da soma destas considerações. Provavelmente será mais adverso que favorável.

(2) Se nos referimos a um sistema não fechado, e se a redução dos salários nominais for uma *redução relativamente aos salários nominais no estrangeiro*, quando ambos se convertem a uma unidade comum, evidentemente a mudança será favorável ao investimento, visto tender a melhorar o saldo da balança comercial. Isso implica, naturalmente, que a vantagem não seja anulada por alterações nas tarifas, cotas etc. Se a crença tradicional na eficácia de uma redução de salários nominais como meio de aumentar o emprego é mais firme na Grã-Bretanha do que nos Estados Unidos, isso se deve, provavelmente, ao fato de este último país ser um sistema fechado em comparação com o britânico.

(3) No caso de um sistema aberto, é provável que uma redução dos salários nominais, embora aumente o saldo favorável da balança comercial, piore os termos comerciais. Portanto, haverá uma redução nos rendimentos, salvo no caso dos recém-empregados, o que pode influir no aumento da propensão a consumir.

(4) Se se espera que a baixa dos salários nominais seja uma *redução relativamente aos salários nominais no futuro*, a mudança será favorável ao investimento, porque, como vimos antes, aumentará a eficiência marginal do capital, ao mesmo tempo que, pela mesma razão, poderá ser favorável ao consumo. Se, por outro lado, a redução leva à expectativa ou, pelo menos, à séria possibilidade de uma baixa posterior, terá justamente o efeito contrário, pois diminuirá a eficiência marginal do capital e provocará o adiamento do investimento e do consumo.

(5) A redução da folha de salário, acompanhada por certa baixa



nos preços e nos rendimentos monetários em geral, diminuirá a necessidade de recursos líquidos para o pagamento de rendimentos e para as transações; e, por conseqüência, fará baixar *pro tanto* a curva da preferência pela liquidez da comunidade em conjunto. *Coeteris paribus*, isto reduzirá a taxa de juros e será favorável ao investimento. Neste caso, o efeito da previsão, relativamente ao futuro, será de tendência oposta à que consideramos em (4). Se se espera, portanto, mais tarde, um novo aumento dos salários e dos preços, a reação favorável será muito menos acentuada no caso dos empréstimos a longo do que nos a curto prazo. Além disso, se a redução dos salários diminui a confiança no plano político por causa do descontentamento popular, o aumento na preferência pela liquidez decorrente desta causa poderá compensar a liberação de recursos líquidos da circulação ativa.

(6) Desde que uma redução especial dos salários nominais é sempre vantajosa para um empresário ou indústria, individualmente, uma redução geral (embora os seus efeitos reais sejam diferentes) pode, também, dar um tom otimista às idéias dos empresários, os quais, por sua vez, podem romper o círculo vicioso dos cálculos indevidamente pessimistas sobre a eficiência marginal do capital e regular as coisas de modo que estas funcionem sobre bases mais normais de expectativa. Por outro lado, se os trabalhadores cometerem o mesmo erro que seus patrões sobre os efeitos de uma redução geral, as disputas trabalhistas poderão anular esta circunstância favorável; eventualidade esta tanto mais de temer pelo fato de não existir, via de regra, meio algum de conseguir uma redução igual e simultânea dos salários nominais em todas as indústrias e, portanto, cada trabalhador tem interesse em opor-se a ela em seu caso particular. De fato, um movimento dos empregadores com vista a uma redução dos salários nominais pela revisão dos contratos encontrará resistência muito maior que a baixa gradual e automática dos salários reais como resultado da alta dos preços.

(7) Por outro lado, a influência deprimente que exerce sobre os empresários a responsabilidade crescente das dívidas pode neutralizar, em parte, qualquer reação otimista proveniente da redução dos salários. Na verdade, se a baixa dos salários e dos preços alcança certa extensão, os empresários fortemente endividados podem chegar logo ao estado de insolvência, com efeitos extremamente adversos sobre o investimento. Ademais, as conseqüências de um nível inferior de preços sobre a carga real da dívida nacional e, portanto, sobre os impostos são de natureza a provocar nos meios de negócios um profundo abalo da confiança.

A enumeração precedente não é uma lista completa das conseqüências que, no complexo mundo real, podem ser causadas por uma

redução dos salários. Entretanto, inclui, no meu entender, as comumente mais importantes.

Portanto, se limitarmos o nosso raciocínio ao caso de um sistema fechado, e admitirmos que nada se pode esperar, a não ser simplesmente o contrário, das repercussões que a nova distribuição da renda real produz sobre a propensão da comunidade a despendê-la, a esperança de que uma redução dos salários nominais possa atuar favoravelmente sobre o emprego deve basear-se, principalmente, numa melhoria do investimento devida a um aumento na eficiência marginal do capital segundo (4), ou numa taxa menor de juros de acordo com (5). Examinaremos mais de perto estas duas possibilidades.

A contingência favorável de um aumento na eficiência marginal do capital é aquela em que se julga que os salários nominais tenham alcançado o seu limite inferior, de modo que as variações posteriores tenham de ser em direção ascendente. A contingência mais desfavorável é aquela em que os salários nominais descem lentamente e em que cada redução diminui a confiança na probabilidade que têm os mesmos de se manterem. Quando entramos num período de declínio da demanda efetiva, uma baixa repentina e substancial dos salários nominais, levando-os a um nível tão ínfimo que ninguém pudesse acreditar na sua continuidade indefinida, seria o acontecimento mais favorável para restaurar a demanda efetiva. Mas isso só poderia ser realizado por uma decisão administrativa, e dificilmente seria possível num regime de livre discussão dos salários. Por outro lado, seria muito mais vantajoso que os salários fossem rigidamente fixados e julgados isentos de variações importantes do que a ocorrência de períodos de depressão acompanhados de uma tendência progressiva para a baixa dos salários nominais, com a esperança de que cada nova redução moderada nos salários traduzisse um aumento de, digamos, 1% no volume de desemprego. Supondo, por exemplo, que se espera uma baixa de, digamos, 2% nos salários durante o ano seguinte, essa previsão determinará um efeito mais ou menos equivalente ao de uma alta de 2% no juro pagável por um empréstimo de igual duração. As mesmas observações aplicam-se *mutatis mutandis* a um período de expansão.

Segue que, com as práticas e as instituições existentes no mundo contemporâneo, é mais conveniente abandonar uma política de salários nominais rígidos do que uma política flexível, que se adapte gradualmente às variações do desemprego, isto é, no que se refere à eficiência marginal do capital. Mas não se alterará esta conclusão quando tratarmos a taxa de juros?

Por isso, é sobre o efeito que um nível decrescente de preços e salários provoca na demanda de dinheiro que devem basear o peso de sua argumentação os que acreditam na capacidade do sistema econômico de ajustar-se automaticamente, embora não me conste que o tenham feito jamais. Se a quantidade de moeda é por si mesma função

do nível de salários e preços, não há, de fato, nada a esperar neste sentido. Porém, se a quantidade de moeda for virtualmente fixa, é evidente que, por meio de uma redução adequada dos salários, a quantidade de moeda medida em unidades de salários pode ser aumentada indefinidamente, e que o seu montante, em proporção aos rendimentos em geral, pode ser grandemente aumentado, dependendo o limite desse aumento da proporção que o custo dos salários conserva com o custo primário marginal e da reação de outros elementos do custo primário marginal relativamente à baixa na unidade de salários.

Podemos, portanto, ao menos teoricamente produzir os mesmos efeitos sobre a taxa de juros, reduzindo os salários sem alterar a quantidade de moeda e aumentando a quantidade de moeda sem alterar o nível dos salários. Daí, deduz-se que as reduções dos salários, como método de assegurar o pleno emprego, estão sujeitas às mesmas limitações que o método para aumentar a quantidade de moeda. As mesmas razões antes mencionadas, que limitam a eficácia dos aumentos na quantidade de dinheiro como meio de elevar o investimento à cifra ótima, aplicam-se, *mutatis mutandis*, às reduções de salários. Assim como um acréscimo moderado na quantidade de moeda pode exercer uma influência inadequada sobre a taxa de juros a longo prazo, um aumento excessivo pode neutralizar, pelos seus efeitos perturbadores sobre a confiança, as outras vantagens que apresenta; do mesmo modo, uma redução moderada nos salários nominais pode revelar-se pouco eficaz, enquanto a redução exagerada, supondo que fosse exequível, poderia destruir a confiança.

Não há, portanto, motivo para crer que uma política flexível de salários possa manter um estado permanente de pleno emprego, nem como pensar que uma política monetária de mercado aberto possa atingir, sozinha, este resultado. Tais meios não são suficientes para conferir ao sistema econômico a propriedade de se ajustar por si mesmo.

Se, na realidade, os trabalhadores pudessem intervir (e assim o fizessem) sempre que o emprego fosse inferior ao nível pleno, para reduzir por uma ação combinada as suas demandas de moeda, no ponto em que a abundância de dinheiro relativamente à unidade de salários bastasse para fazer baixar a taxa de juros a um nível compatível com o pleno emprego, a administração da política monetária estaria, de fato, nas mãos dos sindicatos operários, com vista ao pleno emprego, e não nas do sistema bancário.

Embora uma política flexível de salários e uma política monetária flexível venham a constituir, analiticamente, a mesma coisa, visto que ambas são meios de alterar a quantidade de moeda medida em unidades de salários, não é menos verdade que, a outros respeito, haja diferenças fundamentais entre as mesmas. Gostaria de recordar brevemente ao leitor as três considerações principais.

(i) Exceto numa comunidade socializada onde a política salarial é fixada por decreto, não há meio algum de assegurar reduções uniformes de salários para todas as categorias de mão-de-obra. O resultado só pode ser conseguido por uma série de mudanças graduais e irregulares, que nenhum critério de justiça social ou de conveniência econômica justifica, e que, provavelmente, só se completam depois de lutas desastrosas e nocivas, nas quais os que se acham em posição mais fraca para negociar padecem em comparação com os outros. Por outro lado, a modificação da quantidade de dinheiro já está na alçada da minoria dos governos, que a realizam por meio da política de mercado aberto ou medidas análogas. Considerando a natureza humana e nossas instituições, somente uma pessoa insensata preferiria uma política de salários flexíveis a uma política monetária elástica, a não ser que pudesse invocar a favor da primeira vantagens impossíveis de serem obtidas com a segunda. Além disso, em igualdade de condições em outros aspectos, um método comparativamente fácil de aplicar deveria ser preferível a outro sem dúvida mais difícil, a ponto de ser impraticável.

(ii) Quando os salários nominais permanecem constantes, os preços só podem variar (exceção feita, por exemplo, aos preços "dirigidos" ou aos de monopólio, que são determinados por outros fatores além do custo marginal) por motivo da diminuição da produtividade marginal do equipamento que acompanha o aumento da produção. Assim, manter-se-á a maior equidade exequível entre a mão-de-obra e os fatores cuja remuneração nominal fixa é garantida por contrato, ou seja, os que vivem de rendas e as pessoas que têm ordenados fixos nos quadros permanentes das empresas, das instituições ou do Estado. Para que as classes sociais importantes tenham remuneração nominal que permaneça fixa em qualquer caso, a justiça e a conveniência social ficam mais bem servidas se a remuneração de *todos* os fatores for, de certo modo, inflexível em termos de dinheiro. Levando-se em conta os grandes grupos de rendas que são comparativamente inflexíveis em termos nominais, apenas uma pessoa injusta pode preferir uma política flexível de salários a outra flexível da moeda, a não ser que a primeira ofereça vantagens que não se podem obter na segunda.

(iii) O método para aumentar a quantidade de dinheiro em unidades de salários, através da redução da unidade dos mesmos, eleva proporcionalmente a carga dos débitos, ao passo que o mesmo resultado pelo aumento da quantidade de moeda, sem mudar a unidade de salários, causa o efeito oposto. Considerando a carga excessiva de muitos tipos de débitos, somente uma pessoa inexperiente pode preferir o primeiro.

(iv) Se para conseguir uma queda da taxa de juros for preciso reduzir o nível de salários, existirá, pelas razões expostas antes, um

duplo empecilho à eficiência marginal do capital e um duplo motivo para adiar os investimentos, retardando, assim, a recuperação.

### III

Daí se deduz que, se a mão-de-obra respondesse à diminuição gradual do emprego, oferecendo seus serviços por um salário nominal gradualmente baixo, não resultaria disso, como regra geral, nenhuma diminuição dos salários reais, que aliás poderiam aumentar, por meio de sua influência adversa sobre o volume de produção. O efeito principal de semelhante política seria causar grande instabilidade de preços, talvez violenta o bastante para tornar fúteis os cálculos empresariais em uma economia funcionando como aquela em que vivemos. Supor que a política de salários flexíveis seja um atributo normal e correlato de um sistema baseado, em seu conjunto, no princípio de *laissez-faire* é o oposto à verdade. Apenas em uma sociedade altamente autoritária, capaz de impor mudanças súbitas, substanciais e completas, poderia funcionar com êxito uma política de salários flexíveis. Pode-se imaginá-la operando na Itália, na Alemanha ou na Rússia, mas não na França, nos Estados Unidos ou na Grã-Bretanha.

Se, como na Austrália, fosse feita a tentativa de fixar, por via legislativa, os salários reais, haveria, então, certo volume de emprego correspondente ao nível dos mesmos; e o volume efetivo de emprego, num sistema fechado, oscilaria violentamente entre esse nível e a ausência total de emprego, conforme o investimento fosse superior ou inferior ao montante compatível com o dito volume, ao passo que os preços se achariam em equilíbrio instável quando o investimento alcançasse o nível crítico, tendendo para zero quando este se encontrasse abaixo do dito nível, e subindo até o infinito quando ele estivesse acima. O elemento de estabilidade, se acaso existisse, teria de ser encontrado no fato de as forças que governam a quantidade de moeda estarem determinadas de tal modo que sempre houvesse algum nível de salários nominais no qual a quantidade de moeda fosse a necessária para criar uma relação entre a taxa de juros e a eficiência marginal do capital requerida para manter o investimento no nível crítico. Nesta circunstância, o emprego seria, então, constante (no nível adequado para o salário real legal) e os salários nominais e os preços oscilariam rapidamente na medida justa para manter esta taxa de investimento na cifra conveniente. No caso concreto da Austrália a solução foi encontrada, em parte, é claro, na inevitável incapacidade da legislação para atingir os seus fins, mas, em parte, também, no fato de que a Austrália não é um sistema fechado, de modo que o nível dos salários nominais era, por si mesmo, uma determinante do investimento externo e, conseqüentemente, do investimento total, enquanto a relação de intercâmbio exercia uma influência importante sobre os salários reais.

À luz destas considerações, sou agora de opinião que a manu-

tenção de um nível geral estável de salários nominais é, resumindo todas as considerações, a política mais aconselhável para um sistema fechado; a mesma conclusão permanece válida para um sistema aberto, desde que o equilíbrio com o resto do mundo possa ser assegurado pelas flutuações do câmbio. A existência de certo grau de flexibilidade dos salários em determinadas indústrias tem suas vantagens, desde que sirva para facilitar a transferência de mão-de-obra das indústrias que se encontram em decadência relativa para as que estão relativamente progredindo. O nível geral dos salários nominais, porém, deve ser mantido tão estável quanto possível, pelo menos em períodos curtos.

Esta política terá como resultado um grau conveniente de estabilidade no nível dos preços — maior estabilidade, em todo caso, do que com uma política de salários flexíveis. Excetuando-se os preços “dirigidos” ou os de monopólio, o nível de preços só se modificará em períodos curtos à medida que as variações do emprego afetem os custos primários marginais; já nos períodos longos, só variará em consequência da baixa do custo de produção devida a novas técnicas e a equipamentos novos ou ampliados.

É verdade que, se apesar de tudo ocorrerem grandes flutuações no emprego, elas serão acompanhadas de substanciais variações no nível dos preços. Estas flutuações, como disse, serão, porém, menos importantes do que uma política de salários flexíveis.

Assim sendo, com uma política rígida de salários, a estabilidade dos preços está ligada, em períodos curtos, à ausência de flutuações no emprego. Por outro lado, no que concerne aos períodos longos, ainda nos resta escolher entre uma política de salários estáveis, permitindo aos preços que baixem lentamente com o progresso da técnica e do equipamento, e uma política de preços estáveis, deixando os salários subir lentamente. Em linhas gerais, prefiro a segunda alternativa, porque é mais fácil conservar o nível real de emprego dentro de determinada escala de pleno emprego, com esperança de maiores salários no futuro do que com a expectativa de salários menores, e também em virtude das vantagens sociais de alívio gradual das dívidas, da maior facilidade nos deslocamentos de mão-de-obra das indústrias que declinam para as que progridem, e do estímulo psicológico que ordinariamente resulta de uma tendência moderada a subir dos salários nominais. Mas isso não envolve nenhum princípio essencial, e me faria ir além de meu presente objetivo, para expor, em detalhe, argumentos em ambos os sentidos.

# APÊNDICE AO CAPÍTULO 19

## A “Theory of Unemployment” do Professor Pigou

Em sua *Theory of Unemployment* o professor Pigou faz o volume de emprego depender de dois fatores fundamentais, a saber: (1) as taxas de salários reais estipulados pelos trabalhadores; e (2) a forma da Função da Demanda Real de Mão-de-obra. As partes centrais de seu livro procuram determinar a forma desta função. A circunstância de que os trabalhadores estipulam, de fato, os seus salários, não em termos reais, mas nominais, não é ignorada, mas admite-se, com efeito, que a taxa efetiva de salários nominais, dividida pelo preço dos bens de consumo salariais, pode servir de medida à taxa real que se procura.

As equações que, como ele diz, “constituem o ponto de partida do estudo” da Função da Demanda Real de Mão-de-obra são dadas na página 90 de sua *Theory of Unemployment*, mas como as hipóteses tácitas que regem a aplicação de sua análise desaparecem quase no princípio da sua argumentação, farei um resumo da matéria por ele tratada até o ponto crucial.

O professor Pigou divide as indústrias em duas categorias, a saber: as que “produzem os bens de consumo salariais para uso no país, bem como os bens exportáveis cuja venda no exterior cria direitos sobre bens de consumo salariais no exterior”, e as “outras” indústrias, a que convém chamar, respectivamente, indústrias que produzem bens de consumo salariais e indústrias que produzem bens não destinados ao consumo salarial. Ele supõe que  $x$  homens estão empregados nas primeiras e  $y$  homens nas segundas. Chama  $F(x)$  ao valor dos bens de consumo salariais produzidos pelos  $x$  homens e  $F'(x)$  à taxa geral de salários. Isto, embora ele não se detenha a mencioná-lo, equivale a supor que o custo marginal do salário é igual ao custo primário marginal.<sup>148</sup> Além disso, supõe que  $x + y = \phi(x)$ , isto é, que o número de

148 A origem da prática errônea de igualar o custo marginal do salário ao custo primário

homens empregados nas indústrias de bens de consumo salariais é função do emprego total. Em seguida, mostra que a elasticidade da demanda real agregada de mão-de-obra (que nos dá a forma do nosso *quaesitum*, ou seja, a Função da Demanda Real de Mão-de-obra) pode escrever-se

$$E_r = \frac{\phi'(x)}{\phi(x)} \cdot \frac{F(x)}{F'(x)}.$$

No que respeita à notação, não há diferença significativa entre esta e as minhas próprias formas de expressão. Na medida em que possamos identificar os bens de consumo salariais do professor Pigou com os meus bens de consumo, e os seus “outros bens” com os meus bens de investimento, deduz-se que, sendo o seu  $\frac{F(x)}{F'(x)}$ , o valor da produção das indústrias de bens de consumo salariais medido em unidades de salários é o mesmo que o meu  $C_\omega$ . Além disto, sua função  $\phi$  (sujeita à identificação dos bens de consumo salariais com os bens de consumo) é uma função daquilo a que chamei antes o multiplicador do emprego  $K$ . Porque

$$\Delta x = K \Delta y,$$

de maneira que

$$\phi'(x) = 1 + \frac{1}{K}.$$

Destarte, “a elasticidade da demanda real agregada de mão-de-obra” do professor Pigou é uma estrutura semelhante a algumas das minhas, dependendo, em parte, das condições físicas e técnicas da indústria (na forma dada pela sua função  $F$ ) e, em parte, da propensão

marginal vem talvez de uma ambigüidade no sentido de *custo marginal do salário*. Podemos dar-lhe o significado tanto do custo de uma unidade adicional de produção, quando não é gravada por nenhum outro custo adicional além dos custos dos salários, como de custo adicional dos salários, que implica a produção de uma unidade adicional de riqueza, quando realizada nas condições mais econômicas, com a ajuda do equipamento existente ou de outros fatores não empregados. No primeiro caso, não podemos combinar com a mão-de-obra adicional a menor intervenção adicional do empresário, do capital circulante ou de qualquer coisa diferente do trabalho que se acrescentaria ao custo; nem sequer podemos permitir a essa mão-de-obra que desgaste o equipamento mais depressa do que o faria um menor contingente de trabalho. Visto que excluímos do custo primário marginal qualquer elemento de custo alheio ao trabalho, segue-se, naturalmente, que o custo marginal dos salários e o custo primário marginal são iguais. As conclusões de uma análise baseada nesta premissa, porém, quase não têm aplicação, visto que, na prática, a hipótese básica raramente se realiza, pois não somos bastante insensatos, na prática, para recusar associar ao trabalho adicional quantidades apropriadas de outros fatores, na medida em que se encontrem disponíveis, e a hipótese só se aplica, portanto, se supusermos que todos os fatores, excluindo-se o trabalho, já estão empregados ao máximo.



a consumir os bens de consumo salariais (na forma dada pela sua função  $\phi$ ); sempre com a condição de que os limitemos ao caso especial de que o custo marginal do trabalho seja igual ao custo primário marginal.

Para determinar o volume de emprego, o professor Pigou combina, então, uma função de oferta de mão-de-obra com sua “demanda real de mão-de-obra”. Supõe que isso seja uma função do salário real e nada mais, pois como também já supôs que o salário real é função do número de homens  $x$ , empregados nas indústrias que produzem bens de consumo salariais, isto equivale a supor que a oferta total de mão-de-obra, no nível existente de salários reais, é função de  $x$  e de nada mais. Isso quer dizer que  $n = \chi(x)$ , onde  $n$  é a oferta de mão-de-obra disponível a um salário real de  $F'(x)$ .

Assim, livre de qualquer complicação, a análise do professor Pigou equivale a uma tentativa de encontrar o volume efetivo de emprego por meio das equações

$$x + y = \phi(x)$$

e

$$n = \chi(x).$$

Aqui há, porém, três incógnitas e apenas duas equações. Parece claro que ele contornou esta dificuldade considerando  $n = x + y$ . Isto supõe, naturalmente, que há desemprego involuntário no sentido estrito da palavra, isto é, que a mão-de-obra disponível ao salário real existente está toda empregada. Neste caso,  $x$  tem o valor que satisfaz a equação

$$\phi(x) = \chi(x)$$

e quando achamos, assim, que o valor de  $x$  é igual a (digamos)  $n_1$ ,  $y$  deve ser igual a  $\chi(n_1) - n_1$ , e o emprego total  $n$  é igual a  $\chi(n_1)$ .

Vale a pena determo-nos um momento para considerar o que isto significa. Quer dizer que se a função da oferta de mão-de-obra se modifica, ficando disponível mais trabalho a dado salário real (de modo que  $n_1 + dn_1$  seja agora o valor de  $x$  que satisfaz a equação  $\phi(x) = \chi(x)$ ), a demanda pela produção das indústrias de bens não destinados ao consumo salarial será tal que o emprego nessas indústrias haverá de subir justamente o necessário para manter a igualdade entre  $\phi(n_1 + dn_1)$  e  $\chi(n_1 + dn_1)$ . A única alternativa que resta para que o emprego agregado varie é através de uma mudança na propensão a comprar respectivamente bens de consumo de assalariados e bens não destinados ao consumo de assalariados, de modo que haja um aumento de  $y$  acompanhado de uma diminuição maior de  $x$ .

A suposição de que  $n = x + y$  significa, naturalmente, que a mão-de-obra está sempre em condições de poder determinar o seu próprio salário real. Portanto, a suposição de que a mão-de-obra está em condições de determinar o seu próprio salário real significa que a demanda pela produção das indústrias que produzem bens não destinados ao consumo de assalariados obedece às leis anteriores. Em outras palavras, supõe-se que a taxa de juros sempre se ajusta por si mesma à curva da eficiência marginal do capital de modo que mantenha o pleno emprego. Sem esta suposição do professor Pigou a análise demonstra e não mais oferece meios de determinar qual será o volume de emprego. É realmente estranho que o professor Pigou tenha imaginado poder apresentar uma teoria do desemprego que não faz nenhuma alusão às variações no montante do investimento (isto é, às variações do emprego nas indústrias de bens não destinados ao consumo de assalariados) e que não provém de mudanças na função de oferta da mão-de-obra, mas de modificações (por exemplo) na taxa de juros ou no estado da confiança.

O título de *Theory of Unemployment* é, conseqüentemente, um tanto impróprio. Na realidade, o livro não trata desta questão. É um estudo sobre qual será o volume de emprego, dada a função de oferta de mão-de-obra, quando se acham satisfeitas as condições de pleno emprego. A finalidade do conceito de elasticidade da demanda real agregada de mão-de-obra é mostrar em que proporção subirá ou baixará o *pleno* emprego em face de certo deslocamento na função de oferta de mão-de-obra. Ou — alternativamente e, talvez, mais precisamente — podemos considerar esta obra uma investigação não causal das relações funcionais determinadas do nível de salários reais que corresponderá a qualquer volume dado de emprego. Ela não é, porém, capaz de nos dizer o que determina o volume *efetivo* do emprego; e não tem relação direta com o problema do desemprego involuntário.

Se o professor Pigou negasse, como talvez o fizesse, a possibilidade do desemprego involuntário no sentido que anteriormente o defini, seria assim mesmo difícil ver como poderia ser aplicada sua análise, pois, abstando-se de discutir o que determina a relação entre  $x$  e  $y$ , isto é, entre o emprego nas indústrias de bens de consumo de assalariados e o emprego nas demais indústrias, respectivamente, ele comete ainda uma omissão irreparável.

Além disso, ele admite que, em certos limites, os trabalhadores freqüentemente estipulam a sua remuneração, não em salários reais dados, mas em salários nominais. Neste caso, a função da oferta de mão-de-obra já não é apenas função de  $F(x)$ , mas também do preço nominal dos bens de consumo de assalariados, com a conseqüência de

que a análise prévia se desmorona e passa a intervir um fator novo, sem que exista uma equação nova para atender a esta incógnita suplementar. Não seria possível ilustrar melhor os perigos de um método pseudomatemático que só pode progredir fazendo que tudo seja função de uma única variável e supondo que todas as diferenciais desapareçam. Não teria sentido, pois, admitir mais tarde que, de fato, existem outras variáveis e, apesar disso, prosseguir no raciocínio sem retificar o que foi escrito até então. Desse modo, se (dentro de certos limites) os trabalhadores estipulam a sua remuneração em salários nominais, o número de dados é, ainda, insuficiente, mesmo supondo que  $n = x + y$ , salvo se os fatores que determinam o preço nominal dos bens de consumo de assalariados sejam conhecidos, porque o preço nominal dos bens de consumo de assalariados dependerá do volume agregado de emprego. Conseqüentemente, não podemos saber qual será o volume agregado de emprego enquanto não conhecermos o preço nominal dos bens de consumo de assalariados, e não podemos saber qual será o preço nominal dos bens de consumo de assalariados enquanto não conhecermos o volume agregado do emprego. Falta, como disse, uma equação. Todavia, é uma suposição provisória da rigidez dos salários nominais, em vez dos salários reais, que faz a nossa teoria mais se aproximar da realidade. Por exemplo, na Grã-Bretanha, apesar da desordem, da incerteza e das amplas flutuações dos preços que marcaram a década de 1924-1934, os salários nominais apenas variaram dentro de um limite de 6 por cento, enquanto os salários reais variaram em mais de 20 por cento. Uma teoria não pode pretender-se *geral* desde que não seja aplicável ao caso (ou dentro dos limites) em que os salários nominais sejam fixos, bem como a qualquer outro caso. Os políticos têm direito de queixar-se de que os salários *deveriam* ser altamente flexíveis, porém um teórico deve estar preparado para tratar indiferentemente todas as situações que se apresentarem. Uma teoria científica não pode pretender que os fatos se ajustem a suas próprias hipóteses.

Quando o professor Pigou chega a examinar expressamente as conseqüências de uma redução dos salários nominais, mais uma vez se torna manifesto, no meu entender, que os dados introduzidos são insuficientes para obter uma solução definitiva. Ele começa por rejeitar o argumento (*op. cit.*, p. 101) de que se o custo primário marginal é igual ao custo marginal do salário, os rendimentos dos não assalariados alterar-se-ão, quando os salários nominais se reduzirem, na mesma proporção que os dos assalariados, baseando-se em que isto só é válido se o volume de emprego permanecer invariável — o que é precisamente o ponto em discussão. Mas na página seguinte (*op. cit.*, p. 102), ele próprio comete o erro ao supor que “no princípio nada aconteceu ao

rendimento nominal dos não assalariados”, o que, como ele próprio acaba de mostrar, só é válido *se* o volume de emprego não permanecer invariável — que é precisamente o que se discute. De fato, o problema não admite *nenhuma* solução enquanto não se introduzirem outros fatores entre os dados que consideramos.

O fato de que a mão-de-obra estipula determinado salário nominal e não dado salário real (contanto que o salário real não desça além de certo limite) afeta a análise de um modo que se pode também mostrar, assinalando a hipótese fundamental, segundo a qual uma quantidade maior de trabalho só se oferece em troca de um salário real mais alto, que quase todo o raciocínio desmorona. O professor Pigou rejeita, por exemplo, a teoria do multiplicador (*op. cit.*, p. 75), supondo que se conheça a taxa de salários reais, isto é, supondo que, alcançando o pleno emprego, não haverá oferta de mão-de-obra adicional a um salário real menor. Dentro dessa hipótese, o seu argumento é, sem dúvida, correto. Nessa passagem, porém, o professor Pigou está criticando uma proposição relativa à política prática; é exagero afirmar que, num momento em que as estatísticas de desemprego excediam na Grã-Bretanha a cifra de 2 milhões (isto é, quando havia 2 milhões de homens dispostos a trabalhar ao salário nominal existente), qualquer elevação no custo de vida, por moderada que fosse, em relação ao salário nominal, ocasionaria a retirada do mercado de trabalho de uma quantidade de mão-de-obra superior à equivalente a esses 2 milhões de homens.

Importa enfatizar que todo o livro do professor Pigou se baseia na hipótese de que *qualquer elevação no custo de vida, por mais moderada que seja, em relação ao salário nominal, ocasionará a retirada do mercado de trabalho de um número de trabalhadores maior que o de todos os desempregados existentes.*

Além disso, o professor Pigou não nota nesta passagem (*op. cit.*, p. 75) que o argumento que opõe ao emprego “secundário”, como resultado de obras públicas, é igualmente contrário, nas mesmas hipóteses, ao aumento do emprego “primário” com a mesma política, pois se a taxa de salários reais em vigor nas indústrias de bens de consumo salariais for dada, nenhum aumento se torna possível — exceto, naturalmente, se os não assalariados reduzirem seu consumo de bens salariais, porque as pessoas que entraram recentemente no emprego primário decerto aumentarão seu consumo de bens salariais, o qual reduzirá o salário real e, conseqüentemente (segundo sua hipótese), levará a retirar-se do mercado mão-de-obra antes empregada. Não obstante, o professor Pigou aceita, aparentemente, a possibilidade de aumento do emprego primário. A linha que separa o emprego primário

do secundário parece ser o ponto crítico psicológico em que o seu bom senso deixa de prevalecer em face da sua má teoria.

A divergência de conclusões a que conduzem as diferenças anteriores de hipóteses e de raciocínio evidencia-se nesta importante passagem em que o professor Pigou resume seu ponto de vista: “Com uma concorrência perfeitamente livre entre os trabalhadores, e a mão-de-obra perfeitamente móvel, a natureza da relação (isto é, entre os tipos de salários reais estipulados pela mão-de-obra e a função da demanda de trabalho) será das mais simples. Haverá sempre uma forte tendência no sentido de que as taxas de salários conservem uma relação tal com a demanda que todos estejam empregados. Portanto, em condições estáveis, todos estarão realmente empregados. Isto significa que o desemprego, existente em qualquer momento, se deve unicamente a que as condições da demanda variam de maneira contínua e que as resistências friccionais impedem a realização imediata dos ajustamentos correspondentes aos salários”.<sup>149</sup>

Ele concluiu (*op. cit.*, p. 253) que o desemprego se deve, sobretudo, a uma política de salários que não consegue adaptar-se suficientemente às modificações da demanda real de mão-de-obra.

Conseqüentemente, o professor Pigou acha que, a longo prazo, o desemprego pode ser remediado por meio de ajustes salariais,<sup>150</sup> enquanto eu sustento que o salário real (sujeito apenas a um limite fixado pela desutilidade marginal do emprego) não é determinado primordialmente pelos “ajustes salariais” (embora estes possam intervir), mas pelas outras forças do sistema, algumas das quais (especialmente a relação entre a curva da eficiência marginal do capital e a taxa de juros) o professor Pigou não incluiu, se estiver correta a minha maneira de pensar, no seu esquema formal.

Finalmente, quando o professor Pigou chega à “Causação do Desemprego”, fala, na verdade, tanto quanto eu de flutuações no estado da demanda, porém ele identifica o estado da demanda com a Função Real da Demanda de Mão-de-obra, esquecendo quão estreita é a sua definição desta última. Por definição, a Função Real da Demanda de Mão-de-obra depende, conforme vimos antes, *exclusivamente* de dois fatores, a saber: (1) a relação existente em dado meio entre o número total de homens empregados e o número dos que devem ser empregados nas indústrias de bens de consumo de assalariados para lhes fornecer o que consomem; e (2) o estado da produtividade marginal nas indústrias de bens de consumo de assalariados. Contudo, na Parte V de sua *Theory of Unemployment*, ele atribui um papel importante às flutuações da “demanda real de mão-de-obra”. A “demanda real de mão-de-obra”

149 *Op. cit.*, p. 252.

150 Não há nenhuma alusão ou sugestão ao fato de que este ajuste se realize por meio das relações sobre a taxa de juros.

é considerada um fator capaz de variar amplamente a curto prazo (*op. cit.*, Parte Quinta, cap. VI-XII), e parece sugerir que as oscilações na “demanda real de mão-de-obra” são, combinadas com a falta de sensibilidade da política de salários às oscilações da demanda real de mão-de-obra, responsáveis em grande parte pelo ciclo comercial. À primeira vista, tudo isto parecerá ao leitor razoável e familiar, pois a não ser que ele retorne à definição, as “flutuações na demanda real de mão-de-obra” lhe trarão à mente o mesmo gênero de idéias que eu desejo provocar com as “flutuações no estado da demanda agregada”. Se voltarmos à definição da “demanda real de mão-de-obra”, tudo isto perde a sua lógica, pois acabamos descobrindo que não há nada no mundo menos sujeito a oscilações pronunciadas a curto prazo do que este fator.

A “demanda real de mão-de-obra” do professor Pigou depende, por definição, apenas de  $F(x)$ , que representa as condições físicas da produção de bens de consumo de assalariados, e de  $\phi(x)$ , que representa a relação funcional entre o emprego nas indústrias que produzem bens de consumo de assalariados e o emprego total correspondente a qualquer nível dado do último. É difícil ver uma razão pela qual alguma destas duas funções devesse mudar, a não ser gradualmente, em períodos longos. Não há certamente motivo algum para crer que elas possam flutuar durante um ciclo comercial. Pois  $F(x)$  só pode mudar com lentidão, e num sentido favorável, se a comunidade realiza progressos técnicos; ao passo que  $\phi(x)$  permanecerá estável, a não ser que imaginemos uma repentina manifestação de frugalidade nas classes operárias ou, mais geralmente, um brusco deslocamento na propensão a consumir. Eu esperaria, portanto, que a demanda real de mão-de-obra permanecesse virtualmente igual durante todo um ciclo comercial. Repito que o professor Pigou omitiu completamente em sua análise o fator instável, a saber, as flutuações na escala do investimento, que, no mais das vezes, não são a causa do fenômeno das flutuações no emprego.

Critiquei, de maneira detalhada, a teoria do desemprego do professor Pigou, não porque ela me pareça mais criticável que outras teorias dos economistas clássicos, mas porque representa o único esforço que conheço para expor a teoria clássica do desemprego de modo preciso. Por esta razão, achei ser meu dever dirigir minhas objeções contra esta teoria, na exposição mais audaz que dela ainda se fez.

# CAPÍTULO 20

## A Função de Emprego<sup>151</sup>

### I

No capítulo 3 (p. 59), definimos a função da oferta agregada  $Z = \phi(N)$ , que liga o emprego  $N$  ao preço da oferta agregada da produção correspondente. A *função de emprego* apenas difere da função de oferta agregada pelo fato de que é, praticamente, a sua função inversa e se exprime em unidades de salário; sendo o objetivo da função de emprego relacionar o volume da demanda efetiva, medida em unidades de salário, que compete a determinada empresa ou indústria, ou a uma indústria inteira, com o volume de emprego cuja produção tenha um preço de oferta comparável com o volume de demanda efetiva. Assim sendo, se um montante de demanda efetiva  $D_{wr}$ , medido em unidade de salários, orientado para uma firma ou indústria, faz surgir nessa firma ou nessa indústria um volume de emprego  $N_r$ , a função de emprego será dada por  $N_r = F_r(D_{wr})$ . Ou, de modo mais geral, se nos for permitido supor que a cada montante  $D_{wr}$  da demanda efetiva total corresponde um único valor de  $D_w$ , a função de emprego será dada por  $N_r = F_r(D_w)$ . O que quer dizer que  $N_r$  homens estarão empregados na indústria  $r$  quando a demanda efetiva for  $D_w$ .

Exporemos, neste capítulo, certas propriedades da função de emprego. Mas, seja qual for o interesse que essas possam ter, há duas razões pelas quais a substituição da função de emprego pela curva convencional de oferta concorda com os métodos e finalidades deste livro. Em primeiro lugar, expressa os fatos relevantes em termos das unidades a que decidimos restringir-nos, sem introduzir nenhuma das que têm um caráter quantitativo duvidoso. Em segundo lugar, presta-se melhor que a curva habitual da oferta ao estudo dos problemas relativos

151 Os que (com razão) não têm inclinação para a álgebra poderão omitir a primeira parte deste capítulo sem perder muita coisa.

à indústria e à produção *como um todo*, distinguindo-os dos de uma indústria ou firma isolada em meio determinado — pelas razões que seguem.

A curva habitual da demanda de dado bem é traçada com base em suposições sobre os rendimentos do público em geral, e tem de ser corrigida sempre que esses rendimentos variam. Da mesma forma, a curva habitual da oferta de determinado bem é traçada com base em suposições sobre o volume da produção da indústria inteira, e está sujeita a modificações quando o montante agregado da indústria varia. Portanto, quando examinamos a reação das indústrias individuais às variações do emprego *agregado*, encontramos-nos necessariamente em presença, não de uma única curva de demanda para cada indústria conjugada com uma única curva de oferta, mas de um conjunto de curvas pertencentes a duas famílias, correspondendo, cada qual, à hipótese de certo volume de emprego agregado. No caso da função de emprego, todavia, é mais fácil obter uma função que reflita para a indústria em conjunto as variações globais do emprego.

Suponhamos (para começar) que a propensão a consumir se acha determinada, assim como os outros elementos que, no capítulo 18, demos por conhecidos, e que estamos examinando as modificações no emprego resultantes das mudanças na taxa de investimento. De acordo com esta hipótese, para cada nível de demanda efetiva, em termos de unidades de salários, haverá um volume agregado de emprego, e esta demanda efetiva vai-se dividir em determinadas proporções entre o consumo e o investimento. Além disso, cada nível de demanda efetiva corresponderá a certa distribuição da renda. É razoável, portanto, supor também que a determinado montante da demanda efetiva corresponde uma distribuição singular da mesma entre as diversas indústrias.

Isso nos permite determinar que volume de emprego corresponderá em cada indústria, a cada volume dado de emprego agregado. O que quer dizer que nos dá o volume de emprego em cada indústria particular correspondente a cada nível da demanda efetiva agregada, medida em unidades de salários, de modo que fiquem satisfeitas as condições da segunda forma da função de emprego para a indústria antes indicada, a saber,  $N_r = F_r(D_w)$ . Temos assim a vantagem, nestas condições, de que as funções individuais de emprego são aditivas, no sentido de que a função de emprego para a indústria em conjunto, correspondente a certo nível de demanda efetiva, é igual à soma das funções de emprego para cada indústria em separado, isto é,

$$F(D_w) = N = \Sigma N_r = \Sigma F_r(D_w).$$

Em seguida, definamos a elasticidade do emprego. A elasticidade do emprego para determinada indústria é



$$e_{er} = \frac{dN_r}{dD_{wr}} \cdot \frac{D_{wr}}{N_r},$$

visto que mede a reação do número de unidades de trabalho empregadas nessa indústria às variações do número de unidades de salário que se espera serem gastas na compra de sua produção. Representamos a elasticidade do emprego para a indústria em seu conjunto por

$$e_e = \frac{dN}{dD_w} \cdot \frac{D_w}{N}.$$

Caso pudéssemos encontrar algum método suficientemente satisfatório para medir a produção, seria útil também definir o que poderia chamar-se a elasticidade da produção, que dá a medida do coeficiente da produção em qualquer indústria quando se dirige para ela uma demanda efetiva medida em unidades de salários mais elevada, a saber,

$$e_{or} = \frac{dO_r}{dD_{wr}} \cdot \frac{D_{wr}}{O_r}.$$

Se pudéssemos supor que o preço fosse igual ao custo primário marginal, teríamos então

$$\Delta D_{wr} = \frac{1}{1 - e_{or}} \Delta P_r$$

onde  $P_r$  representa o lucro esperado.<sup>152</sup> Segue-se disso que se  $e_{or} = 0$ ,

152 Com efeito, se  $p_{wr}$  for o preço previsto de uma unidade de produção, expresso em unidades de salários,

$$\begin{aligned} \Delta D_{wr} &= \Delta (p_{wr} O_r) = p_{wr} \Delta O_r + O_r \Delta p_{wr} \\ &= \frac{D_{wr}}{O_r} \cdot \Delta O_r + O_r \Delta p_{wr}, \end{aligned}$$

de maneira que

$$O_r \Delta p_{wr} = \Delta D_{wr} (1 - e_{or})$$

ou

$$\Delta D_{wr} = \frac{O_r \Delta p_{wr}}{1 - e_{or}}.$$

Porém,

$$\begin{aligned} O_r \Delta p_{wr} &= \Delta D_{wr} - p_{wr} \Delta O_r \\ &= \Delta D_{wr} - (\text{custo primário marginal}) \Delta O_r \\ &= \Delta P_r. \end{aligned}$$

Conseqüentemente,

$$\Delta D_{wr} = \frac{1}{1 - e_{or}} \Delta P_r.$$

isto é, se a produção da indústria for perfeitamente inelástica, prevê-se que a alta total da demanda efetiva (medida em unidades de salários) caberá inteiramente ao empresário como lucro, isto é,  $\Delta D_{wr} = \Delta P_r$ ; ao passo que se  $e_{or} = 1$ , isto é, se a elasticidade de produção for igual à unidade, prevê-se que nenhum suplemento de lucro resultará do aumento da demanda efetiva, sendo ele totalmente absorvido pelos elementos que entram no custo primário marginal.

Ademais, se a produção de uma indústria for função  $\phi(N_r)$  da mão-de-obra empregada nela, teremos<sup>153</sup>

$$\frac{1 - e_{or}}{e_{er}} = - \frac{N_r \phi''(N_r)}{p_{wr} \{\phi'(N_r)\}^2},$$

onde  $p_{wr}$  é o preço previsto de uma unidade de produção expressa em unidades de salários. Deste modo, a condição  $e_{or} = 1$  significa que  $\phi''(N_r) = 0$ , isto é, que há retornos constantes em resposta ao crescimento do emprego.

Ora, na medida em que a teoria clássica supõe que os salários reais são sempre iguais à desutilidade marginal do trabalho e que esta aumenta ao mesmo tempo que o emprego, de maneira que a oferta de mão-de-obra diminui, *coeteris paribus*, quando os salários reais baixam, equivale a supor-se que, na prática, é impossível aumentar a despesa em termos de unidade de salários. Se isso fosse verdade, o conceito de elasticidade do emprego não teria um campo de aplicação. Além disso, neste caso, seria impossível aumentar o emprego elevando a despesa em termos monetários, porque os salários nominais subiriam proporcionalmente ao acréscimo da despesa monetária e em definitivo não haveria nenhum aumento de despesa, medida em unidades de salários, nem, por conseqüência, aumento de emprego. Porém, se a hipótese clássica não for válida, será possível aumentar o emprego fazendo subir as despesas em termos monetários até que os salários reais tenham baixado de modo que

153 Pois, desde que  $D_{wr} = p_{wr}O_r$ , temos

$$\begin{aligned} 1 &= p_{wr} \frac{dO_r}{dD_{wr}} + O_r \frac{dp_{wr}}{dD_{wr}} \\ &= e_{or} - \frac{N_r \phi''(N_r)}{\{\phi'(N_r)\}^2} \frac{e_{er}}{p_{wr}}. \end{aligned}$$

se igualemente à desutilidade marginal do trabalho, ponto em que, por definição, haverá pleno emprego.

Convencionalmente, está claro,  $e_{or}$  terá um valor intermediário entre zero e a unidade. A extensão em que subirão os preços (em termos de unidades de salários), isto é, a extensão em que os salários reais baixam quando aumentam as despesas monetárias, depende, portanto, da elasticidade que a produção apresente em resposta às despesas em termos de unidades de salários.

Consideremos que a elasticidade do preço previsto  $p_{wr}$  em resposta às variações na demanda efetiva  $D_{wr}$ , a saber,  $\frac{dp_{wr}}{dD_{wr}} \cdot \frac{D_{wr}}{p_{wr}}$ , seja escrita  $e'_{pr}$ .

Uma vez que  $O_r p_{wr} = D_{wr}$ , teremos

$$\frac{dO_r}{dD_{wr}} \cdot \frac{D_{wr}}{O_r} + \frac{dp_{wr}}{dD_{wr}} \cdot \frac{D_{wr}}{p_{wr}} = 1$$

ou

$$e'_{pr} + e_{or} = 1.$$

O que equivale a dizer que a soma das elasticidades do preço e da produção como resposta às mudanças na demanda efetiva (medidas em unidades de salários) é igual à unidade. A variação da demanda efetiva é absorvida pelas variações que provoca em parte no nível e em parte no preço da produção, de acordo com esta lei.

Se considerarmos a indústria em conjunto e estivermos dispostos a admitir a existência de uma unidade permitindo medir a produção global, o mesmo tipo de raciocínio se aplica de maneira que  $e'_p + e_o = 1$ , onde as elasticidades sem o sufixo  $r$  se referem ao conjunto da indústria.

Meçamos, agora, os valores em moeda e não mais em unidades de salários, e apliquemos, neste caso, as nossas conclusões relativas à indústria em conjunto.

Se  $W$  representa o salário nominal de uma unidade de trabalho e  $p$  o preço esperado de uma unidade da produção total em termos nominais, podemos designar por  $e_p \left( = \frac{Ddp}{pdD} \right)$  a elasticidade dos preços nominais em resposta às variações da demanda efetiva medida em termos nominais, e por  $e_w \left( = \frac{DdW}{WdD} \right)$  a elasticidade dos salários nominais em resposta às variações da demanda efetiva medida em termos nominais. Então, facilmente se demonstra que

$$e_p = 1 = e_o (1 - e_w).^{154}$$

Esta equação, como veremos no próximo capítulo, constitui o primeiro passo para uma forma geral da teoria quantitativa da moeda. Se  $e_o = 0$  ou se  $e_w = 1$ , a produção permanecerá invariável e os preços subirão na mesma proporção que a demanda efetiva em termos monetários. De outro modo, subirão em proporção menor.

## II

Voltemos à função do emprego. Supusemos, nas exposições precedentes, que a cada nível de demanda efetiva agregada corresponde uma única distribuição dessa demanda entre os produtos de cada indústria individual. Ora, quando o montante da despesa agregada varia, a despesa correspondente aos produtos de uma indústria individual não variará, em geral, na mesma proporção, em parte porque os indivíduos não aumentarão proporcionalmente as somas que destinam à compra dos produtos de cada indústria, à medida que sobem as suas rendas, e em parte porque os preços dos diferentes bens reagirão, em diferentes graus, às variações da despesa de que são objeto.

Disso se deduz que a hipótese de que as variações do emprego dependem unicamente das variações da demanda efetiva (medida em unidade de salário), e na qual até agora baseamos o nosso raciocínio, não passa de uma primeira aproximação, admitindo que haja mais de um modo de gastar um aumento de rendas. A maneira que supomos para a distribuição prevista de um acréscimo de demanda agregada entre os diferentes bens pode influir consideravelmente sobre o volume

154 Visto que  $p = p_w \cdot W$  e  $D = D_w \cdot W$ , temos

$$\begin{aligned} \Delta p &= W \Delta p_w + \frac{p}{W} \Delta W \\ &= W e'_p \frac{p_w}{D_w} \Delta D_w + \frac{p}{W} \Delta W \\ &= e'_p \frac{p}{D} \left( \Delta D - \frac{D}{W} \Delta W \right) + \frac{p}{W} \Delta W \\ &= e'_p \frac{p}{D} \Delta D + \Delta W \frac{p}{W} (1 - e'_p), \end{aligned}$$

de maneira que

$$\begin{aligned} e_p &= \frac{D \Delta p}{p \Delta D} = e'_p + \frac{D}{p \Delta D} \cdot \frac{\Delta W p}{W} (1 - e'_p) \\ &= e'_p + e_w (1 - e'_p) \\ &= 1 - e_o (1 - e_w). \end{aligned}$$

do emprego. Se, por exemplo, a demanda suplementar for em grande parte dirigida para as indústrias com alta elasticidade de emprego, o aumento agregado de emprego será maior do que se o mesmo se orientar para as indústrias que oferecem pouca elasticidade de emprego.

Do mesmo modo, o emprego pode baixar sem que tenha ocorrido nenhuma mudança na demanda agregada, se a orientação da demanda se modificar em proveito das indústrias com elasticidade relativamente baixa de emprego.

Estas considerações são particularmente importantes quando nos ocupamos dos fenômenos a curto prazo, no sentido de variações no montante ou na direção da demanda que não foram previstas com certa antecipação. A produção de certos bens leva tempo, de modo que é praticamente impossível aumentar a sua oferta com rapidez. Assim, se a demanda adicional se encaminha para eles sem prévio aviso, sua produção evidenciará uma baixa elasticidade de emprego, embora possa acontecer que, se houver aviso com bastante antecedência, sua elasticidade de emprego se aproxime da unidade.

É a esse respeito que a idéia de um período de produção parece ter maior importância. Preferiria dizer<sup>155</sup> que, se um produto tem um período de produção  $n$ , será necessário dar aviso das variações em sua demanda com antecipação de  $n$  unidades de tempo para que ele tenha a elasticidade máxima de emprego. Evidentemente, os bens de consumo, considerados em conjunto, têm o mais longo período de produção, visto serem a etapa final de todo o processo produtivo. Em consequência disso, se a expansão da demanda efetiva tiver, por causa primeira, um aumento do consumo, a elasticidade inicial do emprego estará mais abaixo do seu nível eventual de equilíbrio do que se esse impulso viesse de um acréscimo no investimento. Além do mais, se a demanda adicional se dirige aos produtos que têm elasticidade relativamente baixa de emprego, uma proporção maior dessa demanda irá aumentar as rendas dos empresários, e outra proporção menor irá aumentar a dos que recebem salários e outros fatores que entram no custo primário, com o resultado de que as repercussões poderão então mostrar-se um pouco menos favoráveis à despesa, visto que é provável que os empresários economizem uma parte maior de sua renda suplementar do que a que economizariam os assalariados. Entretanto, a diferença entre os dois casos não deve ser exagerada, pois as reações em ambos serão em grande parte as mesmas.<sup>156</sup>

Por mais cedo que ocorra a antecipação com que se avisam os empresários de uma provável alteração na demanda, não é possível que a elasticidade inicial de emprego, em consequência de *dado* acrés-

155 Esta definição não é idêntica à usual, mas parece-me conter o que a idéia tem de importante.

156 Um tratamento mais detalhado desta questão pode ser encontrado em minha obra *Treatise on Money* [JMK, v. V]. Livro Quarto.

cimo no investimento, seja da mesma grandeza do seu valor eventual de equilíbrio, a não ser que haja excedentes de estoques e de capacidade produtiva em cada etapa da produção. Por outro lado, a exaustão do excesso de estoque terá efeito compensador sobre o montante do investimento adicional. Se admitirmos que haja algum excedente inicial em todos os setores, a elasticidade inicial de emprego pode aproximar-se da unidade; em seguida, quando os estoques se tiverem esgotado, porém antes que surja um aumento adequado da oferta nas primeiras etapas da produção, a elasticidade declinará, tendendo de novo para a unidade, quando nos aproximarmos da nova posição de equilíbrio. Isto está sujeito, no entanto, a certas limitações, na medida em que houver fatores de renda que absorvam mais despesa quando aumenta o emprego, ou se a taxa de juros subir. Por essas razões, é impossível uma estabilidade perfeita de preços numa economia sujeita a mudanças, salvo, todavia, se houver algum mecanismo especial que determine flutuações temporárias na propensão a consumir exatamente na amplitude desejada. Mas a instabilidade dos preços originada desta maneira não conduz à espécie de estímulo de lucro que possa ocasionar um excesso de capacidade, pois os lucros imprevistos irão em sua totalidade para as mãos dos empresários que possuam mercadorias numa etapa relativamente adiantada de produção, e o empresário que não possui recursos especializados do tipo adequado não tem meio algum de atrair para si o dito lucro. Por esse motivo, a inevitável instabilidade dos preços em razão de mudanças não pode influir nas *ações* dos empresários, senão apenas encaminhar uma riqueza *de facto* inesperada para as mãos dos mais felizes (*mutatis mutandis* quando a suposta mudança ocorre em sentido contrário). Esse fato tem sido, no meu entender, ignorado em certas recentes controvérsias sobre as modalidades práticas de uma política de estabilização dos preços. É verdade que numa sociedade propensa a mudar, tal política não alcançaria êxito completo. Porém não segue disso que todo o pequeno desvio transitório relativo à estabilidade de preços ocasione, necessariamente, um desequilíbrio cumulativo.

### III

Demonstramos que, quando a demanda efetiva é deficiente, existe subemprego de mão-de-obra, no sentido de que há homens desempregados dispostos a trabalhar por um salário real menor que o existente. Conseqüentemente, à medida que a demanda efetiva aumenta, o emprego sobe, embora a um salário real igual ou menor que o existente, até o momento em que não haja excedente de mão-de-obra disponível ao salário real então em vigor, isto é, até que não haja mais homens (ou horas de trabalho) disponíveis, salvo se (a partir desse ponto) os salários nominais subirem *mais depressa* que os preços. O problema seguinte é considerar o que acontecerá se, atingido este ponto, a despesa continuar a crescer.

Até este ponto, a diminuição de renda que acompanhava o aumento da mão-de-obra aplicada a certo equipamento de capital foi neutralizada pela aquiescência da mão-de-obra em ver reduzido seu salário real. Mas para além deste ponto, uma unidade de trabalho exigiria o estímulo do equivalente de uma quantidade maior de produto, enquanto o emprego de uma unidade suplementar de mão-de-obra resulta numa quantidade menor de produto. As condições de equilíbrio estrito exigem, portanto, que os salários e os preços e também, conseqüentemente, os lucros, subam todos na mesma proporção da despesa, sem que a posição "real", incluindo o volume da produção e do emprego, sofra a menor alteração em qualquer sentido. Isso significa que chegamos a uma situação na qual a teoria quantitativa da moeda em sua forma rudimentar (interpretando a "velocidade" como "velocidade-renda") satisfaz-se plenamente, porque a produção fica inalterada e os preços sobem na medida exatamente proporcional a *MV*.

Todavia, essa conclusão oferece certas limitações práticas, as quais devem ser consideradas quando aplicadas a um caso real:

(1) Ao menos por certo tempo, os preços crescentes, pelas ilusões que criam nos empresários, podem levá-los a aumentar o emprego além do nível que eleva ao máximo os seus lucros individuais medidos em termos do produto, pois eles estão de tal modo acostumados a ver no aumento do volume de vendas, em termos monetários, o sinal de um desenvolvimento da produção, que podem continuar a considerá-lo assim quando essa política já deixou de lhes convir na realidade, isto é, que podem subestimar o custo marginal de uso no novo ambiente de preços.

(2) Uma vez que parte do lucro que o empresário é obrigado a ceder ao *rentier*<sup>157</sup> é fixa em termos de moeda, a alta de preços, mesmo quando não acompanhada por qualquer mudança na produção, provoca, em benefício do empresário e em detrimento dos que vivem de renda, uma distribuição de renda que pode afetar a propensão a consumir. Este, contudo, não é um processo que apenas se manifesta quando se alcançou o pleno emprego; desenvolve-se de maneira regular durante o período de aumento de despesa. Se o *rentier* for menos inclinado a gastar que o empresário, a diminuição gradual do rendimento real daquele significa que o pleno emprego exigirá um aumento da quantidade de moeda e uma redução menor da taxa de juros do que na hipótese contrária. Uma vez alcançado o pleno emprego, uma nova alta de preços significará, caso a primeira hipótese continue válida, que a taxa de juros terá de elevar-se um pouco para evitar que os

157 O termo inglês *rentier* significa o agente que vive de rendas. Não existe uma tradução em português expressa numa única palavra.

preços continuem subindo indefinidamente, e que o aumento relativo da quantidade de moeda será inferior ao da despesa; ao passo que, se a segunda hipótese prevalecer, se verificará o contrário. Pode acontecer que, ao ir diminuindo o rendimento real do *rentier*, chegue o momento em que se passe da primeira hipótese para a segunda, em consequência do seu empobrecimento relativo; momento este que pode situar-se tanto antes quanto depois de ter sido atingido o pleno emprego.

#### IV

Há, talvez, certo motivo de perplexidade na aparente assimetria que se manifesta entre a inflação e a deflação. Enquanto uma deflação da demanda efetiva abaixo do nível adequado para o pleno emprego fará baixar o emprego e os preços, uma inflação da mesma acima desse nível apenas afetará os preços. Contudo, esta assimetria reflete simplesmente o fato de que, enquanto a mão-de-obra está sempre em condições de se recusar a trabalhar numa escala correspondente a um salário real inferior à desutilidade marginal desse volume de emprego, não está em condições de reclamar que lhe ofereçam trabalho em quantidade suficiente para comportar um salário real que não exceda a desutilidade marginal correspondente a esse volume de emprego.



# CAPÍTULO 21

## A Teoria dos Preços

### I

Ocupando-se do que se chama teoria do valor, os economistas acostumaram-se a ensinar que os preços são regidos pelas condições da oferta e da procura; e, em particular, as variações no custo marginal e a elasticidade da oferta em períodos curtos têm, neste aspecto, desempenhado um papel preponderante. Porém, quando em um volume II ou, mais freqüentemente, em um tratado em separado, passam a abordar a teoria da moeda e dos preços, não mais ouvimos falar desses conceitos familiares e simples de compreender, e passamos para um mundo onde os preços são governados pela quantidade de moeda, pela sua velocidade-renda, pela velocidade de circulação em relação ao volume de transações, pelo entesouramento, pela poupança forçada, pela inflação e pela deflação *et hoc genus omne*; nunca ou quase nunca se tenta ligar essas expressões mais vagas aos nossos antigos conceitos das elasticidades da oferta e da procura. Quando refletimos sobre as teorias que nos foram ensinadas e tentamos dar-lhes uma forma racional, nas análises mais simples, parece que a elasticidade da oferta deve ter chegado a zero e a procura parece ser proporcional à quantidade de moeda, ao passo que, nos estudos mais elaborados, nos achamos perdidos em um nevoeiro onde nada é claro e tudo é possível. A todos nós já ocorreu encontrarmo-nos algumas vezes de um lado da lua e outras vezes do lado oposto, sem sabermos que caminho os liga, restando-nos apenas os nossos passos e a nossa imaginação.

Um dos objetivos dos capítulos precedentes foi procurar evitar esta dupla existência e restabelecer um estreito contato entre a teoria dos preços em seu conjunto e a teoria do valor. A divisão da Economia em teoria do valor e da distribuição de um lado e em teoria da moeda do outro parece-me falsa. A dicotomia correta é, no meu modo de ver, entre a teoria da indústria ou da empresa individual e das remune-

rações e distribuição de *dada* quantidade de recursos entre diversos usos, de uma parte, e a teoria da produção e do emprego *como um todo*, de outra. Enquanto nos limitarmos ao estudo da indústria ou empresa individual, supondo que a quantidade agregada de recursos é constante e, provisoriamente, que as condições de outras indústrias ou empresas não mudaram, é verdade que não estaremos tratando características da moeda. Mas no momento em que passarmos ao problema do que determina a produção e o emprego como um todo, torna-se indispensável a teoria completa de uma economia monetária.

Talvez pudéssemos traçar uma linha divisória entre a teoria do equilíbrio estacionário e do equilíbrio móvel — querendo designar com o último a teoria de um sistema onde as variações de pontos de vista sobre o futuro podem influir sobre a situação presente —, *porque a importância da moeda decorre essencialmente do fato de consistir ela um elo entre o presente e o futuro*. Podemos considerar que a distribuição de recursos entre os diferentes usos será compatível com o equilíbrio sob a influência dos motivos econômicos normais, em um mundo no qual as nossas opiniões relativas ao futuro são estáveis e dignas de confiança a respeito de tudo — talvez com outra divisão, para separar uma economia imutável de outra sujeita a variar, mas na qual seria previsto desde o começo. Ou talvez pudéssemos passar desta prope-dêutica simplificada aos problemas do mundo real, no qual as nossas expectativas anteriores podem trazer-nos desapontamentos, e as nossas esperanças no futuro afetar nossos atos presentes. Só após termos realizado esta transição é que deveríamos introduzir em nossos cálculos as particularidades da moeda como um elo entre o presente e o futuro. Mas, embora a teoria do equilíbrio móvel deva necessariamente ser concebida em termos de uma economia monetária, permanece, mesmo assim, uma teoria do valor e da distribuição, e não uma “teoria da moeda” independente. A moeda, considerada em seus atributos mais significativos, é sobretudo um processo sutil de ligar o presente ao futuro, e sem ela nem sequer poderíamos iniciar o estudo dos efeitos das expectativas mutáveis sobre as atividades correntes. Não há meios para nos libertarmos da moeda, mesmo abolindo o ouro, a prata e os meios legais de pagamento. Enquanto subsistir algum bem durável, ele poderá possuir os atributos monetários<sup>158</sup> e, conseqüentemente, dar origem aos problemas característicos de uma economia monetária.

## II

Em uma indústria específica, o seu nível de preços depende, em parte, da taxa de remuneração dos fatores produtivos que entram no custo marginal e, em parte, da escala de produção. Não há motivo

158 Cf. cap. 17.

algum para modificar essa conclusão quando passamos à indústria em conjunto. O nível geral dos preços depende, em parte, da taxa de remuneração dos fatores produtivos que entram no custo marginal e, em parte, da escala global da produção, isto é, do volume de emprego (considerando conhecidos o equipamento e a técnica). É verdade que, quando passamos à produção como um todo, o custo da mesma, para qualquer indústria, depende parcialmente da produção das demais indústrias. A diferença principal que não temos levado em conta, porém, é que as variações da *demanda* atuam ao mesmo tempo sobre os custos e sobre o volume. É a partir desse aspecto que temos de introduzir idéias completamente novas quando estudamos a demanda em conjunto e não mais a de um produto isolado, supondo invariável a demanda como um todo.

### III

Se supusermos, a título de simplificação, que as formas de remuneração dos diversos fatores produtivos que entram no custo marginal variam todas na mesma proporção que a unidade de salários, segue-se que o nível geral dos preços dependerá então (dados como conhecidos o equipamento e a técnica), em parte, da unidade de salários, e, em parte, do volume de emprego. Conseqüentemente, o efeito das variações da quantidade de moeda sobre o nível de preços pode ser considerado a resultante dos efeitos que exerce sobre a unidade de salário e sobre o emprego.

Para tornar mais claras as idéias contidas nesta proposição, simplifiquemos ainda mais as nossas hipóteses e suponhamos: (1) que os recursos de todos os desempregados sejam homogêneos e intercambiáveis no que concerne à sua eficiência para produzir o que se deseje, e (2) que os fatores de produção que entram no custo marginal se contentem com o mesmo salário nominal enquanto houver um excedente deles sem emprego. Nesse caso teremos rendimentos constantes e uma unidade rígida de salários enquanto houver qualquer desemprego. Segue-se daí que, havendo desemprego, o aumento da quantidade de moeda não terá nenhum efeito sobre os preços, e qualquer aumento da quantidade de moeda na demanda efetiva se traduzirá por um aumento exatamente proporcional do emprego, ao passo que, tão logo se alcance o pleno emprego, a unidade de salários e os preços subirão, daí em diante, na medida exatamente proporcional ao aumento da demanda efetiva. Assim sendo, se a oferta permanece perfeitamente elástica enquanto subsiste o desemprego e torna-se perfeitamente inelástica tão logo o pleno emprego é alcançado, e, ainda, se a demanda efetiva varia na mesma proporção que a quantidade de moeda, a teoria quantitativa da moeda pode ser enunciada como segue: "Enquanto houver desemprego, o *emprego* variará proporcionalmente à quantidade

de moeda e, quando o pleno emprego é alcançado, os *preços* variarão proporcionalmente à quantidade de moeda”.

Tendo, portanto, satisfeito a tradição, ao introduzirmos várias hipóteses simplificadoras que nos permitem enunciar uma teoria quantitativa da moeda, examinemos agora as possíveis complicações que, de fato, influirão sobre os acontecimentos:

(1) A demanda efetiva não variará em proporção exata à quantidade da moeda.

(2) Desde que os recursos não são homogêneos, haverá rendimentos decrescentes, e não constantes, à medida que o emprego aumenta gradualmente.

(3) Desde que os recursos não são intercambiáveis, a oferta de certos bens tornar-se-á inelástica, apesar de haver recursos desempregados disponíveis para a produção de outros bens.

(4) A taxa de salários tenderá a subir antes que o pleno emprego seja alcançado.

(5) As remunerações dos fatores que entram no custo marginal não variam todas na mesma proporção.

Precisamos, portanto, considerar em primeiro lugar o efeito das variações na quantidade de moeda sobre o montante da demanda efetiva; como regra geral, o aumento da demanda efetiva traduz-se, em parte, pelo aumento do emprego e, em parte, pela elevação do nível dos preços. Nestas condições, os preços, em vez de permanecerem constantes quando existe desemprego e de aumentarem proporcionalmente à quantidade de moeda quando se atinge o pleno emprego, sobem progressivamente à medida que o emprego aumenta. A teoria dos preços, isto é, a análise da relação entre as variações na quantidade de moeda e no nível dos preços, permitindo a determinação da elasticidade dos preços em relação às variações da quantidade de moeda, girará, portanto, sobre os cinco fatores de complicação acima descritos.

Vamos examiná-los um de cada vez. Este procedimento, porém, não deve levar-nos a supor que eles sejam independentes, no sentido estrito da palavra. Por exemplo, a proporção em que se dividem os efeitos de um aumento da demanda efetiva entre a alta produção e a elevação dos preços pode influir na forma pela qual a quantidade de moeda se relaciona com o montante da demanda efetiva, ou, ainda, as diferenças nas proporções em que variam as remunerações dos di-

versos fatores podem influir sobre a relação entre a quantidade de moeda e o montante da demanda efetiva. O objetivo da nossa análise não é fornecer um mecanismo ou método de manipulação cega que nos dê uma resposta infalível, mas dotar-nos de um método organizado e ordenado de raciocinar sobre problemas concretos; depois de obtermos uma conclusão provisória, teremos de voltar atrás e levar em conta, da melhor maneira possível, as reações prováveis dos diversos fatores entre si. Esta é a natureza do raciocínio econômico. Qualquer outra maneira de aplicar os nossos princípios formais de raciocínio (sem os quais, contudo, estaremos perdidos na floresta) nos levará ao erro. Os métodos pseudomatemáticos, que dão a figuração simbólica de um sistema de análise econômica, como o que apresentaremos na seção VI deste capítulo, têm o grave defeito de supor expressamente a independência rigorosa dos fatores que utilizam, e de perder sua coesão lógica e autoridade quando esta hipótese é rejeitada; já no raciocínio comum, onde não avançamos de olhos fechados, mas onde a todo momento sabemos o que estamos fazendo e o que significam as palavras, podemos conservar “no fundo da mente” as necessárias reservas e limitações, bem como as correções que teremos de fazer depois, de uma maneira pela qual não seria igualmente possível reter complicadas diferenciais parciais “no verso” de algumas páginas de álgebra que supõem a nulidade de todas elas. Grande parte da recente economia “matemática” não passa de um emaranhamento, tão impreciso quanto suas hipóteses iniciais, levando os autores a perder de vista, num labirinto de símbolos pretensivos e inúteis, as complexidades e interdependências do mundo real.

#### IV

(1) O efeito primário de uma variação na quantidade de moeda sobre o montante da demanda efetiva resulta de sua influência sobre a taxa de juros. Se esta fosse a única reação, o efeito quantitativo poderia derivar-se dos três elementos seguintes — (a) a curva de preferência pela liquidez, que nos indica quanto a taxa de juros deve baixar para que os novos meios monetários sejam absorvidos pelas pessoas desejosas de conservá-los, (b) a curva da eficiência marginal, que nos diz quanto aumentará o investimento em conseqüência de certo declínio na taxa de juros, e (c) o multiplicador de investimento, que nos informa de quanto subirá a demanda efetiva, em conjunto, com um acréscimo dado do investimento.

Embora esta análise tenha o mérito de introduzir ordem e método em nossa investigação, apresenta, contudo, uma simplicidade enganosa se esquecermos que os três fatores (a), (b) e (c) são também parte integrante dos elementos de complicação (2), (3), (4) e (5), que não foram ainda examinados. A própria curva da preferência pela liquidez depende, pois, de quanto da nova moeda é absorvido na circulação da

renda e de produtos industriais, que, por sua vez, dependem da proporção em que aumenta a demanda efetiva e da maneira como se divide o aumento entre a alta de preços, a alta dos salários e o volume de produção e de emprego. Além disso, a curva da eficiência marginal depende, em parte, do efeito que as circunstâncias que acompanham o aumento da quantidade de moeda exercem sobre as expectativas quanto à futura situação monetária. Finalmente, o multiplicador será influenciado pelo modo como se distribui a renda adicional resultante do aumento da demanda efetiva entre as diferentes classes de consumidores. Naturalmente, esta lista não inclui todas as interações possíveis. Entretanto, se dispuséssemos de todos os fatos, teríamos suficientes equações simultâneas para obter um resultado determinado. Haverá determinado volume de aumento no montante da demanda efetiva que, considerados todos os fatores pertinentes, corresponderá ao aumento da quantidade de moeda e ficará em equilíbrio com o mesmo. Ademais, só em circunstâncias muito excepcionais acontece que um aumento na quantidade de moeda seja acompanhado por uma *diminuição* no montante da demanda efetiva.

A proporção entre o montante da demanda efetiva e a quantidade de moeda corresponde muito de perto àquilo a que freqüentemente se denomina a “velocidade-renda da moeda” — excetuando-se que a demanda efetiva corresponde à venda cuja expectativa motivou a produção, e não à renda efetivamente realizada, e, de outra parte, corresponderá à renda bruta e não à líquida. Mas a “velocidade-renda da moeda” não passa, em si mesma, de uma expressão que nada explica. Não há motivo algum para esperar que ela seja constante, pois ela depende, como vimos na análise anterior, de muitos fatores variáveis e complexos. O emprego desta expressão obscurece, no meu entender, o caráter real da causação, e só tem provocado confusões.

(2) Como vimos anteriormente (p. 72), a distinção entre os rendimentos decrescentes e os rendimentos constantes depende, em parte, do fato de os trabalhadores serem ou não remunerados em estrita proporção a sua eficiência. Em caso afirmativo, teremos custos de trabalho constantes (em termos de unidades de salários) quando o emprego aumenta. Porém, se o salário de certa classe de trabalhadores for uniforme, independentemente da eficiência dos indivíduos, verificamos que o custo do trabalho subirá independentemente da eficiência do equipamento. Além disso, se o equipamento for homogêneo e certa parte dele supuser um custo primário maior por unidade de produção, teremos custos primários marginais crescentes, acima de qualquer aumento resultante dos custos crescentes do trabalho.

Assim, o preço da oferta tem, conseqüentemente, tendência para subir à medida que a produção obtida por meio de dado equipamento aumenta. Assim sendo, o aumento da produção é acompanhado por

uma alta de preços, independentemente de qualquer variação na unidade de salários.

(3) No item (2) consideramos a possibilidade de a oferta não ser inteiramente elástica. Se houver um equilíbrio perfeito nas respectivas quantidades de recursos especializados não empregados, todos eles alcançarão, simultaneamente, o estado de pleno emprego. Mas, em geral, a demanda de certos serviços e bens alcançará um nível além do qual a oferta é, por algum tempo, inelástica, embora em outras áreas haja ainda excedentes importantes de recursos sem emprego. Assim, aumentando a produção, chega-se sucessivamente a uma série de “estrangulamentos” nos quais a oferta de determinados bens deixa de ser elástica, e seus preços têm de subir ao nível necessário, seja qual for esse nível, para desviar a demanda para outras direções.

É provável que o nível geral de preços não suba muito, quando a produção aumenta, enquanto houver disponíveis recursos eficientes sem emprego em todas as categorias. Mas, tão logo a produção tenha subido o necessário para alcançar a zona dos “estrangulamentos”, é provável que se verifique uma alta acentuada nos preços de certas mercadorias.

Entretanto, neste item, como no item (2), a elasticidade da oferta depende, em parte, do transcurso do tempo. Se admitirmos um intervalo suficiente para que o próprio volume de equipamento varie, eventualmente as elasticidades de oferta serão decididamente maiores. Nessas condições, uma variação moderada da demanda efetiva, que se apresente em circunstâncias de amplo desemprego, pode traduzir-se principalmente pelo aumento do emprego e, em medida muito limitada, pela alta de preços, ao passo que uma variação mais acentuada, que, não sendo prevista, leva a certos “estrangulamentos” temporários, influi mais sobre os preços e menos sobre o emprego, em maior proporção no começo do que subseqüentemente.

(4) O fato de que a unidade de salários pode tender a subir antes de alcançado o pleno emprego requer alguns comentários ou explicações. Uma vez que cada grupo de trabalhadores tira vantagens, *coeteris paribus*, de uma alta de seus próprios salários, verifica-se naturalmente uma pressão neste sentido da parte de todos os grupos, à qual os empresários estarão mais dispostos a ceder quando estiverem fazendo melhores negócios. É por essa razão que normalmente uma parte de qualquer aumento na demanda efetiva se destina a satisfazer a tendência ascendente da unidade de salários.

Portanto, além do ponto crítico final do pleno emprego, no qual um aumento da demanda efetiva expressa em moeda provoca uma alta dos salários nominais inteiramente proporcional à alta de preços dos bens de consumo salariais, existe uma sucessão de pontos semi-

críticos anteriores, nos quais um aumento da demanda efetiva tende a elevar os salários nominais, embora não em proporção exata à elevação dos preços dos bens de consumo salariais; o mesmo ocorre no caso de uma demanda efetiva decrescente. Na prática, a unidade de salários não varia de maneira uniforme em termos monetários, em resposta a cada pequena alteração na demanda efetiva; as reações são descontínuas. Estes pontos de descontinuidade são determinados pela psicologia dos trabalhadores e pela política dos patrões e dos sindicatos trabalhistas. Em um sistema aberto, no qual significam uma mudança em relação aos custos de salários em outros sistemas, e no ciclo de negócios, onde (mesmo num sistema fechado) podem significar uma variação relativamente aos custos de salários previstos para o futuro, sua importância prática pode ser considerável. De certo ponto de vista, estes pontos de descontinuidade, nos quais um aumento posterior da demanda efetiva em termos de moeda pode ocasionar uma alta descontínua na unidade de salários, podem ser considerados estados de semi-inflação apresentando certa analogia (embora muito imperfeita) com a inflação absoluta (cf. p. 283), a qual resulta de um aumento da demanda efetiva em circunstâncias de pleno emprego. Eles têm, além disso, apreciável importância histórica. Não se prestam, porém, facilmente a generalizações teóricas.

(5) A nossa primeira simplificação consistiu em supor que as remunerações dos diversos fatores que entram no custo marginal variam todas na mesma proporção. Mas, se fato, as taxas de remuneração dos diferentes fatores, em termos monetários, apresentam graus variáveis de rigidez, e esses fatores podem também mostrar diferentes elasticidades de oferta em resposta a variações nas remunerações monetárias oferecidas. Se não fosse isso, poderíamos dizer que o nível de preços se compõe de dois fatores: a unidade de salários e o volume de emprego.

Talvez o elemento mais importante no custo marginal, com probabilidades de variar em proporção diferente da unidade de salários, e também de flutuar dentro de limites muito mais amplos, seja o custo marginal de uso. Isso porque o custo marginal de uso pode subir acentuadamente quando o emprego começa a melhorar, já que (como é provável que aconteça) o aumento da demanda efetiva provoca uma rápida mudança nas expectativas prevalecentes com respeito à data em que será necessário substituir o equipamento.

Embora para muitos fins seja bastante útil, como primeira aproximação, supor que as remunerações de todos os fatores que entram no custo primário marginal variam na mesma proporção da unidade de salários, talvez fosse melhor considerar uma média ponderada das remunerações que entram no custo primário marginal, e a isto dar a denominação de *unidade de custos*. A unidade de custos, ou, sujeita à



aproximação anterior, a unidade de salários, pode, assim, ser considerada o padrão essencial de valor; o nível de preços, dado o estado da técnica e do equipamento, dependerá, em parte, da unidade de custos e, em parte, da escala de produção, aumentando, quando assim varia a produção, *mais* do que quando proporcional a qualquer alta na unidade de custos, de acordo com o princípio dos rendimentos decrescentes em período curto. Temos pleno emprego quando a produção atinge o nível em que o volume marginal produzido por uma unidade representativa dos fatores da produção baixa ao mínimo necessário para que esses fatores se tornem disponíveis em número suficiente para o produzir.

## V

Quando um novo acréscimo no volume de demanda efetiva não mais produz aumento na produção e se traduz apenas numa alta da unidade de custos, em proporção exata ao aumento da demanda efetiva, teremos alcançado um estado que se pode adequadamente qualificar de verdadeira inflação. Até esse ponto, o efeito da expansão monetária é apenas uma questão de grau, e não há ponto anterior em que possamos traçar uma linha definida e declarar que um estado de inflação se revelará. Cada aumento anterior na quantidade de moeda, à medida que aumente a demanda efetiva, traduz-se, em parte, numa elevação da unidade de custos e, em parte, num aumento da produção.

Parece, portanto, que certa assimetria se manifesta entre as duas zonas separadas pelo ponto crítico em que se observa a verdadeira inflação. Uma contração da demanda efetiva abaixo do ponto crítico reduzirá o seu montante medido em unidades de custo, ao passo que uma expansão da demanda efetiva acima desse nível não terá, em geral, o efeito de aumentá-la em termos de unidades de custo. Esse resultado decorre da hipótese de que os fatores da produção, e em particular os trabalhadores, procuram resistir a uma redução nas suas remunerações monetárias, e de que não há motivo correspondente para opor a um aumento delas. Esta hipótese é, contudo, confirmada pelos fatos, devido à circunstância de que uma variação que não tenha caráter geral torna-se benéfica para os fatores específicos atingidos quando opera em sentido ascendente, e prejudicial quando o faz no sentido descendente.

Se, pelo contrário, os salários nominais baixassem ilimitadamente sempre que houvesse uma tendência para um nível inferior ao do pleno emprego, é certo que a assimetria desapareceria. Porém, neste caso, não haveria abaixo do pleno emprego nenhuma posição de equilíbrio possível até que a taxa de juros fosse incapaz de baixar mais ou os salários chegassem a zero. De fato, precisamos ter *algum* fator cujo valor expresso em moeda seja, se não fixo, pelo menos rígido, para dar alguma estabilidade aos valores, num sistema monetário.

A opinião de que *qualquer* aumento na quantidade de moeda é inflacionário (a não ser que entendamos por *inflacionário* apenas uma alta de preços) está ligada à hipótese subjacente da teoria clássica de que *sempre* nos encontramos em circunstâncias tais que uma baixa das remunerações reais dos fatores produtivos levará a uma redução de sua oferta.

## VI

Com o auxílio das anotações apresentadas no capítulo 20, podemos, se quisermos, exprimir de forma simbólica a substância do que ficou dito.

Escrevemos  $MV = D$ , onde  $M$  representa a quantidade de moeda,  $V$  sua velocidade-renda (definição que se difere, por pequenos detalhes, da indicada antes, relativamente à definição usual), e  $D$  a demanda efetiva. Se, então,  $V$  for constante, para que os preços variem proporcionalmente à quantidade de moeda é necessário que  $e_p = \left(\frac{Ddp}{pdD}\right)$  seja unitário. Esta condição é satisfeita (ver p. 270) se  $e_o = 0$  ou se  $e_w = 1$ . Esta condição significa que a unidade de salários, expressa em termos de moeda, sobe proporcionalmente à demanda, visto que  $e_w = \frac{DdW}{WdD}$ ; e a condição  $e_o = 0$  quer dizer que a produção não mais reage ao aumento da demanda efetiva, visto que  $e_o = \frac{DdO}{OdD}$ . Em ambos os casos a produção permanecerá invariável.

Podemos, em seguida, examinar o caso em que a velocidade-renda não é constante, introduzindo ainda uma nova elasticidade, a saber, a elasticidade da demanda efetiva relativa às variações na quantidade de moeda,

$$e_d = \frac{MdD}{DdM}.$$

Isso nos dá

$$\frac{Mdp}{pdM} = e_p \cdot e_d \text{ onde } e_p = 1 - e_e \cdot e_o (1 - e_w);$$

de modo que

$$\begin{aligned} e &= e_d - (1 - e_w) e_d \cdot e_e e_o \\ &= e_d(1 - e_e e_o + e_e e_o \cdot e_w) \end{aligned}$$

onde  $e$  sem sufixo  $\left(= \frac{Mdp}{pdM}\right)$  representa o vértice desta pirâmide e mede a reação dos preços nominais às variações na quantidade de moeda.

Visto que esta última expressão nos dá a proporção em que variam os preços em resposta à variação na quantidade de moeda, podemos considerá-la uma expressão generalizada da teoria quantitativa da moeda. Pessoalmente, não dou muito valor a manipulações desta espécie; e quero repetir a advertência feita anteriormente de que elas implicam tantas hipóteses tácitas a respeito de quais variáveis se consideram independentes (ignorando completamente as diferenciais parciais) quantas se fazem no raciocínio comum, duvidando ao mesmo tempo que elas nos levem mais longe do que o raciocínio comum. Talvez a sua maior utilidade seja a de evidenciar a grande complexidade da relação entre os preços e a quantidade de moeda, quando tentamos dar-lhe uma expressão formal. Vale a pena, entretanto, chamar a atenção para os quatro termos  $e_d$ ,  $e_w$ ,  $e_e$  e  $e_o$  que governam o efeito das variações da quantidade de moeda sobre os preços;  $e_d$  representa os fatores de liquidez que determinam a demanda de moeda em cada situação;  $e_w$  os elementos de trabalho (ou, mais exatamente, os que entram no custo primário) que determinam a medida na qual os salários nominais sobem quando o emprego aumenta; e, enfim,  $e_e$  e  $e_o$  os fatores físicos que determinam a taxa dos rendimentos decrescentes quando se associa mais emprego ao equipamento existente.

Se o público conserva uma proporção constante de seus rendimentos em moeda,  $e_d = 1$ ; se os salários nominais fossem fixos,  $e_w = 0$ ; se houver rendimentos constantes, de modo que o rendimento marginal iguale o rendimento médio,  $e_e \cdot e_o = 1$ ; e, se houver pleno emprego da mão-de-obra ou do equipamento,  $e_e \cdot e_o = 0$ .

Neste caso,  $e = 1$  se  $e_d = 1$  e  $e_w = 1$ ; ou se  $e_d = 1$ ,  $e_w = 0$  e  $e_e \cdot e_o = 0$ ; ou se  $e_d = 1$  e  $e_o = 0$ . Existem, evidentemente, outros casos especiais em que  $e = 1$ . Porém, em geral,  $e$  não iguala a unidade; e talvez não haja inconveniente em fazer a generalização de que, segundo hipóteses plausíveis relativas ao mundo real, e excluindo o caso de uma "fuga do dinheiro" (no qual  $e_d$  e  $e_w$  alcançam um valor alto),  $e$  é, via de regra, menor que a unidade.

## VII

Até agora nos ocupamos principalmente da maneira como as variações na quantidade de moeda influem nos preços a curto prazo. Mas não haverá, nos preços a longo prazo, uma relação mais simples?

Este é um problema que se relaciona mais com a generalização histórica do que com a teoria pura. Se o estado da preferência pela liquidez dá provas de certa tendência para a uniformidade a longo prazo, é muito possível que haja uma relação indefinida entre a renda nacional e a quantidade de moeda necessária para satisfazer a preferência pela liquidez, tomada como termo médio dos períodos de pessimismo e de otimismo em conjunto. Por exemplo, é possível que o

público não conserve em períodos longos e na forma de saldos ociosos uma soma superior a certa proporção bastante estável da renda nacional, desde que a taxa de juros se mantenha superior a certo mínimo psicológico, de tal modo que, se a quantidade de moeda que excede as necessidades da circulação ativa ultrapassar esta proporção da renda nacional, haverá uma tendência, mais cedo ou mais tarde, para a queda da taxa de juros nas proximidades deste mínimo. A taxa de juros decrescente aumentará, então, *coeteris paribus*, a demanda efetiva, e a crescente demanda efetiva alcançará um ou mais dos pontos semicríticos, nos quais a unidade de salários tenderá a mostrar uma alta descontínua, com o efeito correspondente sobre os preços. As tendências opostas manifestar-se-ão se a quantidade de moeda excedente estiver em proporção anormal baixa com a renda nacional. Assim sendo, o resultado líquido das flutuações será estabelecer, após certo tempo, um nível médio compatível com a proporção estável que a psicologia do público tende, mais cedo ou mais tarde, a restabelecer entre a quantidade de moeda e a renda nacional.

Estas tendências atuarão, provavelmente, com menos fricção no sentido ascendente que no descendente. Se a quantidade de moeda continuar sendo muito escassa por longo tempo, porém, a solução será encontrada, normalmente, na mudança do padrão monetário ou do sistema monetário que aumentará a quantidade de moeda, preferivelmente a uma compensação da unidade de salários que, conseqüentemente, aumentará a carga dos débitos. Desse modo, a direção dos movimentos de preços em períodos muito longos foi quase sempre ascendente. Isso porque, quando o dinheiro é relativamente abundante, a unidade de salários sobe e, quando ele é relativamente escasso, sempre se encontram meios de aumentar a quantidade efetiva da moeda.

Durante o século XIX, o acréscimo da população e das invenções, a exploração de novas terras, o estado da confiança e a freqüência das guerras (em média, digamos, a cada década), juntamente com a propensão a consumir, parecem ter sido suficientes para manter uma curva da eficiência marginal do capital, que permite um nível médio de emprego bastante satisfatório para ser compatível com uma taxa de juros suficientemente alta, a fim de ser psicologicamente aceitável pelos possuidores de riqueza. Há evidência de que, por um período de aproximadamente cento e cinquenta anos, a taxa normal de juros a longo prazo nos principais centros financeiros foi de cerca de 5% e a dos títulos de primeira ordem oscilou entre 3 e 3,5%, e que essas taxas de juros eram bastante módicas para suscitar um fluxo de investimento compatível com um volume médio de emprego razoavelmente baixo. Por vezes, a unidade de salários, porém com mais freqüência o padrão monetário ou o sistema monetário (especialmente através do desenvolvimento da moeda bancária), ajustava-se para assegurar que a quantidade de moeda medida em termos de salários bastasse para satisfazer

a preferência normal pela liquidez, sem que as taxas de juros raramente fossem inferiores às cifras normais indicadas antes. A tendência da unidade de salários era, como de hábito, firmemente ascendente, mas a eficiência do trabalho aumentava também. Nestas condições, o equilíbrio de forças era tal que permitia um grau razoável de estabilidade nos preços; a média quinquenal mais elevada do índice de Sauerbeck, entre 1820 e 1914, foi apenas 50% maior que a média mais baixa. Isto não foi acidental. Com razão, atribuiu-se este fato ao equilíbrio de forças numa época em que os grupos individuais de empregadores eram bastante fortes para evitar que a taxa de salários subisse muito mais depressa que a eficiência da produção, e numa época em que os sistemas monetários eram, ao mesmo tempo, suficientemente fluidos e permanentes para assegurar uma oferta média de moeda, em termos de unidades de salários, para permitir a manutenção da taxa média de juros no nível mais baixo que os possuidores de riqueza pudessem aceitar, levando em conta as suas preferências pela liquidez. O nível médio de emprego era, sem dúvida, substancialmente inferior ao do pleno emprego, mas não tão intoleravelmente abaixo do mesmo, a ponto de provocar mudanças revolucionárias.

Hoje, e provavelmente no futuro, a curva da eficiência marginal do capital está, por diversas razões, muito abaixo do que era no século XIX. A agudeza e a peculiaridade de nossos problemas contemporâneos emanam, portanto, do fato de que a taxa média de juros compatível com um volume médio razoável de emprego pode ser inaceitável para os possuidores de riqueza, de forma que seja impossível estabelecê-la facilmente por meio de simples manipulações da quantidade de dinheiro. Enquanto se podia alcançar um nível tolerável de emprego durante uma média de uma, duas ou três décadas, simplesmente garantindo uma oferta adequada de moeda em unidades de salários, mesmo o século XIX pôde encontrar soluções. Se este fosse o nosso único problema na atualidade — se um grau suficiente de desvalorização fosse tudo o que necessitamos —, certamente nós, também, encontraríamos, hoje, uma solução.

Porém, o elemento mais estável e o mais difícil de modificar em nossa economia contemporânea tem sido até agora, e poderá continuar a sê-lo no futuro, a taxa mínima de juros aceitável pela maioria dos possuidores de riqueza.<sup>159</sup> Se um nível tolerável de emprego requer uma taxa de juros muito inferior às taxas médias que prevaleceram no século XIX, é muito duvidoso que o mesmo possa ser alcançado por simples manipulações da quantidade de moeda. Da porcentagem de lucro que a curva da eficiência marginal do capital permite ao mutuário esperar ganhar, tem de deduzir-se (1) a despesa de pôr em contato os

159 Cf. a máxima do século XIX, citada por Bagehot, segundo a qual "John Bull é capaz de suportar muitas coisas, mas é incapaz de suportar uma taxa de juros de 2%".

mutuários e os mutuantes, (2) o imposto sobre a renda e os impostos adicionais e (3) a margem que o mutuante exige para cobrir seu risco e incerteza, antes de chegar ao rendimento líquido disponível para induzir o possuidor de riqueza a sacrificar a sua liquidez. Em condições de uma média tolerável de emprego, se este rendimento líquido resulta infinitesimal, os métodos consagrados pelo tempo podem mostrar-se ineficazes.

Para voltar ao nosso tópico imediato, a relação existente a longo prazo entre a renda nacional e a quantidade de moeda dependerá das preferências pela liquidez. E a estabilidade dos preços em período longo dependerá da rapidez com que a unidade de salários (ou mais precisamente, a unidade de custos) tende a crescer comparativamente à eficiência do sistema produtivo.

# **LIVRO SEXTO**

**BREVES NOTAS SUGERIDAS PELA TEORIA GERAL**

# CAPÍTULO 22

## Notas Sobre o Ciclo Econômico

Visto que pensamos ter demonstrado nos capítulos anteriores o que determina o volume de emprego em qualquer momento, deduz-se, se estivermos certos, que a nossa teoria deve ser capaz de explicar o fenômeno do ciclo econômico.

Quando examinamos em detalhe qualquer exemplo concreto do ciclo econômico, constatamos a sua grande complexidade, e para a sua explicação completa serão necessários todos os elementos de nossa análise. Verifica-se, em especial, que as flutuações na propensão a consumir, no estado da preferência pela liquidez e na eficiência marginal do capital desempenham todas o seu papel. Sugiro, todavia, que o caráter essencial do ciclo econômico e, sobretudo, a regularidade de ocorrência e duração, que justificam a denominação *ciclo*, se devem principalmente ao modo como flutua a eficiência marginal do capital. Na minha maneira de ver, o ciclo econômico deve, de preferência, ser considerado o resultado de uma variação cíclica na eficiência marginal do capital, embora complicado e freqüentemente agravado por modificações que acompanham outras variáveis importantes do sistema econômico no curto prazo. O desenvolvimento desta tese exigiria antes um livro que um capítulo, além de necessitar uma análise minuciosa dos fatos; porém, as seguintes breves notas serão suficientes para indicar a linha de análise que sugere a nossa teoria anterior.

### I

Por movimento *cíclico* queremos dizer que, quando o sistema evolui, por exemplo, em direção ascendente, as forças que o impelem para cima adquirem inicialmente impulso e produzem efeitos cumulativos de maneira recíproca, mas perdem gradualmente a sua potência até que, em certo momento, tendem a ser substituídas pelas forças que operam em sentido oposto e que, por sua vez, adquirem também intensidade durante certo tempo e fortalecem-se mutuamente, até que,



alcançado o máximo desenvolvimento, declinam e cedem lugar às forças contrárias. Todavia, por movimento *cíclico* não queremos dizer simplesmente que essas tendências ascendentes e descendentes, uma vez iniciadas, não persistam indefinidamente na mesma direção, mas que acabam por inverter-se. Queremos dizer, também, que existe certo grau reconhecível de regularidade na seqüência e duração dos movimentos ascendentes e descendentes.

Contudo, para que a nossa explicação seja adequada, devemos incluir outra característica do chamado ciclo econômico, ou seja, o fenômeno da *crise* — o fato de que a substituição de uma fase ascendente por outra descendente geralmente ocorre de modo repentino e violento, ao passo que, como regra, a transição de uma fase descendente para uma fase ascendente não é tão repentina.

*Qualquer* flutuação no investimento, não compensada por uma variação correspondente na propensão a consumir, resulta, necessariamente, numa flutuação no emprego. Portanto, dado que o fluxo de investimento está sujeito a influências bastante complexas, é muito improvável que todas as flutuações, tanto as do próprio investimento como as da eficiência marginal do capital, sejam de caráter cíclico. Um caso especial, a saber, o das flutuações associadas aos movimentos da produção agrícola, será objeto de exame numa seção posterior deste capítulo. Todavia, no caso dos ciclos econômicos típicos da economia industrial do século XIX, considero que haja certas razões definidas para que as flutuações na eficiência marginal do capital tenham tido características cíclicas. Essas razões não são, em si mesmas, novas, mesmo como explicações dos ciclos econômicos. Meu único propósito aqui é relacioná-las com a teoria precedente.

## II

Posso desenvolver melhor o que tenho a dizer começando pelas últimas etapas da expansão e pelo começo da “crise”.

Vimos antes que a eficiência marginal do capital<sup>160</sup> depende não apenas da abundância ou da escassez existente de bens de capital e do custo corrente da produção dos bens de capital, mas também das expectativas correntes relativas ao futuro rendimento dos bens de capital. Conseqüentemente, no caso dos bens duráveis, é natural e razoável que as expectativas do futuro desempenhem um papel preponderante na determinação da escala em que se julguem recomendáveis novos investimentos. Como vimos, porém, as bases para tais expectativas são muito precárias. Fundadas em indícios variáveis e incertos, estão sujeitas a variações repentinas e violentas.

160 Quando o contexto não apresenta possibilidade de nenhum equívoco, é quase sempre mais conveniente escrever “a eficiência marginal do capital” quando se quer apontar “a curva da eficiência marginal do capital”.

Ora, para explicar a “crise”, temos enfatizado que a taxa de juros tende a subir sob o efeito de maior demanda de moeda, tanto para fins de transações como para fins especulativos. Algumas vezes este fator pode, certamente, representar um papel de agravamento e talvez, ocasionalmente, de desencadeamento. Creio que a explicação mais normal, e por vezes a essencial, da crise não é primordialmente uma alta taxa de juros, mas um repentino colapso da eficiência marginal do capital.

As últimas etapas da expansão são caracterizadas por expectativas otimistas relativas ao rendimento futuro dos bens de capital suficientemente fortes para compensar a abundância crescente desses bens, a alta de seus custos de produção e, provavelmente, também, a alta taxa de juros. É próprio da natureza dos mercados financeiros organizados, sob a influência de compradores em sua maioria ignorantes do que compram e de especuladores mais interessados nas previsões da próxima mudança de opinião do mercado do que numa estimativa racional do futuro rendimento dos bens de capital, que, quando a decepção advém a um desses mercados otimistas em demasia, e superabastecidos, as cotações desçam em movimento súbito e mesmo catastrófico.<sup>161</sup> Além disso, o pessimismo e a incerteza a respeito do futuro que acompanham um colapso da eficiência marginal do capital suscitam, naturalmente, um forte aumento da preferência pela liquidez e, conseqüentemente, uma elevação da taxa de juros. Nestas condições, o fato de a queda da eficiência marginal do capital ser freqüentemente acompanhada por uma elevação da taxa de juros pode agravar seriamente o declínio do investimento. O essencial, porém, de tal estado de coisas reside, não obstante, na queda da eficiência marginal do capital, especialmente no caso das categorias de capital que, no curso da fase anterior, mais contribuíram para os novos investimentos. A preferência pela liquidez, exceto nas suas manifestações associadas ao aumento da atividade comercial e da especulação, só começa a aumentar *após* o desmoronamento da eficiência marginal do capital.

É isto que, de fato, torna a depressão tão intratável. Posteriormente, um declínio de taxa de juros será de grande auxílio para a recuperação e, provavelmente, uma condição necessária da mesma, mas, de momento, o colapso da eficiência marginal do capital pode ser tão completo que nenhuma redução possível de taxa de juros baste para o contrabalançar. Se a redução da taxa de juros constituísse por si mesma um remédio efetivo, a recuperação poderia ser conseguida num lapso de tempo relativamente curto, e por meios mais ou menos diretamente sob controle da autoridade monetária. Isso, porém, não

161 Evidencie (no cap. 12) que os investidores particulares raramente são diretamente responsáveis pelas inversões novas, embora os empresários que têm essa responsabilidade verifiquem ser financeiramente vantajoso e freqüentemente obrigatório conformarem-se com as idéias do mercado, ainda que pessoalmente estejam mais bem informados.

costuma acontecer, não sendo fácil reanimar a eficiência marginal do capital, tal como a determina a psicologia caprichosa e indisciplinada do mundo dos negócios. É a volta da confiança, para empregar a linguagem comum, que se afigura tão difícil de controlar numa economia de capitalismo individualista. Este é o aspecto da depressão que os banqueiros e os homens de negócios insistem, com razão, em enfatizar, e ao qual os economistas crentes na eficácia de um remédio “puramente monetário” não dispensaram a atenção que merece.

Isto me faz alcançar o ponto a que quero chegar. A explicação do *elemento tempo* no ciclo econômico, o fato de que em geral tem de decorrer um lapso determinado de tempo antes que se inicie a recuperação, deve ser procurada nas influências que governam a recuperação da eficiência marginal do capital. Há razões dadas, primeiro, pela extensão da vida útil dos bens duráveis em relação ao ritmo normal de crescimento em certa época e, segundo, pelas despesas correntes de conservação dos estoques excedentes, que explicam por que a duração do movimento descendente deve ter uma magnitude que não é fortuita, que não flutua entre, digamos, um ano agora, e dez anos a próxima vez, mas antes evidencia determinada regularidade situada entre, digamos, três e cinco anos.

Voltemos ao que ocorre na crise. Enquanto a expansão continua, a maioria dos novos investimentos oferece um rendimento corrente que não é insatisfatório. A desilusão chega porque, de repente, surgem dúvidas quanto à confiança que se pode ter no rendimento esperado, talvez porque o rendimento atual dê sinais de baixa à medida que os estoques de bens duráveis produzidos recentemente aumentem regularmente. Se se crê que os custos correntes de produção são mais elevados do que poderão vir a ser futuramente, esta será mais uma razão para a baixa da eficiência marginal do capital. Uma vez surgida, a dúvida propaga-se rapidamente. Assim, no começo da depressão, existe provavelmente uma boa parte do capital que apresenta uma eficiência marginal ínfima ou mesmo negativa, mas o intervalo de tempo que deverá decorrer antes que a escassez do capital pelo uso, a deterioração e a obsolescência se tornem bastante óbvias para aumentar a eficiência marginal pode ser uma função relativamente estável da duração média do capital numa época dada. Se as características da época mudam, o intervalo de tempo-padrão variará. Se, por exemplo, passarmos de um período de aumento a um período de declínio da população, a fase característica do ciclo se prolongará. Mas temos, no que antecede, uma razão substancial de por que existe uma relação definida ligando a duração da depressão à extensão da vida útil dos bens duráveis e à taxa normal de crescimento em época determinada.

O segundo dos fatores que conduzem a esta estabilidade de duração temporal se deve aos custos de conservação dos estoques excedentes, que forcem a sua absorção dentro de certo período, nem muito

curto nem muito longo. A repentina suspensão de novos investimentos depois da crise levará, provavelmente, a uma acumulação de estoques de produtos não acabados. O custo de conservação destes produtos raramente é inferior a 10% ao ano. Seus preços devem, portanto, baixar o bastante para causar uma restrição da produção que assegure a reabsorção dos estoques excedentes num prazo de, digamos, três a cinco anos. Ora, o processo de absorção dos estoques representa um investimento negativo, que também contribui para diminuir o emprego, e, chegando a seu termo, causa um considerável alívio.

Ademais, a redução do capital circulante, que necessariamente acompanha o declínio da produção, é um novo fator, às vezes importante, de desinvestimento, e, quando a recessão se instalou, este fator exerceu forte influência cumulativa no sentido da baixa. Nos primeiros momentos de uma depressão típica verifica-se provavelmente um investimento no aumento dos estoques, que ajuda a compensar o desinvestimento no capital circulante; na fase seguinte pode haver um curto período de desinvestimento, tanto em estoques como em capital circulante; depois que se alcançou o nível inferior da depressão aparece, em geral, um desinvestimento suplementar nos estoques que equilibra parcialmente os reinvestimentos no capital circulante; e, finalmente, quando a recuperação tiver avançado bastante, ambos os fatores serão simultaneamente favoráveis ao investimento. É neste cenário que convém examinar os efeitos adicionais devidos às flutuações do investimento em bens duráveis. Quando um declínio nesta espécie de investimento desencadeia uma flutuação cíclica, haverá poucas probabilidades de recuperação dos mesmos enquanto o ciclo não houver percorrido parte de seu caminho.<sup>162</sup>

Infelizmente, uma queda substancial da eficiência marginal do capital tende, também, a afetar negativamente a propensão a consumir, pois provoca uma baixa considerável no valor do mercado de títulos. Ora, esta baixa exerce uma influência depressiva sobre a classe de pessoas que acompanham de perto os seus investimentos na bolsa de valores, especialmente quando aplicam dinheiro emprestado. A disposição dessas pessoas para gastar talvez dependa mais das altas e baixas no valor de seus investimentos do que do estado do fluxo de seus rendimentos. Com um público de “mentalidade acionista” como o dos Estados Unidos de hoje, um mercado de títulos em alta pode ser condição quase essencial para uma propensão a consumir satisfatória; e esta circunstância, geralmente desconsiderada até há pouco, serve ob-

162 Certa parte da argumentação em minha obra *Treatise on Money* [JMK, v. V]. Livro Quarto, gira em torno deste assunto.

viamente para agravar mais ainda o efeito depressivo de uma baixa na eficiência marginal do capital.

Uma vez iniciada a recuperação, a maneira como ela se alimenta em si mesma e se desenvolve cumulativamente é óbvia. Na fase descendente, porém, enquanto há por certo tempo excedentes de capital fixo e de estoques de matérias-primas e há uma redução do capital circulante, a curva da eficiência marginal do capital pode baixar tanto que dificilmente é possível corrigi-la de modo que assegure um fluxo satisfatório de novos investimentos por meio de qualquer redução exequível na taxa de juros. Assim sendo, com os mercados organizados e influenciados do modo que se verifica atualmente, a estimativa que faz o mercado da eficiência marginal do capital pode sofrer flutuações de tão grande amplitude que dificilmente podem ser compensadas por flutuações correspondentes na taxa de juros. Além do mais, conforme vimos antes, as flutuações da Bolsa de Valores podem enfraquecer a propensão a consumir justamente quando ela é mais necessária. Portanto, em condições de *laissez-faire*, talvez seja impossível evitar grandes flutuações no emprego sem uma profunda mudança na psicologia do mercado de investimentos, mudança essa que não há razão para esperar que ocorra. Em conclusão, acho que não se pode, com segurança, abandonar à iniciativa privada o cuidado de regular o volume corrente de investimento.

### III

A análise anterior pode parecer de acordo com a maneira de ver dos que pretendem que o sobreinvestimento seja a característica da expansão, que a abstenção desse sobreinvestimento seja o único meio de impedir a depressão subsequente, e que, pelos motivos anteriores, conquanto a depressão não possa ser evitada por uma baixa taxa de juros, a expansão possa, não obstante, ser evitada por uma taxa de juros elevada. Há, de fato, substância no argumento de que uma taxa de juros elevada é muito mais eficaz contra o auge da expansão do que uma taxa de juros baixa o é contra uma depressão.

Entretanto, deduzir estas conclusões do que ficou dito significaria uma interpretação falsa de minha análise e, a meu ver, seria cometer um grave erro. Isso porque o termo sobreinvestimento é ambíguo. Pode aplicar-se aos investimentos destinados a desapontar as expectativas que os incitaram ou para os quais não há lugar em períodos de intenso desemprego, mas pode também aplicar-se a uma situação caracterizada por tal abundância de capital que não haja investimento novo aparentemente capaz de, mesmo em condições de pleno emprego, render no curso de sua duração mais do que o seu custo de reposição. É apenas neste último estado de coisas que há sobreinvestimento, estritamente

falando, no sentido de que qualquer investimento posterior seria mero desperdício de recursos.<sup>163</sup> Além disso, mesmo que o sobreinvestimento nesse sentido fosse uma característica normal da fase de auge da expansão, o remédio não consistiria em fazer incidir uma elevada taxa de juros, que provavelmente desanimaria alguns investimentos úteis e enfraqueceria ainda mais a propensão a consumir, mas em tomar medidas enérgicas, como por exemplo uma nova distribuição dos rendimentos ou outra qualquer, a fim de estimular a propensão a consumir.

No entanto, segundo a minha análise, só no primeiro sentido é que o sobreinvestimento pode ser considerado característica do período de auge da expansão. A situação que estou indicando como típica não é aquela em que o capital seja tão abundante que a comunidade em conjunto não possa razoavelmente empregar mais nenhum, mas aquela em que o investimento se efetua em condições instáveis e efêmeras pelo fato de ser suscitado por expectativas destinadas a malograr.

Pode acontecer, naturalmente — e na realidade é provável que assim seja —, que as ilusões da expansão levem a produzir certos tipos de bens de capital em tamanha abundância que parte da produção seja, independentemente de qualquer critério, um desperdício de recursos — o que às vezes se verifica, podemos acrescentar, mesmo quando não há expansão. Quer dizer, levam a um investimento *mal orientado*. Além disso, porém, uma característica essencial do auge da expansão é que os investimentos que terão um rendimento efetivo de, digamos, 2% em condições de pleno emprego se realizam na esperança de, digamos, 6% e são avaliados nesta base. Quando chega a desilusão, esta expectativa é substituída por um “erro de pessimismo” inverso, com o resultado de que se passa a esperar um rendimento negativo dos investimentos que em situação de pleno emprego renderiam efetivamente 2%; o colapso resultante do investimento novo que daí resulta leva então a um estado de desemprego no qual os investimentos, que em situação de pleno emprego teriam rendido 2%, passam, de fato, a render menos que nada. Chega-se a uma situação em que há escassez de casas de moradia na qual, todavia, ninguém dispõe de meios para viver nas casas que existem.

Assim, o remédio para o auge da expansão não é a alta, mas a baixa da taxa de juros!<sup>164</sup> Pois aquela pode fazer perdurar o chamado auge da expansão. O verdadeiro remédio para o ciclo econômico não

163 Contudo, em certas hipóteses como a da distribuição no tempo da propensão a consumir, os investimentos que dão um rendimento negativo poderiam ser vantajosos no sentido de que, para a comunidade em conjunto, maximizariam a satisfação.

164 Ver adiante (p. 301) alguns argumentos que podem ser invocados em sentido contrário. Se for inviável, pois, fazer grandes alterações nos nossos métodos presentes, eu concordaria em que a elevação da taxa de juros durante uma fase de *boom* poderia ser, nas condições assim concebidas, um mal menor.

consiste em evitar o auge das expansões e em manter assim uma semidepressão permanente, mas em abolir as depressões e manter deste modo permanentemente em um *quasi-boom!*

O auge da expansão que acaba por levar a uma crise resulta, portanto, da combinação de uma taxa de juros, que num estado correto de expectativa seria demasiadamente alta para permitir o pleno emprego, e de um estado enganoso de expectativa que, enquanto dura, impede essa taxa de juros de ser, de fato, um obstáculo. O *boom* é uma situação em que o excesso de otimismo triunfa sobre uma taxa de juros que, julgada a sangue-frio, seria considerada alta demais.

Exceto durante a guerra, duvido que haja algum exemplo recente de uma expansão bastante forte que tenha levado ao pleno emprego. Nos Estados Unidos, o emprego foi muito satisfatório em 1928-29, julgando por padrões normais; mas não tive provas de nenhuma escassez de mão-de-obra, a não ser, talvez, em certos grupos de trabalhadores altamente especializados. Verificaram-se alguns "estrangulamentos", mas a produção em conjunto ainda apresentava capacidade para aumentos ulteriores. Também não houve sobreinvestimento no sentido de que os equipamentos-padrão e de habitação fossem tão elevados que todos, supondo que existisse pleno emprego, tivessem tudo que desejassem à taxa necessária para cobrir o custo de reposição, sem desconto para os juros, pelo tempo de duração da casa, e tampouco de que os transportes, os serviços públicos e os melhoramentos agrícolas tivessem alcançado um nível em que novos incrementos ao estoque existente não pudessem razoavelmente esperar produzir rendimentos sequer iguais a seu custo de reposição. Pelo contrário, seria absurdo pretender que nos Estados Unidos, em 1929, tenha havido sobreinvestimento no sentido estrito da palavra. A verdadeira situação era de natureza bem diferente. Os novos investimentos, durante os cinco anos anteriores, tinham-se, na realidade, realizado em tão grande escala, em conjunto, que o rendimento provável dos investimentos suplementares, analisado com frieza, estava decaindo rapidamente. Uma previsão correta teria deprimido a eficiência marginal do capital a um nível sem precedentes de modo que o *boom* não poderia ter continuado em bases firmes, exceto com uma taxa de juros a longo prazo muito baixa e evitando investimentos mal dirigidos em determinados ramos com risco de sobreexploração. De fato, a taxa de juros manteve-se elevada o bastante para desanimar os novos investimentos, exceto naqueles ramos particulares que estavam sob a influência do estímulo especulativo e que, conseqüentemente, corriam um perigo especial de serem superexplorados; uma taxa de juros suficiente para resistir ao movimento especulativo teria, ao mesmo tempo, detido quaisquer novos investimentos razoáveis. Nestas condições, a elevação da taxa de juros como antídoto para a situação criada pela persistência de um fluxo

anormal de investimentos pertence à categoria dos remédios que curam a doença matando o paciente.

É muito possível, na verdade, que a existência do emprego quase pleno durante vários anos fosse acompanhada, em países tão ricos como a Grã-Bretanha ou os Estados Unidos, por um fluxo de novos investimentos, admitindo a propensão a consumir existente, tão intenso que levasse eventualmente a um estado de pleno emprego no sentido de não poder mais esperar de um novo incremento de bens duráveis de qualquer tipo, segundo cálculos razoáveis, um rendimento agregado bruto superior a seu custo de reposição. Além do mais, tal estado poderia alcançar-se num futuro relativamente próximo — digamos, dentro de vinte e cinco anos ou menos. Não se deve pensar que nego esta possibilidade quando afirmo jamais ter existido, sequer momentaneamente, uma situação de pleno investimento, no sentido estrito da palavra.

Aliás, ainda que as fases de expansão da época contemporânea pudessem levar temporariamente a uma situação de pleno investimento ou sobreinvestimento no sentido estrito, continuaria sendo absurdo considerar uma taxa de juros mais elevada como remédio adequado. E isso porque nesse caso ficaria plenamente confirmada a hipótese dos que atribuem a anomalia ao subconsumo. O remédio consistiria em tomar várias medidas capazes de aumentar a propensão a consumir através de uma redistribuição da renda ou de um processo semelhante de modo que dado volume de emprego pudesse ser mantido com um volume de investimento menor.

#### IV

Talvez convenha, no ponto a que chegamos, dizer umas palavras sobre as importantes correntes de pensamento que sustentam, de maneiras diferentes, que a tendência crônica das sociedades contemporâneas para o subemprego deve ter sua causa procurada no subconsumo, quer dizer, nos hábitos sociais e numa distribuição da riqueza que resultam numa propensão a consumir demasiado baixa.

Nas condições atuais — ou, pelo menos, nas que prevaleceram até há pouco —, em que o fluxo de investimento não é planejado nem dirigido, antes se acha abandonado aos caprichos de uma eficiência marginal do capital, que depende das opiniões pessoais de indivíduos não conhecedores ou de especuladores, e à influência de uma taxa de juros a longo prazo que raras vezes, ou nunca, baixa além de um nível convencional, essas correntes de pensamento, como guias de política prática, estão indubitavelmente certas. Em tais condições, pois, não há outro meio capaz de levar o volume médio de emprego a um nível mais favorável. Se é materialmente impraticável aumentar o investimento, torna-se evidente não haver outros meios de alcançar um nível maior de emprego além do de aumentar o consumo.

Praticamente, a única diferença entre essas correntes de pensa-



mento e a minha é que num momento em que há ainda muitas vantagens sociais a esperar de um acréscimo do investimento, elas parecem dar uma ênfase um tanto exagerada ao incremento do consumo. Teoricamente, entretanto, podemos criticá-las por desconsiderar o fato de que há *dois* caminhos para aumentar a produção. Mesmo se tivéssemos de decidir o que seria preferível: aumentar o capital mais lentamente e concentrar esforços no aumento do consumo, deveríamos tomar essa decisão com muita ponderação depois de considerar a outra alternativa. Pessoalmente, vejo de bom alvitre as grandes vantagens sociais que adviriam do crescimento do estoque de capital suficiente para pôr fim à sua escassez, mas isso é um julgamento prático e não um imperativo teórico.

Aliás, estou disposto a admitir que o mais prudente seria avançar em ambas as frentes ao mesmo tempo. Embora procurando conseguir um fluxo de investimento controlado socialmente com vista à baixa progressiva da eficiência marginal do capital, estou disposto a apoiar, ao mesmo tempo, toda sorte de medidas para aumentar a propensão a consumir. Como é improvável que o pleno emprego possa ser mantido com a propensão a consumir existente, façamos o que fizemos com relação ao investimento. Há condições, portanto, para que ambas as políticas funcionem juntas; promover o investimento e ao mesmo tempo o consumo, não apenas até o nível que corresponderia ao acréscimo do investimento com a propensão a consumir existente, mas também a um nível ainda maior.

Se — empregando números redondos para ilustrar nosso raciocínio — o nível médio de produção atual fosse 15% inferior ao que seria com o pleno emprego contínuo, e se 10% desta produção representassem o investimento líquido, e os restantes 90% o consumo — se o investimento líquido tivesse de subir 50% para conseguir o pleno emprego com a propensão a consumir existente, de modo que com esse emprego a produção subisse de 100 para 115, o consumo de 90 para 100 e o investimento líquido de 10 para 15 —, poderíamos então propor-nos, talvez, modificar de tal maneira a propensão a consumir que, com o pleno emprego, o consumo subisse de 90 para 103 e o investimento líquido de 10 para 12.

## V

Outra corrente de pensamento encontra a solução para o ciclo econômico não no aumento do consumo ou do investimento, mas na diminuição da oferta de mão-de-obra que procura emprego, isto é, alterando a distribuição do volume atual de emprego sem aumentar o emprego nem a produção.

Isto me parece uma política prematura — muito mais claramente que o plano de aumentar o consumo. Chega um momento em que todo o indivíduo pondera as vantagens de um aumento de lazer com as de um aumento de renda, mas parece claro que atualmente a grande

maioria dos indivíduos prefere um aumento de renda a um aumento de lazer; e não vejo razões válidas para obrigar os que preferem mais renda a gozarem de maior lazer.

## VI

Pode parecer estranho que exista uma corrente de pensamento que tenha como remédio para o ciclo econômico refrear o auge da expansão em suas primeiras manifestações por meio de uma elevação da taxa de juros. O único argumento que pode legitimar semelhante política é o que nos oferece D. H. Robertson, quando pretende dizer que o pleno emprego é um ideal praticamente irrealizável e que, quando muito, nos é lícito esperar um nível de emprego bem mais estável que o atual e talvez ligeiramente superior à média.

Se excluirmos a possibilidade de uma reforma profunda da política no que concerne tanto ao controle do investimento quanto ao da propensão a consumir, e supusermos, em linhas gerais, uma continuação do estado de coisas existente, não me parecerá absurdo argumentar que se conseguiria, em média, um estado mais favorável da expectativa através de uma política bancária que destruísse sempre no embrião o início de um período de auge da expansão por meio de uma taxa de juros suficientemente alta para desencorajar o otimismo mal dirigido. A desilusão quanto às expectativas, característica da depressão, pode acarretar tanta perda e desperdício que o nível médio de investimentos úteis poderia ser mais elevado se fosse aplicado algum método dissuasivo. É difícil assegurar se esta doutrina é ou não correta em suas hipóteses, pois se trata de uma questão de apreciação prática em que faltam os elementos de certeza. Talvez ela não considere as vantagens sociais derivadas do aumento do consumo que acompanha até mesmo os investimentos que se mostram totalmente mal orientados, tendo-se em vista que tais investimentos podem ser mais vantajosos do que a sua ausência total. Não obstante, a autoridade monetária mais lúcida se encontraria em dificuldades diante de uma expansão como a da América em 1929, não tendo outras armas além das que dispunha naquele tempo o Sistema de Reserva Federal, e nenhuma das alternativas ao seu alcance lograria modificar muito os resultados. Seja como for, semelhante opinião parece-me perigosa e inutilmente derrotista. Recomenda, ou pelo menos supõe, para a aceitação permanente, demasiadas características que são imperfeitas no nosso sistema econômico atual.

O ponto de vista austero que preconiza a utilização de uma taxa de juros elevada para deter imediatamente qualquer tendência de elevação apreciável no nível de emprego, digamos, além da média da década anterior, apóia-se com mais freqüência em argumentos destituídos de outra base que não seja a confusão das idéias. Decorre, em certos casos, da crença de que numa expansão o investimento tende

a ultrapassar a poupança e de que uma alta da taxa de juros restabelecerá o equilíbrio contrariando o investimento, por um lado, e estimulando a poupança, por outro lado. Isso supõe que a poupança e o investimento podem ser desiguais e carece, portanto, de significação enquanto estes termos não forem definidos nalgum sentido especial. Ou sugere, algumas vezes, que o aumento da poupança que acompanha o investimento crescente não é desejável nem justo, porque se acha, via de regra, associado a uma alta de preços. Se assim fosse, porém, *qualquer* elevação no nível prevalecente da produção e do emprego deveria ser considerada indesejável, pois a alta de preços; não se deve essencialmente ao acréscimo no investimento, mas ao fato de, no curto prazo, o preço de oferta geralmente crescer ao aumentar a produção, quer em razão do fato físico dos rendimentos decrescentes, quer porque o custo unitário tende a subir em termos nominais quando a produção aumenta. Se a situação se caracterizasse por um preço de oferta constante, não haveria, naturalmente, elevação de preços, não obstante isso como nos outros casos, a poupança crescente acompanharia o acréscimo do investimento. É o incremento da produção que provoca o aumento da poupança; a alta de preços não passa de um subproduto desse incremento, que também ocorre quando é a propensão a consumir e não a poupança que aumenta. Nenhum interesse constituído legítimo pode exigir que as compras se efetuem a preços baixos exclusivamente porque a produção está baixa.

Supõe-se também que o mal seja devido ao fato de o aumento do investimento ter tido origem numa baixa do juro provocada por um aumento na quantidade de moeda. Ora, a taxa de juros preexistente não apresenta nenhuma virtude intrínseca e tampouco ninguém é “forçado” a reter o novo dinheiro — ele é criado com o fim de satisfazer a maior preferência pela liquidez correspondente à menor taxa de juros ou ao maior volume de transações, e é retido pelos indivíduos que *preferem* conservar dinheiro a emprestá-lo a uma taxa de juros mais reduzida. Sugere-se, ainda, que uma expansão é caracterizada pelo “consumo de capital”, o que provavelmente significa investimento líquido negativo, isto é, por uma excessiva propensão a consumir. A não ser que se tenham confundido os fenômenos do ciclo econômico com os da fuga ou recusa em reter dinheiro que se verificaram na Europa durante os colapsos monetários posteriores à Guerra, os fatos indicam exatamente o contrário. Além disso, mesmo que assim fosse, uma redução na taxa de juros seria um remédio mais plausível para as condições de subinvestimento do que a elevação dessa taxa. Não consigo encontrar nenhum sentido nessas correntes de pensamento, salvo, talvez, admitindo a hipótese tácita de que a produção agregada seja incapaz de variar. Todavia, uma teoria que supõe uma produção constante evidentemente não é de muita utilidade para explicar o ciclo econômico.

## VII

Nos primeiros estudos sobre o ciclo econômico, especialmente nos de Jevons, a explicação foi colocada nas flutuações agrícolas devidas às estações, mais do que nos fenômenos da indústria. À luz da teoria acima, esta explicação do problema parece bastante plausível, porque mesmo na época atual as flutuações de um ano para outro dos estoques de produtos agrícolas constituem uma das causas principais das variações do investimento corrente. Entretanto, na época em que Jevons escreveu, e mais ainda durante o período a que se referem as suas estatísticas, este fator prevaleceu de maneira considerável sobre todos os demais.

A teoria de Jevons de que o ciclo econômico se deve, primordialmente, à abundância desigual das colheitas pode ser reexposta da maneira que segue. Quando a colheita é excepcionalmente farta em geral faz-se uma adição importante ao estoque conservado para os anos futuros. Os resultados desta adição acrescentam-se à renda corrente dos agricultores e são considerados por estes como uma renda enquanto esse incremento não implica sangria nos gastos que os outros setores da comunidade fazem, senão quando financiados pela poupança. Quer isto dizer que o estoque suplementar é uma adição ao investimento corrente. Esta conclusão não se invalida mesmo que os preços sofram uma queda acentuada. De maneira semelhante, quando a colheita é escassa, recorre-se aos estoques armazenados para atender ao consumo corrente, de maneira que uma parte correspondente dos gastos que os consumidores fazem de suas rendas não cria nenhum rendimento corrente para os agricultores. Quer isto dizer que o que se retira dos estoques implica uma redução correspondente no investimento corrente. Nestas condições, se o investimento nos outros ramos da produção for constante, pode ser grande a diferença no investimento agregado entre um ano em que haja uma adição substancial aos estoques e outro em que haja uma redução substancial dos mesmos; e, numa comunidade onde a agricultura seja a atividade predominante, este fator será incomparavelmente mais importante que as outras causas de variação do investimento. É, portanto, natural que a reversão das fases ascendentes seja indicada por boas colheitas e a das descendentes pelas colheitas más. O passo seguinte dessa teoria, segundo a qual existiriam causas físicas que motivam um ciclo regular de boas e más colheitas, é naturalmente assunto diferente que não nos cabe tratar aqui.

Segundo uma teoria proposta mais recentemente, seriam as más colheitas e não as boas que estimulariam o comércio, porque incitam a população a trabalhar por um salário real menor, ou porque se considera que uma mudança na distribuição da capacidade aquisitiva seja favorável ao consumo. É desnecessário dizer que não são estas as teorias

a que recorro ao fazer a descrição anterior dos fenômenos das colheitas como uma explicação do ciclo econômico.

As causas agrícolas das flutuações têm uma importância muito menor no mundo moderno, e isso por duas razões. Em primeiro lugar, a produção agrícola representa uma parcela muito pequena da produção total. Em segundo lugar, o desenvolvimento de um mercado mundial para a maior parte dos produtos agrícolas, que se abastece nos dois hemisférios, faz com que, em média, se neutralizem os efeitos das boas e das más estações, sendo a porcentagem de flutuação sobre o volume das colheitas mundiais muito menor que a porcentagem de flutuação correspondente às dos países individualmente. Nos tempos antigos, porém, quando um país dependia principalmente de suas próprias colheitas, é difícil encontrar alguma causa de flutuação do investimento, excetuando-se a guerra, que pudesse comparar-se em importância às variações nos estoques de produtos agrícolas.

Ainda hoje é importante prestar maior atenção ao papel que representam as variações nos estoques de matérias-primas, tanto agrícolas como minerais, na determinação da taxa de investimento corrente. Eu atribuiria a lenta marcha da recuperação de uma depressão, uma vez alcançado o ponto de reversão, principalmente ao efeito deflacionário da baixa dos estoques redundantes aos seus volumes normais. A princípio, a acumulação de estoques que marca o fim da expansão modera a velocidade do colapso; mas temos de pagar mais tarde esse alívio com a lentidão da marcha subsequente da recuperação. Sucede, às vezes, que a recuperação não se faça sentir de maneira apreciável senão quando a reabsorção dos estoques tenha sido virtualmente concluída, pois um fluxo de investimento em outras direções, bastante para produzir um movimento ascendente quando não haja desinvestimento atual nos estoques para neutralizá-lo, pode ser inteiramente inadequado enquanto persistir esse desinvestimento.

Vimos, no meu entender, nas primeiras fases do *New Deal* americano, um exemplo notável deste fenômeno. Quando o Presidente Roosevelt encetou substanciais despesas cobertas por empréstimos, os estoques de todas as espécies — e notadamente os de produtos agrícolas — alcançavam ainda um nível muito alto. O *New Deal* consistiu parcialmente num esforço enérgico para reduzir esses estoques por meio de restrições à produção e por todos os outros meios. A redução dos estoques a um nível normal era um processo necessário ou uma fase que tinha de ser suportada, mas enquanto durou, a saber, por um ou dois anos, significou substancial anulação dos gastos financiados com empréstimos que ocorreram em outros tempos. Só quando essa fase se completou, ficou aberto o caminho para sua recuperação substancial.

A experiência recente dos Estados Unidos da América proporcionou também bons exemplos do papel que as flutuações dos estoques de produtos acabados ou não acabados — de “inventários”, como é

costume chamá-los agora — exercem na causação das oscilações menores que se sobrepõem ao movimento principal do ciclo econômico. Os fabricantes, quando estabelecem a escala de produção segundo o volume de consumo que prevêem para alguns meses mais tarde, sujeitam-se a cometer pequenos erros de cálculo, geralmente no sentido de adiantar-se um pouco aos fatos. Quando eles descobrem o erro, são obrigados, por algum tempo, a manter-se num nível de produção inferior ao do consumo corrente, de modo que se produza a absorção dos inventários excedentes; e a diferença de ritmo entre adiantar-se um pouco e atrasar outra vez tem demonstrado influir bastante no fluxo de investimento corrente para se destacar com bastante nitidez no quadro das excelentes e completas estatísticas de que agora dispõem os Estados Unidos.

## CAPÍTULO 23

### Notas Sobre o Mercantilismo, as Leis Contra a Usura, o Dinheiro Carimbado e as Teorias do Subconsumo

#### I

Durante cerca de duzentos anos, tanto os teóricos da economia como os homens de negócios foram unânimes em admitir que uma balança comercial favorável tinha vantagens especiais, e uma balança desfavorável constituía grave perigo sobretudo quando provocava a saída de metais preciosos. Nos últimos cem anos, porém, surgiu uma séria divergência de opiniões. Na maioria dos países, quase todos os estadistas e homens de bom senso, e mesmo na Grã-Bretanha, berço da concepção oposta, quase a metade deles se manteve fiel à antiga doutrina, ao passo que os teóricos da economia, em sua maioria, afirmam que as preocupações desta ordem carecem de fundamento, salvo se adotarmos um ponto de vista muito limitado, visto o mecanismo do comércio externo ser de ajuste automático e as tentativas para dirigi-lo serem não apenas fúteis, mas também de natureza a empobrecerem quem as pratica, por anularem as vantagens da divisão internacional do trabalho. Será conveniente, de acordo com a tradição, chamar a velha corrente de opinião de *mercantilismo*, e a mais recente de *livre-comércio*, embora estes termos devam interpretar-se com referência ao contexto, pois cada um deles tem um sentido amplo e outro restrito.

Falando em termos gerais, os economistas modernos sustentam não só que há, via de regra, um saldo positivo resultante da divisão internacional do trabalho que se sobrepõe às vantagens que razoavelmente poderia reivindicar a escola mercantilista, mas também que o raciocínio da escola mercantilista se fundamenta, do princípio ao fim, numa confusão intelectual.

Marshall,<sup>165</sup> por exemplo, embora nem todas as suas referências

165 Ver *Industry and Trade*. Apêndice D; *Money, Credit and Commerce*. p. 130; e *Principles of Economics*. Apêndice I.

ao mercantilismo sejam adversas, abstém-se de examinar como tal a sua teoria básica e nem sequer menciona os elementos de verdade que nela podem ser encontrados, conforme examinaremos mais adiante.<sup>166</sup> Da mesma forma, as concessões teóricas que os economistas partidários do livre-comércio concordaram em fazer nas controvérsias contemporâneas sobre, por exemplo, o estímulo às indústrias nascentes ou a melhoria dos termos do comércio não interessam à própria substância do pensamento mercantilista. Durante as discussões fiscais do primeiro quartel deste século, não recorro que nenhuma concessão jamais tenha sido feita pelos economistas ao princípio de que a proteção pode aumentar o emprego num país. Talvez o mais justo seja citar como exemplo o que eu mesmo escrevi. Ainda em 1923, como discípulo fiel da escola clássica que de modo algum punha em dúvida o que me havia sido ensinado e tudo aceitava sem reserva sobre esta matéria, escrevi:

“Se há uma coisa que a Proteção *não* pode fazer é suprimir o Desemprego... Existem em favor da Proteção alguns argumentos baseados em vantagens possíveis, embora improváveis, para os quais não há resposta fácil. Mas pretender que ela cure o Desemprego implica o sofisma Protecionista em sua forma mais crua e grosseira”.<sup>167</sup>

Quanto à teoria mercantilista mais antiga, não se dispunha de uma interpretação inteligente e fomos levados a acreditar que se tratava de coisa praticamente sem nenhum sentido. Tal era o domínio soberano e absoluto que exercia a escola clássica.

## II

Desejo expor, em primeiro lugar, o que agora me parece haver de verdade científica na doutrina mercantilista. Em seguida compararemos essa exposição com os argumentos efetivamente empregados pelos mercantilistas. Deve-se ter presente que as vantagens proclamadas são confessadamente de caráter nacional e têm pouca probabilidade de beneficiar o mundo em seu conjunto.

Quando uma nação está aumentando a sua riqueza com certa rapidez, sucede que em regime de *laissez-faire* este feliz estado de coisas pode ser interrompido por insuficiência de estímulo para novos investimentos. Dados o meio social e político e as características nacionais que determinam a propensão a consumir, o bem-estar de uma

166 Sua opinião sobre os mercantilistas está bem resumida na nota à primeira edição de sua obra *Principles*, p. 51: “Numerosos estudos foram dedicados, na Inglaterra e na Alemanha, às idéias da Idade Média sobre as relações entre a moeda e a riqueza nacional. Em geral, devem ser considerados confusos por falta de uma idéia clara das funções da moeda, mais do que julgados falsos por serem baseados na hipótese explícita de que o aumento das reservas de metais preciosos é a única coisa que pode aumentar a riqueza de uma nação”.

167 *The Nation and the Athenaeum*. 24 de novembro de 1923 [JMK, v. XVIII].



nação progressiva depende essencialmente, pelas razões já expostas, da suficiência de tais estímulos. Estes podem ser encontrados tanto nos investimentos internos quanto nos externos (incluindo nos últimos a acumulação de metais preciosos), que, juntos, compõem o investimento agregado. Se o volume de investimento agregado apenas obedece ao motivo de lucro, a taxa de juros nacional é que acaba governando o volume dos investimentos internos, enquanto o saldo credor da balança comercial determina, necessariamente, o volume do investimento externo. Assim sendo, numa sociedade onde não exista possibilidade de inversão direta sob a égide da autoridade pública, os objetivos econômicos que devem legitimamente preocupá-la são a taxa de juros interna e o balanço do comércio exterior.

Ora, se a unidade de salários for relativamente estável e não ficar sujeita a variações espontâneas de grande amplitude (condição esta que quase sempre se satisfaz), se o estado da preferência pela liquidez apresentar certa estabilidade no decorrer de suas flutuações a curto prazo e se as práticas bancárias forem, também, bastante estáveis, a taxa de juros tenderá a depender do montante de metais preciosos, medido em unidades de salários, disponível para satisfazer o desejo de liquidez da comunidade. Ao mesmo tempo, numa era em que os empréstimos substanciais no estrangeiro e a propriedade direta dos bens situados no exterior são dificilmente praticáveis, as altas ou baixas na quantidade de metais preciosos dependerão, principalmente, do caráter favorável ou desfavorável da balança comercial.

Ocorre, assim, que a preocupação das autoridades por uma balança comercial favorável serviu a *ambos* os propósitos, e foi, além disso, o único meio disponível de promovê-los. Numa época em que essas autoridades não tinham controle direto sobre a taxa de juros interna nem sobre os outros estímulos para o investimento nacional, as medidas para aumentar o saldo favorável da balança comercial eram o único meio *direto* de que dispunham para aumentar o investimento externo; ao mesmo tempo, as entradas de metais preciosos resultantes de uma balança comercial favorável eram os únicos meios *indiretos* de reduzir a taxa de juros interna e aumentar assim o estímulo para inversões dentro do país.

O êxito de tal política, entretanto, está sujeito a duas limitações que não devem ser esquecidas. Se a taxa de juros interna descer tanto que o volume de investimento seja suficientemente estimulado para elevar o emprego para além do nível crítico no qual a unidade de salários se eleva, o aumento do nível interior de custos começará a exercer uma ação desfavorável sobre a balança de comércio externo, de maneira que o esforço para melhorar esta balança terá ido longe demais e se anulará a si mesmo. Por seu turno, se a diferença entre a taxa de juros interna e externa for bastante grande para provocar empréstimos externos desproporcionados com a balança favorável, pode

resultar daí um êxodo de metais preciosos suficiente para anular as vantagens anteriormente obtidas. O risco de qualquer destas limitações se tornar realidade, quando se trata de um país grande e de importância internacional, com produção corrente de metais preciosos em escala relativamente pequena, é devido ao fluxo de dinheiro para um país e ao êxodo de dinheiro em outro; os efeitos adversos dos custos crescentes e das taxas de juros decrescentes no mercado doméstico podem, portanto, acentuar-se (caso a política mercantilista seja amplamente executada) pelos custos decrescentes e as taxas de juros ascendentes no exterior.

A história econômica da Espanha nos fins do século XV e durante o século XVI fornece-nos o exemplo de um país cujo comércio externo foi destruído pela elevação da taxa de salários resultante de uma excessiva abundância de metais preciosos. A Grã-Bretanha, nos anos do século XX anteriores à Guerra, proporciona-nos o exemplo de um país onde as excessivas facilidades concedidas aos empréstimos externos e a compra de propriedades no estrangeiro impediram, freqüentemente, a queda da taxa doméstica de juros necessária para assegurar o pleno emprego no país. A história da Índia em todos os tempos fornece o exemplo de um país empobrecido por uma preferência pela liquidez motivada por uma paixão tão forte que, apesar de um afluxo enorme e permanente de metais preciosos, a taxa de juros não pôde baixar a um nível compatível com o crescimento da riqueza real.

Não obstante isso, se considerarmos uma sociedade com uma unidade de salário mais ou menos estável e com características nacionais suficientes para determinar a propensão a consumir e a preferência pela liquidez, e com um sistema monetário que relacione, de maneira rígida, a quantidade de moeda com os estoques de metais preciosos, a manutenção da prosperidade exige que as autoridades observem, de muito perto, o estado da balança comercial, porque uma balança favorável, desde que não excessiva, pode ser um grande estímulo, ao passo que uma balança desfavorável pode levar rapidamente a um estado de depressão persistente.

Isto não significa que uma restrição máxima das importações conduza a uma balança comercial mais favorável. Os primeiros mercantilistas enfatizaram muito este ponto, e muitas vezes chegaram a opor as restrições comerciais porque com o tempo essas restrições viriam a obstar uma balança favorável. Pode-se, sem dúvida, argumentar que nas circunstâncias especiais em que se achava a Grã-Bretanha nos meados do século XIX, a liberdade comercial quase absoluta era a política mais adequada a levar a uma balança favorável. A experiência contemporânea de restrições comerciais na Europa de pós-guerra oferece numerosos exemplos de impedimentos mal concebidos contra a liberdade que, destinados a melhorar a balança favorável, produziram, de fato, o resultado inverso.

Por estas e outras razões, o leitor não deve tirar conclusões prematuras relativamente à política *prática* a que conduz o nosso raciocínio. Há fortes presunções de caráter geral contra as restrições comerciais, a menos que elas possam ser justificadas por razões especiais. As vantagens da divisão internacional do trabalho são reais e substanciais, apesar de a escola clássica as ter exagerado enormemente. O fato de uma vantagem proporcionada a um país por uma balança favorável acarretar um prejuízo igual causado a outro país (fato de que os mercantilistas tinham plena consciência) não significa apenas que se torna necessária uma grande moderação para que nenhum país retenha um estoque de metais preciosos superior à sua parte legítima e razoável, mas também que uma política imoderada pode desencadear uma absurda competição internacional por uma balança favorável nociva para todos sem exceção.<sup>168</sup> E, finalmente, a política de restrições comerciais é um instrumento perigoso mesmo quando utilizado para os seus objetivos ostensivos, visto que os interesses particulares, a incompetência administrativa e a dificuldade intrínseca da tarefa podem desviá-la e levá-la a produzir resultados diretamente opostos aos pretendidos.

Assim sendo, o peso de minha crítica é dirigido contra a inadequação das bases *teóricas* da doutrina do *laissez-faire*, que me foi ensinada e que eu ensinei durante muitos anos; contra a idéia de que a taxa de juros e o volume de investimentos se ajustam automaticamente ao nível ótimo, de modo que toda a preocupação com a balança comercial seja uma perda de tempo, pois nós, professores de Economia, nos tornamos culpados do presunçoso erro de considerar obsessão pueril o que durante séculos foi o objetivo principal da arte prática de governar.

Sob a influência desta teoria falha, a “City” de Londres gradualmente desenvolveu a técnica mais perigosa que se possa imaginar para a manutenção do equilíbrio, ou seja, a de associar a técnica da taxa bancária com uma paridade rígida do câmbio. Isto significou que o objetivo de manter uma taxa interna de juros compatível com o pleno emprego foi totalmente excluído. Em se considerando que não era possível, na prática, ignorar o balanço de pagamentos, forjou-se um meio para o dirigir que em vez de preservar a taxa doméstica de juros o abandonou à ação de forças cegas. Nos últimos anos os banqueiros de Londres aprenderam muito e quase se pode ter certeza de que a técnica da taxa bancária não será novamente usada na Grã-Bretanha para proteger a balança externa, em circunstâncias em que seja possível causar o desemprego no país.

168 O remédio constituído por uma taxa de salários elástica, permitindo combater a depressão por uma baixa dos salários, apresenta, pela mesma razão, o inconveniente de só nos beneficiar à custa de nossos vizinhos.

Considerada uma teoria da empresa individual e da distribuição do produto resultante do emprego de um volume de recursos, a teoria clássica forneceu ao pensamento econômico uma contribuição que não se pode negar. É impossível ter idéias claras sobre este assunto sem considerar teoria como parte do nosso mecanismo mental. Não quero dar a impressão de que estou negando a mesma quando chamo a atenção para a omissão que ela cometeu ignorando a parte de verdade contida nas teorias anteriores. Todavia, como contribuição para a arte prática de governar, que se preocupa com o sistema econômico em conjunto e tenta empregar ao máximo a totalidade dos recursos deste sistema, os métodos dos pioneiros do pensamento econômico dos séculos XVI e XVII podem ter captado certos fragmentos de sabedoria prática que as abstrações irrealis de Ricardo começaram por esquecer para depois obliterar. Havia sabedoria em sua intensa preocupação de manter reduzida a taxa de juros por meio de leis de usura (às quais voltaremos para novas considerações mais adiante neste capítulo), defendendo o estoque doméstico de moeda e desestimulando a alta da taxa de salários, assim como na sua predisposição para restaurar, como único recurso, os estoques de moeda por meio da desvalorização, quando se tinham tornado francamente deficientes graças a uma drenagem irresistível para o exterior, à elevação da taxa de salários<sup>169</sup> ou a qualquer outra coisa.

### III

É possível que os primeiros precursores do pensamento econômico tenham adotado suas máximas de sabedoria prática sem estar muito conscientes das bases teóricas em que elas repousavam. Examinemos, rapidamente, os motivos que eles deram, assim como o que recomendaram. Isto nos é facilitado fazendo referência à grande obra do professor Heckscher sobre o *Mercantilismo*, na qual, pela primeira vez, as características especiais do pensamento econômico durante dois séculos são colocadas ao alcance do leitor comum de Economia. As citações que se seguem foram, em sua maior parte, tiradas das páginas desse livro.<sup>170</sup>

(1) O pensamento mercantilista nunca supôs que houvesse uma

169 A experiência, que remonta pelo menos ao tempo de Sólon e que provavelmente poderia recuar ainda a muitos séculos se dispuséssemos de estatísticas, indica-nos o que o conhecimento da natureza humana nos levaria a esperar, ou seja, que há uma tendência constante da taxa de salários para a alta, através de longos períodos, que somente pode ser reduzida em pleno declínio e dissolução das sociedades econômicas. Assim sendo, por motivos inteiramente independentes do progresso técnico e do aumento da população, é indispensável que o estoque monetário aumente gradualmente.

170 Elas vão perfeitamente se adequar à minha proposição porque o próprio prof. Heckscher e, em termos gerais, partidários da teoria clássica, simpatizam com as teorias mercantilistas bem menos do que eu. Não há, portanto, risco algum de que a escolha das citações tenha sido preconcebida, com o desejo de mostrar sua sabedoria.

tendência para o ajuste automático através do qual a taxa de juros se fixasse ao nível apropriado. Pelo contrário, enfatizou que uma taxa indevidamente alta era o maior obstáculo ao desenvolvimento da riqueza; e os mercantilistas haviam também compreendido que a taxa de juros dependia da preferência pela liquidez e da quantidade de moeda. Eles se empenharam, ao mesmo tempo, em diminuir a preferência pela liquidez e aumentar a quantidade de moeda, e muitos deles declararam que a sua preocupação em aumentar a quantidade de moeda era devida ao desejo de fazerem baixar a taxa de juros. O professor Heckscher resume este aspecto de sua teoria da maneira seguinte:

“A posição dos mercantilistas mais perspicazes era neste ponto, como em tantos outros, perfeitamente clara dentro de certos limites. Para eles, o dinheiro era — empregando a terminologia atual — um fator de produção equiparado à terra, às vezes qualificado de riqueza ‘artificial’ para o distinguir da ‘natural’, e o juro do capital era um pagamento pelo uso do dinheiro, semelhante à renda do solo. À medida que os mercantilistas se esforçavam por encontrar razões objetivas para a elevação da taxa de juros — o que fizeram cada vez mais no decorrer desse período — basearam essas razões no volume total da quantidade de moeda. Do abundante material disponível, apenas os exemplos mais típicos serão escolhidos para demonstrar antes de mais nada quanto essa idéia tinha raízes profundas e era alheia a qualquer consideração prática.

“Ambos os protagonistas da polêmica que se deflagrou na Inglaterra a respeito da política monetária e do comércio das Índias Orientais, no início da década de 1620, estavam plenamente de acordo nesse ponto. Gerard Malynes afirmava, baseando-se numa argumentação minuciosa, que ‘a abundância de dinheiro diminui a usura dos preços e das taxas’ (*Lex Mercatoria e Maintenance of Free Trade*, 1622). Seu truculento e pouco escrupuloso adversário, Edward Misselden, replicava que ‘o remédio para a Usura pode residir na abundância de dinheiro’ (*Free Trade or the Meanes to make Trade Flourish*, do mesmo ano.) Entre os escritores notáveis meio século mais tarde, Child, onipotente dirigente e o mais hábil advogado da Companhia das Índias Orientais, discutiu (1688) a questão da medida em que a limitação legal da taxa de juros, que ele reclamava com insistência, contribuiria para expulsar da Inglaterra ‘o dinheiro’ dos holandeses. Ele encontrou o remédio para esta grave desvantagem no expediente mais fácil da transferência dos títulos de dívida quando eram usados à guisa de dinheiro, pois isso, dizia ele, ‘poderia certamente suprir uma boa metade do numerário disponível utilizado no país’. Petty,

um outro autor, situado inteiramente à margem dos interesses em conflito, achava-se de acordo com o resto dos autores para explicar pelo aumento do estoque monetário a baixa ‘natural’ do juro de 10 para 6% (*Political Arithmetick*, 1676) e para aconselhar o empréstimo a juros como remédio adequado para um país com excessiva abundância de ‘moeda corrente’ (*Quantulumcumque concerning Money*, 1682).

“Esta maneira de pensar não era, como se poderia esperar, restrita à Inglaterra. Alguns anos depois (1701 e 1706), os negociantes e estadistas franceses, por exemplo, queixavam-se da ‘escassez de moeda’ (*disette des espèces*) existente, como sendo a causa da elevação da taxa de juros; e esforçavam-se por fazer baixar essa taxa de usura aumentando a circulação da moeda.”<sup>171</sup>

O grande Locke foi talvez o primeiro a expressar em termos abstratos a relação existente entre a taxa de juros e a quantidade de moeda, em sua controvérsia com Petty.<sup>172</sup> Opunha-se à proposição de Petty de uma taxa máxima de juros, sustentando que ela era tão impraticável como a de fixar uma renda máxima para a terra, em se considerando que

“o Valor natural do Dinheiro, dada a sua aptidão para fornecer uma Renda anual sob a forma de Juro, depende da relação entre a quantidade global do Dinheiro circulante no Reino e o Comércio total do Reino (isto é, a Venda total de todas as mercadorias)”.<sup>173</sup>

Locke explica que a moeda tem dois valores: (1) o valor de uso, que é determinado pela taxa de juros “e nisto adquire a Natureza da Terra, sendo o Rendimento de um chamado Renda e do outro Uso”,<sup>174</sup> e (2) o de troca, “e nisto adquire a Natureza de uma Mercadoria”, sendo que seu valor de troca “depende unicamente da Abundância ou Escassez de Moeda em proporção com a Abundância ou Escassez dos produtos e não do que será Juro”. Destarte, Locke foi o pai de teorias quantitativas gêmeas. Em primeiro lugar, ele afirmou que a taxa de juros depende da proporção entre a quantidade de moeda (levando em conta a sua velocidade de circulação) e o valor total das transações. Em segundo lugar, sustentou que o valor de troca da moeda dependia da proporção entre a quantidade de moeda e o volume total de bens no mercado. Porém — com um pé no mundo mercantilista e outro no

171 HECKSCHER. *Mercantilism*. v. II, pp. 200-201, de forma ligeiramente resumida.

172 *Some Considerations of the Consequences of the Lowering of Interest and Raising the Value of Money*, 1692, porém, escrito alguns anos antes.

173 Ele acrescenta: “Não apenas da quantidade de moeda, como também da sua velocidade de circulação”.

174 Sendo o termo “uso”, naturalmente, a velha forma inglesa para denominar o “juro”.

mundo clássico —,<sup>175</sup> confundiu-se no que respeita à relação entre estas duas proporções e desconsiderou completamente a possibilidade das *flutuações* na preferência pela liquidez. Contudo, ele mostrou-se ávido em explicar que a baixa da taxa de juros não tem nenhuma influência *direta* sobre o nível dos preços e só os afeta “à medida que as Variações do Juro Comercial provocam a entrada ou saída de Dinheiro ou Mercadorias, alterando assim, com o tempo, a Proporção antes existente na Inglaterra”, isto é, se a redução da taxa de juros leva à exportação de numerário ou a um aumento da produção. Porém, ele nunca chegou, na minha opinião, a uma síntese genuína.<sup>176</sup>

A facilidade com que o pensamento mercantilista distinguia entre a taxa de juros e a eficiência marginal do capital é ilustrada numa passagem (publicada em 1621) que Locke cita de *A Letter to a Friend concerning Usury*.

“O Juro elevado arruína o Comércio. As vantagens do Juro são maiores que o Lucro do Comércio, o que leva os Comerciantes ricos a retirar-se colocando seus Haveres a Juros, e os Comerciantes menores à Falência”.

Fortrey (*England's Interest and Improvement*, 1663) oferece outro exemplo dessa importância afirmando que uma taxa de juros é um fator de aumento de riqueza.

Os mercantilistas não ignoravam o fato de que, quando uma preferência excessiva pela liquidez desvia para o entesouramento o influxo de metais preciosos, a vantagem para a taxa de juros desaparece. Em alguns casos (por exemplo, Mun), o objetivo de reforçar o poder do Estado levou-os, não obstante, a advogar a acumulação de um tesouro governamental. Porém outros opuseram-se francamente a essa política:

“Schötter, por exemplo, empregava os argumentos habituais

175 Hume, alguns anos depois, tinha pé e meio no mundo clássico, pois introduziu entre os economistas a prática de dar à posição de equilíbrio mais importância do que às situações sempre cambiantes que a ela conduziam, embora ainda fosse bastante mercantilista para não ignorar o fato de que a nossa existência real se encontra na transição: “É unicamente neste intervalo ou situação intermediária entre a aquisição de moeda e uma alta de preços que o aumento dos estoques de ouro e prata se mostra favorável à indústria. (...) Não importa absolutamente à prosperidade interna de um Estado que o dinheiro exista em maior ou menor quantidade. A boa política do magistrado consiste apenas em conservá-lo, se for possível, ainda em aumento, porque é assim que se mantém o espírito empreendedor da nação e se aumenta a atividade do trabalho no qual se encontram todo o poderio e riqueza reais. Uma nação cujo dinheiro diminui é realmente neste momento mais fraca e miserável do que outra que não possui mais dinheiro, mas que esteja em vias de aumentá-lo”. (Ensaio *On Money*, 1752.)

176 Isto serve para mostrar o total esquecimento em que caiu a idéia mercantilista de que o ouro *significa* juro sobre o dinheiro (idéia que agora se me afigura indubitavelmente correta), conforme se expressou o prof. Heckscher, como bom economista clássico, resumindo sua exposição da teoria de Locke: “O raciocínio de Locke seria irrefutável (...) se o juro fosse sinônimo do preço do dinheiro emprestado, mas como não é assim, esse raciocínio é inteiramente irrelevante”. (*Op. cit.*, v. II, p. 204.)

dos mercantilistas para pintar um sombrio quadro de como a circulação dentro do país se veria defraudada de todo o dinheiro em consequência de um incremento excessivo de tesouro do Estado (...) e estabelece, também, paralelo perfeitamente lógico entre a acumulação de tesouros por parte dos mosteiros e a exportação das sobras de metais preciosos, que eram, para ele, a pior coisa que se pode imaginar. Davenant discorreu sobre a extrema pobreza de muitas nações orientais — que passam por ter mais ouro e prata que qualquer outro lugar do mundo — com base no fato de elas ‘suportarem que esses tesouros ficassem estagnados nas Arcas dos Príncipes’. (...) Sendo o entesouramento do Estado considerado, na melhor das hipóteses, de utilidade duvidosa, e muitas vezes apresentado como um grave perigo, torna-se evidente que o entesouramento privado era evitado como a peste. Foi essa uma das tendências contra as quais numerosos autores mercantilistas clamaram em altos brados, e não parece que tenha havido uma única voz discordante”.<sup>177</sup>

(2) Os mercantilistas estavam cientes do erro que implica a baixa de preços e do perigo de que uma concorrência exagerada venha a ser nociva à relação de intercâmbio de um país. Por isso, Malynes escreveu em sua obra *Lex Mercatoria* (1622):

“Não procureis, em detrimento da Comunidade, vender mais barato que os outros com o pretexto de aumentar o comércio; pois o comércio não se desenvolve quando as mercadorias são muito baratas, porque a barateza resulta da módica procura e da escassez de dinheiro que tornam as coisas baratas; pelo contrário, é quando existe abundância de dinheiro que as mercadorias sendo procuradas se tornam mais caras, que o comércio aumenta”.<sup>178</sup>

O professor Heckscher assim resume esta faceta do pensamento mercantilista:

“Durante século e meio formulou-se repentinamente este ponto de vista, dizendo que um país relativamente menos rico que os outros países é obrigado a ‘vender barato e comprar caro’. (...)”

“Esta atitude já se manifestava desde a edição original da obra *Discourse of the Common Weal*, ou seja, nos meados do século XVI, Hales dizia com efeito: ‘E mesmo que os estrangeiros se limitassem a tomar apenas as nossas mercadorias em troca das suas, que é que os impediria de fazer subir os preços das outras coisas (o que significa, entre outras, as que nós lhes com-

177 HECKSCHER. *Op. cit.*, v. II, pp. 210-211.

178 HECKSCHER. *Op. cit.*, v. II, p. 228.



pramos), apesar da barateza das que lhes vendemos? E deste modo continuaríamos sendo lesados e eles acabariam por sobrepujar-nos, vendendo caro o seu e comprando barato o nosso, e conseqüentemente enriquecendo-se, enquanto nós nos empobrecemos. Por isso me parece preferível aumentar, como fazemos agora, o preço das nossas mercadorias à medida que eles aumentam o preço das deles, embora alguns saiam perdendo, não seriam tantos como aconteceria com outro método'. Neste ponto recebeu a plena aprovação de seu editor algumas décadas mais tarde (1581). No século XVII, esta mesma atitude ressurgiu sem apresentar nenhuma mudança no seu significado. Desta maneira, Malynes entendia que esta situação indesejável resultava do que ele temia acima de tudo, a saber, a subestimação da troca inglesa no estrangeiro. (...) Este mesmo conceito viu-se repetido continuamente. Em seu *Verbum Sapienti* (escrito em 1665 e publicado em 1691), Petty opinava que os violentos esforços para aumentar a quantidade de moeda só deixariam de ser necessários 'quando tivermos certamente mais dinheiro que os nossos Estados Vizinhos (por pequenos que sejam), tanto em proporção Aritmética como em proporção Geométrica'. No período que decorreu entre a preparação e a publicação desse livro, Coke declarou: 'Se o nosso Tesouro fosse maior que o das nossas Nações Vizinhas, pouco me importa se tivéssemos uma quinta parte do Tesouro que temos atualmente'. (1675)".<sup>179</sup>

(3) Os mercantilistas deram origem à proposição que atribuía as causas do desemprego ao "medo dos bens" e à escassez de dinheiro, proposição esta que dois séculos depois os clássicos denunciaram como sendo um absurdo:

"Um dos primeiros exemplos da aplicação do argumento do desemprego para proibir as importações ocorreu em Florença no ano de 1426. (...) A legislação inglesa nesta matéria remonta pelo menos a 1455. (...) Um decreto francês quase contemporâneo dessa de 1466, e que foi a base da indústria da seda em Lyon, tão famoso mais tarde, oferece menos interesse por não ser dirigido realmente contra mercadorias estrangeiras. Mas também nele se mencionava a possibilidade de dar trabalho a dezenas de milhares de homens e mulheres desempregados. Por aí se vê como nesse tempo aquela idéia andava no ar. (...)

"Esta questão, como a maioria dos problemas econômicos e sociais, foi pela primeira vez seriamente discutida na Inglaterra

179 HECKSCHER. *Op. cit.*, v. II, p. 235.

nos meados do século XVI ou um pouco antes, nos reinados de Henrique VIII e Eduardo VI. A tal respeito não podemos deixar de mencionar uma série de escritos que parecem datar, no máximo, da década de 1530, e dois dos quais, pelo menos, são atribuídos a Clement Armstrong. (...) Neles, por exemplo, o tema é assim formulado: 'Em virtude da grande abundância de gêneros e mercadorias introduzidos anualmente na Inglaterra, verificou-se como causa não apenas a escassez da moeda como ainda a ruína de todos os ofícios em que a grande massa do povo poderia encontrar trabalho e tirar dele o dinheiro para pagar a comida e a bebida em vez de ficar reduzida como hoje a viver na ociosidade, a mendigar e a roubar'.<sup>180</sup>

"O melhor exemplo que conheço de uma discussão tipicamente mercantilista em torno desta situação é o debate relativo à escassez da moeda que se verificou na Câmara dos Comuns inglesa em 1621, por ocasião de uma grave crise especialmente nas exportações de tecidos. A situação foi exposta com a maior clareza por um dos membros mais influentes do Parlamento, Sir Edwin Sandys. Ele declarou que os agricultores e artesãos atravessavam uma situação difícil em quase toda a parte, que os teares estavam parados por falta de dinheiro no país, e que os camponeses se achavam na impossibilidade de cumprir seus contratos, 'não (louvado seja Deus) por falta dos frutos da terra, mas por falta de dinheiro'. O fato levou a minuciosas investigações no sentido de averiguar para onde teria ido o dinheiro cuja escassez se fazia sentir tão amarguradamente. Numerosos ataques foram dirigidos às pessoas suspeitas de terem contribuído para a exportação dos metais preciosos (saldo de exportação) ou para seu desaparecimento por meio de operações correspondentes dentro do país".<sup>181</sup>

Os mercantilistas estavam cientes de que sua política, conforme a expressão do professor Heckscher,

"matava dois coelhos com uma cajadada". "De um lado, livrara-se o país de um indesejável excedente de mercadorias, que se acreditava ser a causa do desemprego, e do outro, aumentava-se o estoque de dinheiro existente",<sup>182</sup>

o que resultava na vantagem de fazer baixar a taxa de juros.

É impossível estudar as idéias a que foram arrastados os mercantilistas pelas suas experiências concretas, sem perceber que a propensão a economizar apresenta uma tendência crônica, ao longo de

180 HECKSCHER. *Op. cit.*, v. II, p. 122.

181 HECKSCHER. *Op. cit.*, v. II, p. 223.

182 HECKSCHER. *Op. cit.*, v. II, p. 178.

toda a história da humanidade, a ser maior que o incentivo a investir. A fraqueza da propensão a investir tem sido, em todos os tempos, a chave do problema econômico. É possível que hoje a explicação dessa fraqueza esteja na importância dos capitais acumulados, ao passo que antigamente os riscos e perigos de toda a espécie talvez tenham representado um papel mais importante. Porém, o resultado é o mesmo. O desejo do indivíduo de aumentar sua fortuna pessoal, abstando-se de consumir, tem sido geralmente mais forte que a tendência do empresário para aumentar a riqueza nacional empregando mão-de-obra na produção de bens duráveis.

(4) Os mercantilistas não tinham a menor ilusão a respeito do caráter nacionalista de sua política e de sua tendência a promover a guerra. Era a vantagem *nacional* e a força *relativa* que abertamente procuravam.<sup>183</sup>

Podemos criticar-lhes a aparente indiferença com que aceitavam esta consequência inevitável de um sistema monetário internacional. Mas intelectualmente seu realismo é muito preferível às idéias confusas dos contemporâneos que advogam um padrão-ouro internacional fixo e o *laissez-faire* em matéria de crédito internacional, que acreditam ser justamente estas políticas as mais favoráveis à manutenção da paz.

Porque, numa economia sujeita a contratos e costumes monetários mais ou menos fixos por um período de tempo apreciável, na qual a moeda em circulação e a taxa de juros interna dependem, principalmente, do balanço de pagamentos, como era o caso da Grã-Bretanha antes da Guerra, as autoridades não dispõem de meios ortodoxos para combater o desemprego no país, a não ser por um excesso de exportação e uma importação de metal monetário à custa de seus vizinhos. Nunca a história registrou método mais eficaz que o padrão-ouro internacional (ou antigamente o da prata) para que um país obtenha alguma vantagem sobre seus vizinhos. Pois ele fez com que a prosperidade interna dependesse diretamente do resultado de uma luta pela posse dos mercados e pela competição acirrada por metais preciosos. Quando, por um feliz acaso, as novas provisões de ouro e prata eram comparativamente abundantes, a luta podia arrefecer-se um pouco. Mas com o incremento da riqueza e a diminuição da propensão marginal a consumir, tendeu a ser cada vez mais destrutivo para ambos os lados. O papel desempenhado pelos economistas ortodoxos, cujo senso comum não bastou para equilibrar a sua lógica deficiente, foi desastroso até

183 "Inteiramente, o mercantilismo perseguia fins amplamente dinâmicos. Porém esta concepção conjugava-se com uma idéia estática quanto à economia mundial em sua totalidade, pois a isto se deve a criação do desacordo fundamental que motivou as intermináveis guerras comerciais. (...) Tal foi o drama do mercantilismo. A Idade Média com seu ideal universal estático e o *laissez-faire* com seu ideal universal dinâmico evitaram esta consequência." (HECKSCHER. *Op. cit.*, v. II, pp. 25-26.)

o fim. Pois quando alguns países, no seu cego esforço para encontrar uma forma de evasão, renegaram as obrigações que, anteriormente, impossibilitaram a existência de uma taxa de juros autônoma, esses economistas ensinaram que a restauração das antigas algemas era o primeiro passo necessário para a recuperação geral.

Na realidade, o oposto é que é verdadeiro. Uma política de taxas de juros autônomas, isenta de qualquer preocupação internacional, e de um programa de investimentos domésticos com vista ao nível máximo de emprego interno, é duplamente salutar no sentido de que nos ajuda ao mesmo tempo a nós e a nossos vizinhos. E é a busca simultânea destas duas políticas em todos os países que pode restaurar, internacionalmente, a estabilidade e a força econômicas, quer as meçamos pelo nível de emprego interno quer pelo volume de comércio internacional.<sup>184</sup>

#### IV

Os mercantilistas perceberam a existência do problema, porém não foram capazes de levar a sua análise até o ponto de resolvê-lo. Mas a escola clássica ignorou este problema, por ter introduzido em suas premissas condições incompatíveis com sua existência, cujo resultado foi o afastamento das conclusões da teoria econômica e as do bom senso. A extraordinária realização da teoria clássica foi sobrepor-se às crenças do “homem natural”, e ao mesmo tempo estar equivocada. O professor Heckscher expressou-se sobre o assunto da seguinte maneira:

“O fato de as idéias subjacentes relativas à moeda e à sua substância não terem variado desde as Cruzadas até o século XVIII prova que estamos diante de idéias fortemente enraizadas. Talvez mesmo essas idéias tenham persistido além do referido período de quinhentos anos, embora com muito menos força que a idéia do ‘medo às mercadorias’. (...) Excetuando o período do *laissez-faire*, talvez nenhuma outra época tenha escapado a essas idéias. Só a tenacidade verdadeiramente singular do *laissez-faire* pôde sobrepujar, por algum tempo, as crenças do ‘homem natural’ nesse ponto.<sup>185</sup>

“Foi preciso todo o fanatismo doutrinário do *laissez-faire* para eliminar a idéia do ‘medo às mercadorias’. (...) [que] é, na economia monetária, a atitude mais compreensível do ‘homem natural’. O Livre-comércio negava a existência de fatores que pareciam evidentes, e estava condenado ao descrédito na opinião do homem

184 A consistente apreciação desta verdade pelo International Labour Office, primeiro no tempo de Albert Thomas e depois no de H. B. Butler, destacou-se de maneira notável entre as declarações publicadas pelos numerosos organismos internacionais de pós-guerra.

185 HECKSCHER. *Op. cit.*, v. II, pp. 176-177.

da rua a partir do momento em que o *laissez-faire* não mais fosse capaz de manter os espíritos acorrentados à sua ideologia".<sup>186</sup>

Recordo a mistura de irritação e de perplexidade que se apoderava de Bonar Law perante os economistas, pelo fato de negarem o que era óbvio. Ele se mostrava ávido por uma explicação. Recorre-se à analogia entre o poder da escola clássica e o de certas religiões, pois é a maior prova da força de uma idéia esconjurar a evidência do que introduzir nas idéias comuns do homem o recôndito e o remoto.

## V

Resta um assunto relacionado com isto, embora diferente, que durante séculos, talvez mesmo por milênios, ilustrou a opinião tida como certa e evidente de uma doutrina que a escola clássica repudiou como pueril, mas que merece reabilitação e honras. Refiro-me à doutrina de que a taxa de juros não se ajusta por si mesma ao nível mais adequado ao ótimo social, antes tende constantemente a elevar-se demais, de tal modo que um governo prudente procura restringi-la pela legislação e pelo costume, e até mesmo invocando as sanções da lei moral.

As disposições contra a usura encontram-se entre as práticas econômicas mais antigas de que temos memória. Na Antiguidade e na Idade Média, considerava-se a liquidação do estímulo para investir sob o efeito de uma excessiva preferência pela liquidez como o maior dos males, constituindo o principal obstáculo ao desenvolvimento da riqueza. O que era natural, já que certos riscos e azares da vida econômica reduzem a eficiência marginal do capital, ao passo que outros reforçam a preferência pela liquidez. Em um mundo que ninguém considerava seguro, era quase inevitável que a taxa de juros, se não fosse reduzida por todos os meios de que a sociedade dispunha, subisse demais para tornar possível um atrativo adequado para investir.

Eu fui educado na crença de que a atitude da Igreja na Idade Média para com a taxa de juros era inerentemente absurda e que os sutis argumentos visando distinguir entre o rendimento dos empréstimos monetários e a renda dos investimentos ativos não passavam de recursos jesuíticos para encontrar uma saída prática para uma teoria insensata. Hoje, entretanto, esses argumentos parecem-me um esforço intelectual honesto para conservar separado o que a teoria clássica misturou de modo inextricavelmente confuso, a saber, a taxa de juros e a eficiência marginal do capital. Agora vê-se claramente que as indagações dos escolásticos se destinavam a encontrar uma fórmula que permitisse à curva da eficiência marginal do capital ser elevada,

186 *Op. cit.*, v. II, p. 335.

ao mesmo tempo que aplicavam os regulamentos, os costumes e a lei moral para manter uma taxa de juros baixa.

O próprio Adam Smith mostrou-se enormemente moderado na sua atitude com relação às leis contra a usura. Ele bem sabia que as poupanças individuais podem ser absorvidas tanto pelos investimentos como pelas dívidas, e que não há certeza de encontrar saída nos primeiros. Além disso, ele foi a favor de uma baixa da taxa de juros, pelo fato de aumentar a possibilidade de uma saída para a poupança em novos investimentos, em vez de encontrá-la nas dívidas; por essa razão, numa passagem que lhe valeu ser severamente criticado por Bentham,<sup>187</sup> recomenda uma aplicação moderada das leis contra a usura.<sup>188</sup> Ademais, as críticas de Bentham incidiam, principalmente, sobre o rigor excessivo com que a prudência escocesa de Adam Smith abordava os “precursores” e sobre o fato de que uma taxa de juros máxima pouca margem deixaria para remunerar os riscos legítimos e socialmente recomendáveis. Bentham entendeu por *precursores* “todas as pessoas que, perseguindo a riqueza ou mesmo qualquer outro objetivo, se esforçam, com a ajuda da riqueza, por abrir novos caminhos à invenção (...) todas as pessoas que, seguindo qualquer dos seus propósitos, tentam realizar o que pode ser chamado de *aperfeiçoamento*. (...) Trata-se, em resumo, de toda a aplicação das forças humanas nas quais o engenho tem de recorrer à ajuda da riqueza”. Naturalmente, Bentham protesta com razão contra as leis que impedem correr os riscos legítimos. “Nestas condições”, acrescenta Bentham, “nenhum homem prudente procurará escolher entre os bons e os maus projetos porque não se envolverá em projeto algum”.<sup>189</sup>

Pode-se perguntar se o que ficou dito corresponde exatamente à idéia que Adam Smith quis dar ao termo. Ou será que estamos ouvindo em Bentham (embora escrevendo em março de 1787 de “Crichoff in White Russia”) a voz da Inglaterra do século XIX falando à do século XVIII? Isso porque, única e exclusivamente, a exuberância que caracterizou a época culminante do atrativo para investir poderia esquecer a possibilidade teórica de sua insuficiência.

## VI

Convém mencionar, neste ponto, o estranho e injustificadamente esquecido profeta Silvio Gesell (1862-1930), cuja obra contém centelhas

187 Em sua *Letter to Adam Smith*, em apêndice a sua *Defence of Usury*.

188 *Wealth of Nations*. Livro Segundo. Cap. IV.

189 Visto que comecei a citar Bentham neste contexto, devo recordar ao leitor sua melhor passagem: “A carreira da arte, a grande senda por onde caminham os precursores, pode considerar-se uma vasta e talvez limitada planície, toda coberta de abismos como aquele pelo qual foi engolido Cúrsio. Cada um reclama que uma vítima humana nele se precipite antes de fechar-se, mas, quando se fecha, é para não mais abrir, e deste modo grande parte do caminho fica seguro para os que prosseguem”.

de profunda percepção e esteve a ponto de alcançar a essência do problema. Durante os anos do pós-guerra, seus admiradores me bombardearam com exemplares de seus livros; contudo, por causa de certos defeitos palpáveis de argumentação, fui completamente incapaz de descobrir-lhes os méritos. Como freqüentemente acontece nos casos de intuições imperfeitamente analisadas, seu significado só se me tornou claro quando cheguei, por meus próprios meios, a minhas próprias conclusões. Nesse intervalo pareceu-me, como a outros economistas acadêmicos, que os seus esforços profundamente originais pouco maior atenção mereciam que a obra de um demente. Como é provável que poucos leitores deste livro tenham bastante consciência sobre a importância de Gesell, dedicar-lhe-ei um espaço que de outro modo pareceria exagerado.

Gesell foi um próspero comerciante alemão<sup>190</sup> de Buenos Aires levado ao estudo dos problemas monetários pela crise dos últimos anos da década de 1880, que na Argentina foi especialmente violenta; seu primeiro trabalho, *Die Reformation im Münzwesen als Brücke zum sozialen Staat*, foi publicado em Buenos Aires em 1891. Suas idéias fundamentais sobre a moeda foram publicadas em Buenos Aires no mesmo ano com o título de *Nervus Rerum*, a que se seguiram muitos livros e folhetos, até que ele se aposentou e foi para a Suíça em 1906 como homem de certas posses, capaz de dedicar as últimas décadas de sua existência às duas ocupações mais agradáveis para quem não precisa ganhar a vida: ser autor e agricultor experimental.

A primeira parte de sua obra básica foi publicada, em 1906, em Les Hauts Geneveys, Suíça, com o título *Die Verwirklichung des Rechtes auf dem vollen Arbeitsertrag* e a segunda, *Die neue Lehre vom Zins*, em 1911, em Berlim. Ambas foram reunidas em um só volume, publicado em Berlim e na Suíça durante a Guerra (1916), tendo alcançado seis edições em vida do autor com o título de *Die natürliche Wirtschaftsordnung durch Freiland und Freigeld*; a tradução inglesa (feita por Philip Pye) recebeu o título *The Natural Economic Order*. Em abril de 1919, Gesell participou do efêmero gabinete soviético da Baviera como ministro da Fazenda, tendo sido posteriormente julgado por um conselho de guerra. Passou seus últimos dez anos de vida em Berlim e na Suíça entregue à propaganda. Gesell, atraindo para si o fervor quase religioso que antes cercara Henry George, tornou-se o profeta venerado de um culto com muitos milhares de discípulos em todo o mundo. O primeiro congresso internacional da Freiland-Freigeld Bund Suíça e alemã e de organizações análogas de muitos países celebrou-se em Basileia em 1923. Após sua morte, em 1930, grande parte do fervor típico que suscitam doutrinas como as suas desviou-se para outros

190 Nascido perto da fronteira de Luxemburgo, de pai alemão e mãe francesa.

profetas (menos eminentes na minha opinião). O Dr. Büchi é o chefe do movimento na Inglaterra, mas as publicações parecem provir de San Antonio, Texas; sua maior força parece estar hoje nos Estados Unidos, onde o professor Irving Fisher é o único entre os economistas dos círculos acadêmicos que lhe reconheceu a importância.

Apesar da pompa profética com que o ornaram seus admiradores, o livro mais importante de Gesell foi escrito em linguagem serena e científica, embora esteja impregnado, do princípio ao fim, de uma devoção apaixonada e emotiva pela justiça social que alguns consideram excessiva num cientista. A parte que deriva de Henry George<sup>191</sup> que, sem dúvida, muito contribuiu para a força do movimento é, em geral, de interesse secundário. Pode-se dizer que o intuito do livro, como um todo, é o estabelecimento de um socialismo antimarxista, uma reação contra o *laissez-faire* empregando bases teóricas inteiramente diferentes das de Marx, visto que mais se apóiam no repúdio do que na aceitação das hipóteses clássicas, e a liberação da concorrência em vez de sua abolição. Creio que o futuro terá mais a aprender do espírito de Gesell que do de Marx. O leitor que consultar o prefácio de *The Natural Economic Order* poderá apreciar o valor moral de Gesell. É nesse prefácio, no meu entender, que se pode encontrar a resposta ao marxismo.

A contribuição específica de Gesell para a teoria da moeda e do juro é a seguinte: em primeiro lugar, ele distingue claramente a taxa de juros da eficiência marginal do capital, e afirma ser a taxa de juros a que marca um limite ao crescimento do capital real. Mostra, depois, que a taxa de juros é um fenômeno puramente monetário; que a peculiaridade da moeda, da qual emana a importância da taxa monetária de juros, reside no fato de sua posse, como meio de acumular riqueza, impor a quem a tem despesas de manutenção desprezíveis; e que riquezas comportando despesas de manutenção apreciáveis, como os estoques de mercadorias, dão de fato um rendimento que se deve ao padrão estabelecido pela moeda. Cita a comparativa estabilidade da taxa de juros através dos tempos como prova de que ela não pode depender de fatores puramente físicos, porque as variações destes últimos, de uma época para outra, devem ter sido incalculavelmente maiores do que as observadas na taxa de juros; isso quer dizer (na minha terminologia) que a taxa de juros, que depende de fatores psicológicos constantes, permaneceu estável, ao passo que os fatores mais instáveis, que primordialmente atuam sobre a curva da eficiência marginal do capital, não fixaram aquela taxa, mas a proporção segundo a qual a taxa de juros (mais ou menos) dada permite aumentar os estoques de capital real.

Há, porém, um grande defeito na teoria de Gesell. Ele demonstra

191 Gesell diverge de George ao recomendar o pagamento de indenizações em caso de nacionalização da terra.



que é unicamente por existir uma taxa monetária de juros que se pode obter um rendimento do empréstimo de estoques de mercadorias. Seu diálogo entre Robinson Crusó e um estrangeiro<sup>192</sup> é uma excelente parábola econômica — tão boa como qualquer das que se escreveram — para evidenciar este ponto. Porém, tendo exposto as razões pelas quais a taxa monetária de juros, ao contrário da maioria das taxas de juros de mercadorias, não pode ser negativa, esquece por completo a necessidade de explicar por que a taxa monetária de juros é positiva, e não consegue demonstrar que não é o nível fixado pelo rendimento do capital produtivo que governa a taxa monetária de juros (como sustenta a escola clássica). Isso porque a noção de preferência pela liquidez escapou-lhe. Ele formulou apenas pela metade uma teoria da taxa de juros.

O caráter incompleto de sua teoria explica-se, sem dúvida, pelo fato de sua obra ter sido ignorada pelos meios acadêmicos. Contudo, ele aprofundou-a suficientemente para levá-la a uma recomendação prática que talvez contenha a essência das soluções necessárias, embora não aplicável na forma que ele propôs. Sustenta que o crescimento do capital real é contido pela taxa monetária de juros, e que, se esse obstáculo fosse eliminado, esse crescimento no mundo moderno seria tão rápido que decerto justificaria uma taxa de juros igual a zero, se não imediatamente, pelo menos num prazo relativamente curto. Desse modo, a necessidade primordial consiste em reduzir a taxa monetária de juros, e isso, conforme ele indicou, pode conseguir-se obrigando o dinheiro a suportar despesas de manutenção iguais às que incidem sobre outros estoques de bens improdutivos. Isto levou-o à famosa prescrição da “moeda carimbada”, a que está associado sobretudo o seu nome, e que recebeu o beneplácito do professor Irving Fisher. De acordo com sua proposta, as notas em circulação (e é claro que pelo menos certas formas de moeda bancária deveriam ser submetidas a esse regime) somente conservariam o seu valor se fossem carimbadas todos os meses, como um cartão de seguro, com estampilhas adquiridas em repartições como as do correio. O custo dessas estampilhas seria fixado, naturalmente, em dada cifra conveniente. De acordo com a minha teoria, esse prêmio deveria ser aproximadamente igual ao excedente da taxa monetária de juros (excluindo-se as estampilhas) sobre a eficiência marginal do capital correspondente ao fluxo de investimentos novos compatível com o pleno emprego. O ônus sugerido por Gesell era de 1 por mil semanal, equivalente a 5,2% ao ano. Isso seria demasiado alto nas condições atuais, mas a cifra correta, que deveria ser modificada de tempos a tempos, só se alcançaria por tentativas e erros.

A idéia em que se baseia a moeda carimbada é válida. É possível

192 *The Natural Economic Order*. p. 297 et seqs.

encontrar meios de aplicá-la em escala restrita. Ela, porém, apresenta numerosas dificuldades que Gesell não considerou. Em particular, ele não percebeu que o dinheiro não é o único bem com propriedade de levar consigo um prêmio de liquidez, que apenas difere em grau de muitos outros, tirando sua importância do fato de possuir um prêmio de liquidez *maior* que qualquer outro. Destarte, se as notas em circulação viessem a ser isentas do dito prêmio de liquidez pelo sistema de carimbo, diversos tipos de sucedâneos viriam tomar-lhes o lugar — moeda bancária, títulos à vista, moeda estrangeira, pedras e metais preciosos e assim por diante. Como disse antes, houve épocas em que, sem dúvida, o desejo de possuir terra, independentemente de seu rendimento, contribuiu para manter elevada a taxa de juros — embora, no sistema de Gesell, essa possibilidade fosse eliminada pela nacionalização da terra.

## VII

As teorias que examinamos antes referem-se, em substância, ao elemento constitutivo da demanda efetiva que depende da suficiência do atrativo para investir. Não é novidade, entretanto, atribuir o desemprego à insuficiência do outro elemento, ou seja, à insuficiência da propensão a consumir. Mas esta outra explicação dos males econômicos atuais — igualmente impopulares com os economistas clássicos — representou um papel bem menos importante no pensamento dos séculos XVI e XVII, e só adquiriu força em épocas relativamente recentes.

Embora as queixas contra o subconsumo fossem um aspecto bastante secundário do pensamento mercantilista, o professor Heckscher cita numerosos exemplos do que chama a “arraigada crença na utilidade do luxo e na nocividade da parcimônia. A parcimônia, de fato, era considerada a causa do desemprego por duas razões: primeira, por se julgar que a quantidade de moeda que não entrava na troca diminuía a renda real e, segunda, por se achar que a poupança retirava dinheiro de circulação”.<sup>193</sup> Em 1598 Laffemas (*Les Trésors et Richesses pour Mettre l’Estat en Splendeur*) combateu os adversários do uso de sedas francesas, afirmando que os compradores de artigos de luxo franceses proporcionavam aos pobres meios de subsistência, ao passo que os avarentos os faziam morrer de miséria.<sup>194</sup> Em 1662, Petty justificava “as festas, os espetáculos de gala, os arcos do triunfo etc.”, alegando que os seus custos entravam nos bolsos dos cervejeiros, padeiros, alfaiates, sapateiros e outros. Fortrey aprovava o “excesso de indumentária”. Von Schrötter (1686) atacou os regulamentos suntuários e declarou desejar que houvesse ainda mais fausto nas roupas e nos outros

193 HECKSCHER. *Op. cit.*, v. II, p. 208.

194 *Op. cit.*, v. II, p. 290.

elementos de ostentação. Barbon (1690) escreveu que a “Prodigalidade é um vício prejudicial ao Homem, mas não aos negócios... a Avareza, um Vício prejudicial tanto ao Homem como aos Negócios”.<sup>195</sup> Em 1695, Cary afirmou que, se toda gente gastasse mais, todos obteriam maiores rendimentos e “poderiam viver com mais abundância”.<sup>196</sup>

Mas foi a *Fable of the Bees* de Bernard Mandeville que mais contribuiu para vulgarizar a opinião de Barbon, sendo este livro declarado subversivo pelo grande júri de Middlesex, em 1723, e a sua escandalosa reputação marca-lhe um lugar na história das ciências morais. Registra-se que apenas um homem teve palavras de elogio a seu respeito, ou seja, o dr. Johnson, o qual reconheceu que a obra, longe de o estarrecer, “lhe abrija enormemente os olhos para a vida real”. A natureza da malignidade do livro pode ser melhor apreciada no resumo de Leslie Stephen no *Dictionary of National Biography*:

“Mandeville cometeu uma grande ofensa com este livro, no qual um cínico sistema de moralidade se torna atraente por meio de engenhosos paradoxos... Sua doutrina de que os gastos contribuem mais para a prosperidade do que a poupança coincidia com muitos sofismas econômicos em curso nessa época e que ainda não desapareceram inteiramente.<sup>197</sup> Supondo, com os ascetas, que os desejos humanos são essencialmente maus e, portanto, dão origem a ‘vícios privados’, e admitindo a opinião comum de que a riqueza é ‘um benefício público’, ele demonstrou facilmente que toda a civilização implica o desenvolvimento de propensões viciosas...”

O conteúdo da obra *Fable of the Bees* constitui um poema alegórico — “Os Burburinhos da Colméia, ou os Velhacos transformados em honestos” —, em que se descreve a espantosa situação de uma comunidade próspera, na qual repentinamente todos os cidadãos resolvem renunciar à vida luxuosa e o Estado reduzir os armamentos no interesse da Poupança:

“Agora não é mais questão de Honra considerar,  
Para poder viver e dever, o que se tem gastar,  
Librés à mostra nas lojas de penhor;  
Carruagens a vil preço entregues sem pudor;  
Vender cavalos e casas de campo é uma das saídas,

195 *Op. cit.*, v. II, p. 291.

196 *Op. cit.*, v. II, p. 209.

197 Em sua obra *History of English Thought in the Eighteenth Century*, Stephen escreveu (p. 297), falando do “sofisma tornado célebre por Mandeville”, que “a sua completa refutação reside na doutrina — tão raramente entendida que a sua plena compreensão é, talvez, a melhor prova para um economista — de que a demanda de bens não constitui uma demanda de trabalho”.

Para se desfazer das dívidas contraídas.  
Os custos vão e Fraude moral têm-se de evitar,  
Quando as Forças já se perderam no Além-Mar;  
Desdenhe a Estima dos Estrangeiros, E a vã Glória conquistada  
por Guerreiros;  
Eles combatem somente pela Pátria amada,  
Quando o Direito e a Liberdade são reduzidos ao nada".

A altiva Cloé

"Reduza os gastos com esforço insano,  
E use Vestes que durem todo o Ano".

E qual o resultado?

"Quem agora a gloriosa Colméia contemplar,  
Pode o acordo entre a Honestidade e o Comércio examinar:  
Não há mais Fausto, e o triste desenlace  
É um outro Ente, com uma outra Face,  
Pois não foram só eles a desaparecer  
Após esbanjar por anos quantias de estarrecer;  
Mas as Multidões, cuja vida deles dependia,  
Faziam o mesmo, pela força impelidas, todo o dia.  
Debalde procuraram outra Ocupação;  
Porém de nada valeu sua desesperada ação.  
E os preços das Casas e da Terra se tornaram aviltados;  
E os sólidos Muros dos Palácios encantados,  
Como os de Tebas, erguidos por Magia,  
Vão ser alugados...  
O mister da Construção ao abandono relegado,  
E o Artesão se encontra desempregado;  
Quem pinta vê sua Arte condenada à Morte,  
Quem lavra a pedra e entalha tem a mesma Sorte."

Portanto, "A Moral" é:

"Nenhuma Nação só de Virtude pode viver  
Em Esplendor. E para renascer  
A Idade de Ouro há de aceitar  
O Vício e a Virtude no mesmo lugar".

As duas passagens extraídas do comentário que acompanham a alegoria mostram que não faltou base teórica ao que foi dito antes:

"Como esta prudente economia, que algumas pessoas chamam

*Poupança*, é nas famílias particulares o método mais certo de aumentar os patrimônios, há quem imagine que, seja um país estéril ou fértil, o mesmo método (que supõem praticável) terá efeitos idênticos se for seguido por toda a nação, e que, por exemplo, os ingleses poderiam ser muito mais ricos do que são se fossem tão frugais como alguns dos seus vizinhos. Isto, na minha opinião, é um erro”.<sup>198</sup>

Pelo contrário, Mandeville conclui:

“A grande arte para tornar uma nação feliz, e o que chamamos florescente, consiste em dar a cada um a oportunidade de estar empregado; e, para isso alcançar, o primeiro cuidado de um governo deve ser promover toda a espécie de Manufaturas, Artes e Ofícios que a criatividade humana possa inventar; o segundo, estimular a Agricultura e a Pesca em todos os seus ramos, a fim de que a Terra inteira seja, como o Homem, levada a contribuir. É por esta Política, e não pela fútil regulamentação da Prodigalidade e da Frugalidade, que se pode esperar a grandeza e a felicidade das Nações, porque, suba ou desça o valor do Ouro e da Prata, a satisfação de todas as Sociedades sempre dependerá dos Frutos da Terra e do Trabalho dos Homens; coisas que, juntas, compõem um Tesouro mais firme, mais inexaurível e mais real que o Ouro do Brasil ou a Prata de Potosi”.

Não é de admirar que sentimentos tão perversos tenham sido do opróbrio de dois séculos de moralistas e economistas que se sentiam mais virtuosos na posse de sua austera doutrina, segundo a qual, fora da mais rigorosa economia, tanto da parte dos indivíduos como do Estado, não pode haver salvação. “As festas, os espetáculos de gala, os arcos de triunfo etc”, de Petty, deram lugar à economia de vinténs da finança de Gladstone e a um sistema de estado que “não era capaz de custear” hospitais, parques públicos ou edifícios majestosos, nem sequer conservar os seus monumentos antigos, e muito menos favorecer o esplendor da música e do teatro, coisas que se confiavam à caridade privada ou à liberalidade de particulares imprevidentes.

Esta doutrina não reapareceu nos círculos respeitáveis senão ao cabo de um século, quando na última fase de Malthus a noção da insuficiência da demanda efetiva assumiu lugar definido como explicação científica do desemprego. Visto já haver tratado deste assunto, com certa profundidade, no meu ensaio sobre Malthus,<sup>199</sup> será suficiente repetir aqui uma ou duas passagens características citadas neste meu ensaio:

198 Compare-o com Adam Smith, o precursor da escola clássica, que escreveu: “O que é prudência na conduta de uma família privada pode ser insensatez na de um grande reino” — provavelmente referindo-se à anterior passagem de Mandeville.

199 *Essays in Biography*. pp. 139-147 [JMK, v. X., pp. 97-103].

“Vemos, em quase todas as partes do mundo, imensas forças produtivas que não entram em ação, e explico este fenômeno dizendo que por falta de uma boa distribuição dos produtos existentes não há motivos adequados para continuar a produzir. (...) Sustento, firmemente, que o esforço de acumular muito depressa implica uma diminuição considerável do consumo improdutivo e deve, enfraquecendo muito os motivos habituais da produção, levar a uma prematura estagnação o progresso da riqueza. (...) Porém, se é certo que o esforço de acumular muito depressa provoca entre o trabalho e o lucro uma divisão de tal natureza que faz desaparecer quase completamente o motivo e o meio de enriquecer no futuro e, conseqüentemente, elimina a possibilidade de manter e empregar uma população crescente, não se deve reconhecer que semelhante afã de acumular, ou poupar demasiadamente, pode ser realmente prejudicial a um país?<sup>200</sup>

“A questão está em saber se esta estagnação do capital, e a subseqüente estagnação da procura de mão-de-obra, devida a um aumento da produção não acompanhado de um aumento adequado de consumo improdutivo por parte dos proprietários de terra e dos capitalistas, pode verificar-se, sem causar prejuízo ao país, sem ocasionar uma diminuição no grau de felicidade e de riqueza em relação ao que existiria se o consumo improdutivo dos proprietários de terra e capitalistas fosse tão bem proporcionado aos excedentes naturais da sociedade que mantivesse perfeita continuidade nos motivos da produção, evitando, primeiro, uma procura anormal de trabalho e, em seguida, uma diminuição necessária e repentina dessa demanda. Porém, se assim fosse, como seria certo dizer que a parcimônia, embora possivelmente prejudicial aos produtores, não pode ser para o Estado, ou que um aumento do consumo improdutivo dos proprietários de terra e capitalistas pode não ser, às vezes, o remédio específico para um estado de coisas em que falhem os motivos que impulsionam a produção?<sup>201</sup>

“Adam Smith afirmou que a parcimônia aumenta o capital, que todo o homem frugal é um benfeitor público e que o crescimento da riqueza depende do excesso da produção sobre o consumo. Que estas proposições sejam, em grande parte, verdadeiras, é indiscutível... Mas é evidente que não são verdadeiras em termos absolutos, e que os princípios da poupança, levados ao extremo, destruiriam o motivo para a produção. Se cada um se contentasse com o alimento mais simples, a roupa mais singela e a casa mais humilde, é certo que não existiriam outras espécies de alimentos,

200 Uma carta de Malthus a Ricardo, datada de 7 de julho de 1821.

201 Uma carta de Malthus a Ricardo, datada de 16 de julho de 1821.

de roupas e de casas. (...) Os dois extremos são evidentes; e daí se deduz que há de existir algum ponto intermediário, embora os recursos da economia política não permitam determiná-lo, em que, levadas em conta a capacidade produtiva e a vontade de consumir, o motivo para aumentar a riqueza é máximo.<sup>202</sup>

“De todas as opiniões que encontrei de homens capazes e inteligentes, a de Say, afirmando que *un produit consommé ou détruit est un débouché fermé* (I. i, cap. 15), parece-me ser a mais diretamente contrária à teoria certa e a mais uniformemente em desacordo com a experiência. Mesmo assim, ela é uma consequência direta da nova doutrina de que os bens só devem considerar-se em suas relações diretas mútuas, e não com os consumidores. O que, pergunto eu, seria da procura de bens, se todo o consumo, excetuando o do pão e o da água, fosse suspenso durante a próxima metade de ano? Que acumulação de mercadorias! *Quels débouchés!* Que prodigioso mercado faria surgir esse evento!”<sup>203</sup>

Ricardo, no entanto, manteve-se completamente surdo às observações de Malthus. O derradeiro eco da controvérsia acha-se na exposição de John Stuart Mill de sua teoria do fundo de salários,<sup>204</sup> que, no seu entender, foi de importância fundamental na sua rejeição da última fase de Malthus, fiel aos princípios em que, naturalmente, se tinha educado. Os sucessores de Mill rejeitaram a sua teoria do fundo de salários, mas não perceberam o fato de que sua refutação de Malthus dependia dela. O método consistia em afastar o problema do *corpus* da economia, não buscando sua solução, mas deixando de o mencionar. E ele desapareceu por completo da controvérsia. Cairncross, que recentemente lhe procurou vestígios entre as figuras secundárias da época vitoriana,<sup>205</sup> encontrou, talvez, menos ainda do que poderia esperar.<sup>206</sup> As teorias do subconsumo limitaram-se a hibernar até a aparição, em 1889, da obra *The Physiology of Industry*, de J. A. Hobson e A. F. Mummery, o primeiro e o mais significativo de muitos volumes nos quais, durante cerca de cinquenta anos, o professor Hobson se atirou com denodo, mas também sem êxito, contra as hostes da ortodoxia.

202 Prefácio aos *Principles of Political Economy* de Malthus, pp. 8 e 9.

203 MALTHUS. *Principles of Political Economy*, p. 363, nota de rodapé.

204 MILL, J. S. *Political Economy*. Livro Primeiro, cap. V. Há uma análise muito aprofundada e importante desta parte da teoria de Mill em MUMMERY e HOBSON. *Physiology of Industry*. p. 38 *et seq.*, e particularmente de sua doutrina de “que uma demanda de bens não é uma demanda de trabalho” (doutrina que Marshall procurou refutar em sua análise bem pouco satisfatória da teoria do fundo de salários).

205 “The Victorians and Investment”. In: *Economic History*. 1936.

206 O opúsculo de Fullarton, *On the Regulation of Currencies* (1844), é a mais interessante de suas referências.

Embora hoje tenha caído completamente no esquecimento, a publicação deste livro marca, em certo sentido, uma época no pensamento econômico.<sup>207</sup>

*The Physiology of Industry* foi escrito em colaboração com A. F. Mummery. Hobson conta deste modo como surgiu a idéia de escrever o livro.<sup>208</sup>

“Foi só nos meados da década de 1880 que minha heterodoxia econômica começou a adquirir forma. Embora a campanha de Henry George contra os valores da terra e as primeiras agitações de vários grupos socialistas contra a manifesta opressão das classes trabalhadoras, unidas às revelações dos dois Booths sobre a pobreza em Londres, causassem profunda impressão em meus sentimentos, não destruíram minha fé na Economia Política. Estes sentimentos surgiram de um encontro accidental. Quando eu era professor de uma escola em Exeter, travei relações com um homem de negócios chamado Mummery, conhecido então e posteriormente como um grande alpinista que descobrira uma nova trilha para o topo do monte Cervino, e que em 1895 morreu na tentativa de escalar a famosa montanha Nanga Parbat do Himalaia. Minhas relações com ele não se estabeleceram, naturalmente, neste plano físico. Mas ele era, ao mesmo tempo, um alpinista mental, dotado de natural aptidão para trilhar seu próprio caminho e de uma sublime indiferença pela autoridade intelectual. Esse homem arrastou-se a uma discussão sobre a poupança excessiva, que ele considerava responsável pelo subemprego de capital e de mão-de-obra em períodos de crise comercial. Por muito tempo tentei combater seus argumentos empregando as armas da economia ortodoxa. Mas por fim ele acabou convencendo-me, e juntei-me a ele para elaborar o conceito do excesso de poupança num livro intitulado *The Physiology of Industry*, publicado em 1889. Foi este o primeiro passo efetivo que dei na minha carreira de herético, e estava longe de suspeitar suas conseqüências. Justamente nessa altura acabava de abandonar meu posto de mestre de escola e iniciava um novo trabalho como professor de Extensão Universitária em Economia e Literatura. O primeiro choque veio do Conselho de Extensão de Londres, recusando dar-me permissão para ministrar cursos de Economia Política. Isto se deveu, conforme chegou ao meu conhecimento, à intervenção

207 ROBERTSON, J. M. *The Fallacy of Saving*. Obra publicada em 1892, sustenta a heresia de Mummery e Hobson. Porém, não é uma obra de grande valor ou importância, carecendo inteiramente das penetrantes intuições de *The Physiology of Industry*.

208 De uma conferência intitulada “Confessions of an Economic Heretic”, pronunciada perante a London Ethical Society, em Conway Hall, no domingo, 14 de julho de 1935. Transcrevo-a aqui com a devida permissão de Hobson.



de um professor de Economia que lera o meu livro e o considerava, como raciocínio, equivalente a uma tentativa para demonstrar que a terra é plana. Como poderia haver limites para o montante da poupança útil, quando todo o ato de poupar contribuía para aumentar a estrutura do capital e o fundo destinado ao pagamento de salários? Os economistas sensatos não podiam deixar de encarar com horror um argumento que procurava impedir a fonte de todo o progresso industrial.<sup>209</sup> Outra experiência interessante ajudou-me a conceber a extensão de minha iniquidade. Apesar de me proibirem de ensinar Economia em Londres, fui autorizado, graças à extrema liberalidade do Movimento de Extensão Universitária de Oxford, a fazer conferências nas Províncias, limitando-me a problemas práticos sobre a vida da classe operária. Sucedeu, então, que a Charity Organization Society projetava uma campanha com o intuito de abordar assuntos econômicos e convidou-me a preparar um curso. Eu expressei minha disposição a empreender esse novo trabalho, quando bruscamente, sem explicação alguma, me foi retirado o convite. Justamente naquela ocasião me foi difícil compreender que, ao pôr em dúvida a excelência da frugalidade ilimitada, eu cometera um pecado imperdoável."

Em sua obra inicial, Hobson e seu colaborador expressaram-se fazendo referência mais direta à economia clássica (na qual Hobson havia sido educado) do que em seus escritos posteriores; por esta razão, e também pelo fato de ser a primeira exposição de sua teoria, extraí uma citação dessa obra para mostrar o quanto tinham de significativas e de bem fundadas as críticas e as intuições desses autores. Como se vê em seguida, eles destacaram, em seu prefácio, a natureza das conclusões que foram alvo de seu ataque:

"A poupança enriquece e os gastos empobrecem a comunidade ao mesmo tempo que o indivíduo, e pode-se afirmar, de maneira geral, que o apego efetivo ao dinheiro é a origem de todo o bem-estar econômico. Não só enriquece o indivíduo parcimonioso, como também faz subir os salários, proporciona trabalho aos desempregados e espalha por toda parte os seus benefícios. Desde os jornais diários até os mais recentes tratados de economia, desde os púlpitos até a Câmara dos Comuns, esta afirmação se renova, de modo que se tornou quase uma heresia duvidar dela. Não

209 Hobson escreveu irreverentemente em *The Physiology of Industry*, p. 26: "A parcimônia é a fonte da riqueza nacional e, quanto mais frugal for uma nação, mais rica se torna. Isto é o que comumente ensinam quase todos os economistas, muitos dos quais empregam um tom de alta dignidade moral ao defender o infinito valor da poupança; é esta a única nota que cativou, nos seus fastidiosos cantos, a favor do ouvido público".

obstante, até a publicação da obra de Ricardo, a camada instruída da população, apoiada pela maioria dos pensadores econômicos, refutava energicamente esta doutrina, e sua aceitação só se deveu, exclusivamente e em última análise, à sua incapacidade para enfrentar a hoje desacreditada doutrina do fundo de salários. Só a autoridade indiscutível dos eminentes espíritos que a sustentaram pode explicar, com a exclusão de qualquer outra hipótese, o fato de ela ter sobrevivido ao raciocínio em que se apoiava sua base lógica. A crítica econômica ainda se aventurou a atacar certos detalhes da teoria, mas recuou assustada antes de chegar a suas conclusões principais. Nosso propósito é demonstrar que essas conclusões são indefensáveis, que é possível haver uma prática exagerada do hábito de poupar, e que semelhante hábito empobrece a Comunidade, priva os trabalhadores de seus empregos, provoca a baixa dos salários e espalha no mundo dos negócios a estagnação e o desânimo, conhecidos pelo nome de Depressão Econômica. (...)

“O objetivo da produção é fornecer aos consumidores ‘utilidades e comodidades’, e o processo segue seu fluxo contínuo, desde as primeiras manipulações da matéria-prima até o momento em que esta é consumida sob a forma de uma utilidade ou de uma conveniência. Sendo a única função do Capital facilitar a produção dessas utilidades e conveniências, seu total a empregar variará, necessariamente, com a quantidade das utilidades e das conveniências que se consomem diária e semanalmente. Ora, a poupança, ao mesmo tempo que aumenta o estoque agregado de Capital, reduz o volume das utilidades e das conveniências consumidas; qualquer prática exagerada deste hábito levará, portanto, a uma acumulação de Capital superior àquela que se necessita, e o excedente irá manifestar-se sob a forma de superprodução geral”.<sup>210</sup>

A origem do erro de Hobson aparece na última frase deste trecho, ou seja, ele supõe que a conseqüência de uma poupança é uma acumulação *real* de capital superior às necessidades, quando na realidade se trata de um mal secundário, unicamente devido a previsões mal feitas, sendo que o mal primordial reside na propensão a poupar, em condições de pleno emprego, somas superiores ao valor do capital requerido, o que impede a realização do pleno emprego, excetuando o caso de erro de previsão. Contudo, uma ou duas páginas adiante, ele expõe metade do problema com uma precisão, no meu modo de ver, absoluta, embora esquecendo ainda o possível papel das variações na

210 HOBSON e MUMMERY. *Physiology of Industry*. pp. III/V.

taxa de juros e o estado de confiança dos negócios, fatores que, provavelmente, ele supõe como dados:

“Chegamos, assim, à conclusão de que as bases nas quais se assentou o ensino econômico desde Adam Smith, a saber, que o volume da produção anual se determina pelas quantidades agregadas disponíveis de Agentes Naturais, Capital e Trabalho, estão erradas, e que, pelo contrário, sem poder ultrapassar o limite imposto por essas quantidades agregadas, o volume da produção anual pode ser mantido, e de fato se mantém, abaixo do máximo pelo obstáculo que opõem à produção a poupança excessiva e a subsequente acumulação de excedentes da oferta; isto é, no estado normal das Comunidades industriais modernas, é o consumo que limita a produção e não a produção que limita o consumo”.<sup>211</sup>

Finalmente, ele observa a posição de sua teoria relativamente à validade dos argumentos do livre-comércio ortodoxo:

“Notamos, também, que a acusação de imbecilidade comercial tão freqüentemente arremessada pelos economistas ortodoxos contra os nossos primos americanos e outras Comunidades Protecionistas não pode mais apoiar-se nos argumentos do Livre-comércio aduzidos até agora, visto que todos se baseiam na hipótese da impossibilidade do excesso da oferta”.<sup>212</sup>

O argumento subsequente é, a bem dizer, incompleto. Trata-se, porém, da primeira declaração explícita do fato de que o capital se forma não pela propensão a poupar, mas como resposta à procura resultante do consumo real e provável. As citações esparsas seguintes indicam a linha do raciocínio:

“Deve ficar claro que não pode haver vantagem no aumento do capital de uma comunidade sem o crescimento subsequente do consumo de mercadorias... Cada aumento da poupança e do capital requer, para ser eficaz, uma elevação correspondente no consumo imediatamente futuro...”<sup>213</sup> E quando falamos de consumo não queremos dizer dentro de dez, vinte ou cinquenta anos, mas num futuro muito pouco afastado do presente... Se o aumento da parcimônia ou da precaução induzir os indivíduos a poupar mais no presente, eles têm de concordar em consumir mais no futuro...”<sup>214</sup> Não pode existir economicamente mais capital em qualquer momento do processo produtivo que o exigido para pro-

211 HOBSON e MUMMERY. *Physiology of Industry*. p. VI.

212 *Op. cit.*, p. IX.

213 *Op. cit.*, p. 27.

214 *Op. cit.*, pp. 50-51.

porcionar bens no nível corrente de consumo...<sup>215</sup> É evidente que minha parcimônia em nada afeta a parcimônia econômica total da comunidade, apenas determinando se uma parte específica da parcimônia total será praticada por mim ou por algum outro. Mostraremos como a parcimônia de uma parte da comunidade pode forçar a outra parte a gastar mais para viver do que permitem seus rendimentos.<sup>216</sup> A maior parte dos economistas modernos nega que o consumo possa, em qualquer circunstância, ser insuficiente. Podemos descobrir alguma força econômica capaz de incitar uma comunidade a este excesso e, se tal força existir, o mecanismo do comércio não fornecerá meios eficazes de restringi-la. Demonstraremos, em primeiro lugar, que em toda sociedade industrial bem organizada há, em funcionamento constante, uma força que induz naturalmente a um excesso de parcimônia e, em segundo lugar, que os obstáculos que supostamente cria o mecanismo do comércio são completamente inoperantes ou inadequados para evitar graves danos comerciais...<sup>217</sup> A concisa resposta de Ricardo aos argumentos de Malthus e Chalmers parece ter sido aceita pela maioria dos economistas de tempos mais recentes. 'A produção compra-se sempre com produção ou com serviços; a moeda é apenas o meio utilizado para efetuar a troca. Conseqüentemente, sendo um aumento de produção acompanhado sempre de um aumento correspondente do poder de aquisição e de consumo, não resta possibilidade de Superprodução.'" (Ricardo, *Prin. of Pol. Econ.*, p. 362.)<sup>218</sup>

Hobson e Mummery sabiam que o juro não passa de um pagamento pelo uso do dinheiro.<sup>219</sup> Sabiam também perfeitamente que os seus opositores alegariam que haveria "tão notável redução na taxa de juros (ou do lucro), suficiente para desestimular a poupança e restaurar a relação própria entre a produção e o consumo".<sup>220</sup> Em resposta a isso, observam que "a queda do Lucro só pode induzir as pessoas a poupar menos de duas maneiras: induzindo-as a gastar mais ou induzindo-as a produzir menos".<sup>221</sup> No que respeita à primeira, sustentam que, quando os lucros baixam, a renda agregada da comunidade se reduz, e "não podemos supor que, quando a renda média diminui, os indivíduos sejam induzidos a aumentar o ritmo de seu consumo pelo

215 *Op. cit.*, p. 69.

216 *Op. cit.*, p. 113.

217 *Op. cit.*, p. 100.

218 *Op. cit.*, p. 101.

219 *Op. cit.*, p. 79.

220 *Op. cit.*, p. 117.

221 *Op. cit.*, p. 130.

fato de que também o prêmio à parcimônia diminui de forma correspondente”; quanto à segunda maneira, “está muito longe de nossa intenção negar que um decréscimo do lucro, devido ao excesso de oferta, possa ser um obstáculo à produção; que o reconhecimento do papel deste obstáculo constitua a própria base do nosso raciocínio”.<sup>222</sup> Entretanto, sua tese não chegou a ser completa, essencialmente por lhe faltar uma teoria independente da taxa de juros, com o resultado de que Hobson põe demasiada ênfase (notadamente em seus últimos livros) no subconsumo que leva ao superinvestimento, no sentido de investimentos desvantajosos, em vez de explicar que uma propensão relativamente fraca a consumir contribui para causar o desemprego; isso porque tal propensão deveria ser acompanhada, e porque *não* recebe esse acompanhamento, de um volume compensador de novo investimento, o qual, embora algumas vezes ocorrendo temporariamente em consequência de erros de otimismo, é geralmente impedido pela baixa do lucro esperado a um nível inferior ao fixado pela taxa de juros.

A partir da guerra houve um dilúvio de teorias heréticas de subconsumo, das quais as mais famosas são as do major Douglas. A força de argumentação do major Douglas provém, aliás, em grande parte do fato de a ortodoxia não ter resposta válida para muitas de suas críticas destrutivas. Por outro lado, os detalhes de seu diagnóstico, em particular o teorema chamado  $A + B$ , contém grande parte de pura mistificação. Se o major Douglas houvesse limitado a categoria  $B$  às reservas financeiras dos empresários a que não correspondem despesas correntes com substituições ou renovações, estaria bem mais perto da verdade. Mesmo nesse caso, porém, é necessário levar em conta que essas reservas podem ser contrabalançadas tanto por investimentos novos em outros setores, como por aumento dos gastos de consumo. O Major Douglas faz jus, ao contrário de alguns de seus opositores ortodoxos, pelo menos ao mérito de não haver esquecido totalmente o problema essencial do nosso sistema econômico. Em todo o caso, não se lhe pode dar a mesma graduação — soldado raso, talvez, mas não major do valoroso exército dos heréticos — que a Mandeville, Malthus, Gesell e Hobson, os quais, fiéis a suas intuições, preferiram aceitar a verdade de forma obscura e imperfeita do que sustentar um erro, baseado, sem dúvida, em uma lógica simples, clara e consistente, mas alicerçada em hipóteses incompatíveis com os fatos.

# CAPÍTULO 24

## Notas Finais Sobre a Filosofia Social a que Poderia Levar a Teoria Geral

### I

Os principais defeitos da sociedade econômica em que vivemos são a sua incapacidade para proporcionar o pleno emprego e a sua arbitrária e desigual distribuição da riqueza e das rendas. A relação da teoria anteriormente exposta com o primeiro defeito é óbvia. Mas há também dois pontos importantes em que ela é relevante para o segundo.

Desde o fim do século XIX, a tributação direta — imposto sobre a renda e sobretaxas, e impostos sobre as heranças — vem conseguindo realizar, especialmente na Grã-Bretanha, considerável progresso na diminuição das grandes desigualdades de riqueza e de renda. Muitos desejariam que este processo fosse levado bem mais adiante, mas vêem-se impedidos por duas considerações; em parte, pelo receio de tornar as evasões bem urdidadas demasiado vantajosas e, também, pelo de enfraquecer excessivamente o incentivo de correr riscos; porém o que, na minha opinião, sobretudo os detém é a idéia de que o aumento do capital depende do vigor dos motivos que impelem à poupança, e de que uma grande proporção desse crescimento depende das poupanças dos ricos a partir do que lhes é supérfluo. Nossa argumentação não afeta a primeira destas considerações. Mas pode modificar consideravelmente o nosso ponto de vista sobre a segunda, pois já vimos que, dentro dos limites da existência do pleno emprego, o crescimento do capital não depende absolutamente de uma baixa propensão a consumir, mas é, ao contrário, reprimido pela mesma, e que apenas em condições de pleno emprego pode uma baixa propensão a consumir levar ao crescimento do capital. Ademais, a experiência ensina que, nas condições existentes, a poupança por meio de instituições e de fundos de amortização é mais que adequada, e que as medidas desti-

nadas a redistribuir a renda no sentido de aumentar a propensão a consumir podem ser muito favoráveis ao crescimento do capital.

A crença tão generalizada de que os impostos sobre heranças são responsáveis pela redução da riqueza de capital de um país reflete a confusão que reina entre o público neste aspecto. Supondo que o Estado aplique o produto destes impostos em suas despesas comuns, de modo que os impostos sobre a renda e o consumo se reduzam ou anulem correspondentemente, é naturalmente inegável que uma política fiscal de altos impostos sobre heranças faz aumentar a propensão da comunidade a consumir. Mas, como um aumento da propensão habitual a consumir contribui, em geral (isto é, excetuando as condições de pleno emprego), para elevar o incentivo ao investimento, a conclusão que daí se tira é quase sempre oposta à verdade.

O nosso raciocínio leva-nos, desse modo, à conclusão de que, nas condições contemporâneas, a abstinência dos ricos mais provavelmente tolhe do que favorece o crescimento da riqueza. Fica assim invalidada uma das principais justificativas sociais da grande desigualdade da riqueza. Não quero dizer que haja outras razões, independentes da nossa teoria, capazes de justificar certa desigualdade em determinadas circunstâncias, porém nossa tese elimina certamente a razão mais importante que até agora vem sendo o motivo de pensarmos na conveniência de agir com moderação. Isto afeta particularmente nosso modo de encarar os impostos sobre heranças, pois há certas justificativas da desigualdade das rendas que não podem aplicar-se à desigualdade das heranças.

Do meu ponto de vista, creio haver justificativa social e psicológica para grandes desigualdades nas rendas e na riqueza, embora não para as grandes disparidades existentes na atualidade. Existem valiosas atividades humanas que requerem o motivo do lucro e a atmosfera da propriedade privada de riqueza para que possam dar os seus frutos. Além disso, a possibilidade de ganhar dinheiro e fazer fortuna pode orientar certas inclinações perigosas da natureza humana para caminhos onde elas se tornem relativamente inofensivas e, não sendo satisfeitas desse modo, possam elas buscar uma saída na crueldade, na desenfreada ambição de poder e de autoridade e ainda em outras formas de engrandecimento pessoal. É preferível que alguém tire seu saldo no banco do que os seus concidadãos e, embora o primeiro caso seja algumas vezes um meio de levar ao segundo, em certos casos é pelo menos uma alternativa. Todavia, não é necessário, para estimular essas atividades e satisfazer essas inclinações, que o jogo seja feito com apostas tão altas como agora. Apostas menores levariam igualmente ao mesmo resultado, desde que os jogadores se habituassem a elas. A tarefa de modificar a natureza humana não deve ser confundida com a de administrá-la. Embora na comunidade ideal os homens possam ser acostumados, inspirados ou ensinados a desinteressar-se do jogo,

a sabedoria e a prudência da arte política devem permitir a prática do jogo, embora sob certas regras e limitações, em se considerando que o homem comum, ou mesmo uma fração importante da comunidade, é altamente inclinado à paixão pelo lucro.

## II

Há, contudo, um segundo aspecto do nosso argumento cujas conseqüências são muito mais importantes para o futuro das desigualdades de riqueza, a saber, a nossa teoria da taxa de juros. A justificativa de uma taxa de juros moderadamente elevada foi encontrada, até aqui, na necessidade de proporcionar estímulo suficiente à poupança. Demonstramos, porém, que a extensão da poupança efetiva é rigorosamente determinada pelo montante de investimento, e que este montante cresce por efeito de uma taxa de juros *baixa*, desde que não tentemos levá-lo por esse caminho além do nível que corresponde ao pleno emprego. Assim sendo, o que mais nos convém é reduzir a taxa de juros até o nível em que, em relação à curva da eficiência marginal do capital, se realize o pleno emprego.

Não pode haver dúvida de que este critério servirá para fazer baixar a taxa de juros muito além do nível que até agora tem vigorado; e, à medida que se possam estimar os valores da eficiência marginal do capital que correspondem a quantidades crescentes de volumes de capital, é possível que a taxa de juros caia uniformemente, caso seja exequível manter as condições mais ou menos contínuas de pleno emprego — salvo, naturalmente, se houver uma modificação considerável na propensão agregada a consumir (incluindo o Estado).

Estou convencido de que a procura de capital é estritamente limitada, no sentido de que não seria difícil aumentar o estoque de capital até que sua eficiência marginal atinja uma cifra muito baixa. Não quer isto dizer que o uso dos bens de capital passe a custar quase nada, mas apenas que a sua retribuição cubra um pouco mais do que a depreciação devida ao desgaste e à obsolescência, ao mesmo tempo que deixe uma certa margem destinada a compensar os riscos e o exercício da habilidade e do julgamento. Em resumo, o rendimento agregado dos bens duráveis durante toda a sua vida cobriria justamente, como no caso dos bens de curta duração, o custo de trabalho necessário para os produzir, *mais* uma margem correspondente ao risco e ao custo da habilidade e da supervisão.

Ora, embora este estado de coisas seja perfeitamente compatível com certo grau de individualismo, ainda assim levaria à eutanásia do *rentier* e, conseqüentemente, à eutanásia do poder cumulativo de opressão do capitalista em explorar o valor de escassez do capital. A taxa de juros atual não compensa nenhum verdadeiro sacrifício, do mesmo modo que não o faz a renda da terra. O detentor do capital pode conseguir juros porque o capital é escasso, assim como o dono da terra



pode obter uma renda porque a terra é escassa. Mas, enquanto houver razões intrínsecas para a escassez da terra, não há razões intrínsecas para a escassez do capital. Uma razão intrínseca para semelhante escassez, no sentido de um verdadeiro sacrifício que só a oferta de uma recompensa em forma de juros fizesse surgir, não poderia existir de maneira durável, a menos que a propensão individual a consumir fosse de tal natureza que a poupança líquida, em situação de pleno emprego, deixasse de existir antes de o capital chegar a ser suficientemente abundante. Mesmo assim, o Estado ainda teria o recurso de manter uma poupança agregada a um nível que permitisse o crescimento do capital até que sua escassez desaparecesse.

Conseqüentemente, eu considero o aspecto do *rentier* do capitalismo como sendo uma fase transitória, que desaparecerá logo que tenha desempenhado sua função. E com o desaparecimento deste aspecto muitas outras transformações deverão ocorrer. Além disso, uma grande vantagem na ordem dos acontecimentos que preconizo consiste em que a eutanásia do *rentier*, do investidor sem função, nada terá de repentino, mas será meramente uma continuação gradual e prolongada do que vimos observando recentemente na Grã-Bretanha, sem carecer de qualquer revolução.

Na prática, portanto, o nosso objetivo deveria ser conseguir (e isto nada tem de irrealizável) um aumento no volume de capital até que ele deixe de ser escasso, de modo que o investidor sem função deixe de receber qualquer benefício, e depois criar um sistema de tributação direta que permita a inteligência, a determinação, a habilidade executiva do financista, do empresário *et hoc genus omne* (certamente tão orgulhosos de suas funções que poderia obter-se o seu trabalho muito mais barato que agora) a dedicar-se ativamente à comunidade em condições razoáveis de remuneração.

Ao mesmo tempo temos de reconhecer que só a experiência pode mostrar até que ponto convém orientar a vontade popular, incorporada na política do Estado, no sentido de aumentar e suplementar o incentivo a investir, e até que ponto convém estimular a propensão média a consumir, sem abandonar o nosso objetivo de privar o capital de seu valor de escassez em uma ou duas gerações. Pode acontecer que a propensão a consumir se fortaleça sem maiores dificuldades por efeito de uma taxa de juros decrescente, de tal modo que o pleno emprego se alcance com um fluxo de acumulação pouco maior que o atual. Nesse caso, um plano para cobrar impostos mais elevados das grandes rendas e heranças poderia ter o inconveniente de conduzir ao pleno emprego com uma taxa de acumulação bastante inferior ao nível corrente. Não se deve imaginar que nego a possibilidade ou mesmo a probabilidade deste resultado, pois, em assuntos desta natureza, seria temerário prever como reagiria o homem médio em face de uma mudança de método. Contudo, se fosse fácil conseguir uma aproximação do pleno emprego

com uma taxa de acumulação não muito maior que a presente, pelo menos ter-se-ia resolvido um problema de máxima importância. Ficaria para decidir, em separado, em que proporção e por que meios seria justo e razoável invocar a geração atual a reduzir seu consumo, para que os seus descendentes possam gozar, no devido tempo, de um estado de pleno investimento.

### III

As implicações da teoria exposta nas páginas precedentes são, a outros respeito, razoavelmente conservadoras. Embora essa teoria indique ser de importância vital o estabelecimento de certos controles sobre atividades que hoje são confiadas, em sua maioria, à iniciativa privada, há muitas outras áreas que permanecem sem interferência. O Estado deverá exercer uma influência orientadora sobre a propensão a consumir, em parte através de seu sistema de tributação, em parte por meio da fixação da taxa de juros e, em parte, talvez, recorrendo a outras medidas. Por outro lado, parece improvável que a influência da política bancária sobre a taxa de juros seja suficiente por si mesma para determinar um volume de investimento ótimo. Eu entendo, portanto, que uma socialização algo ampla dos investimentos será o único meio de assegurar uma situação aproximada de pleno emprego, embora isso não implique a necessidade de excluir ajustes e fórmulas de toda a espécie que permitam ao Estado cooperar com a iniciativa privada. Mas, fora disso, não se vê nenhuma razão evidente que justifique um socialismo do Estado abrangendo a maior parte da vida econômica da nação. Não é a propriedade dos meios de produção que convém ao Estado assumir. Se o Estado for capaz de determinar o montante agregado dos recursos destinados a aumentar esses meios e a taxa básica de remuneração aos seus detentores, terá realizado o que lhe compete. Ademais, as medidas necessárias de socialização podem ser introduzidas gradualmente sem afetar as tradições generalizadas da sociedade.

Nossa crítica à teoria econômica clássica geralmente aceita consistiu menos em revelar os defeitos lógicos de sua análise do que em assinalar o fato de que as suas hipóteses tácitas nunca ou quase nunca são satisfeitas, com a consequência de que ela se mostra incapaz de resolver os problemas econômicos do mundo real. Entretanto, se os nossos controles centrais lograrem estabelecer um volume de produção agregado correspondente o mais aproximadamente possível ao pleno emprego, a teoria clássica retomará, daí em diante, a sua devida posição. Se considerarmos dado o volume da produção, isto é, se o supusermos determinado por forças alheias à concepção da escola clássica, nada há a opor à análise clássica concernente à maneira como o interesse pessoal determinará o que se produz especificamente, em que proporção se associarão os fatores para tal fim e como se distribuirá entre eles o valor da produção obtida. Para reiterar a nossa opinião,

o fato de termos tratado de maneira diferente do problema da parci-mônia não significa que haja algo a objetar à teoria clássica moderna quanto ao grau de conciliação entre as vantagens públicas e particulares, tanto em regime de concorrência perfeita quanto em regime de concorrência imperfeita. Assim sendo, fora a necessidade de um controle central para manter o ajuste entre a propensão a consumir e o estímulo para investir, não há mais razão do que antes para socializar a vida econômica.

Para colocar a questão num plano concreto, não vejo por que o sistema existente faria mau uso dos fatores de produção utilizados. Cometem-se, naturalmente, erros de previsão, que aliás não se evitariam, centralizando as decisões. Quando sobre 10 milhões de homens desejosos e capazes de trabalhar há 9 milhões empregados, nada permite afirmar que o trabalho desses 9 milhões de homens seja mal orientado. A queixa contra o sistema presente não consiste em que esses 9 milhões deveriam ser empregados em tarefas diferentes, senão em que deveria haver trabalho disponível para o restante 1 milhão de homens. É o volume e não a direção do emprego efetivo o responsável pelo colapso do sistema atual.

Por isso concordo com Gessell em que o preenchimento das lacunas da teoria clássica não leva a abandonar o “Sistema de Manchester”, mas a indicar a natureza do meio que exige o livre jogo das forças econômicas para ser capaz de realizar toda a potencialidade da produção. Os controles centrais necessários para assegurar o pleno emprego exigirão, naturalmente, uma considerável extensão das funções tradicionais de governo. A par disso, a própria teoria clássica moderna chamou a atenção sobre as várias condições em que pode ser necessário refrear ou guiar o livre jogo das forças econômicas. Todavia, subsistirá ainda uma grande amplitude, que permita o exercício da iniciativa e responsabilidade privadas. Nesse domínio, as vantagens tradicionais do individualismo continuarão ainda sendo válidas.

Paremos um momento para recordar essas vantagens. Em parte são vantagens de eficiência — as vantagens da descentralização e do jogo do interesse pessoal. Do ponto de vista da eficiência, as vantagens da descentralização das decisões e da responsabilidade individual são talvez maiores do que julgou o século XIX, e a reação contra o atrativo do interesse pessoal talvez tenha ido demasiado longe. Porém, acima de tudo, o individualismo, se puder ser purgado de seus defeitos e abusos, é a melhor salvaguarda da liberdade pessoal, no sentido de que amplia mais do que qualquer outro sistema o campo para o exercício das escolhas pessoais. É também a melhor salvaguarda da variedade da vida, que desabrocha justamente desse extenso campo das escolhas pessoais, e cuja perda é a mais sensível de todas as que acarreta o Estado homogêneo ou totalitário. Essa variedade preserva as tradições que encerram o que de mais seguro e auspicioso reuniram as gerações

passadas, dá cor ao presente com os diversos matizes de sua fantasia, e servindo a experiência, bem como a tradição e a imaginação, é o mais poderoso instrumento para conduzir à melhoria do futuro.

Por isso, enquanto a ampliação das funções do governo, que supõe a tarefa de ajustar a propensão a consumir com o incentivo para investir, poderia parecer a um publicista do século XIX ou a um financista americano contemporâneo uma terrível transgressão do individualismo, eu a defendo, ao contrário, como o único meio exequível de evitar a destruição total das instituições econômicas atuais e como condição de um bem-sucedido exercício da iniciativa individual.

Se a demanda efetiva se mostra deficiente, não só o desperdício de recursos causa no público um escândalo intolerável, como também o empreendedor individual que tenta pô-los em ação joga um jogo com cartas marcadas contra si. O jogo de que participa contém muitos zeros, de modo que os jogadores *em conjunto* acabarão perdendo se tiverem bastante energia e confiança para jogar todas as cartas. O crescimento da riqueza mundial tem sido menor, até agora, que o volume agregado das poupanças individuais, e a diferença corresponde às perdas sofridas por aqueles cuja coragem e iniciativa não foram suplementadas por uma habilidade excepcional ou por uma sorte fora do comum. Se a demanda efetiva for adequada, porém, serão suficientes apenas habilidade e sorte normais. Os regimes autoritários contemporâneos parecem resolver o problema do desemprego à custa da eficiência e da liberdade. É certo que o mundo não tolerará por muito mais tempo o desemprego que, à parte curtos intervalos de excitação, é uma consequência — e na minha opinião uma consequência inevitável — do capitalismo individualista do nosso tempo. Mas pode ser possível curar o mal por meio de uma análise correta do problema, preservando ao mesmo tempo a eficiência e a liberdade.

#### IV

Observei, de passagem, que o novo sistema poderia ser mais favorável à paz do que antigo. Vale a pena repetir e enfatizar este ponto.

A guerra tem diversas causas. Os ditadores e pessoas semelhantes, aos quais a guerra oferece, pelo menos em expectativa, uma excitação deleitável, não encontram dificuldade em fomentar a natural belicosidade de seus povos. Porém, além disso, facilitando seu trabalho de insuflar as chamas do entusiasmo do povo, aparecem as causas econômicas da guerra, ou seja, as pressões da população e a luta acirrada pelos mercados. Este segundo fator, que desempenhou no século XIX, e talvez venha a desempenhar ainda, um papel essencial, tem estreita relação com o nosso assunto.

Assinalei no capítulo anterior que, sob o regime de *laissez-faire* interno e de padrão de ouro internacional, como era o correto na segunda metade do século XIX, não havia qualquer outro meio disponível

a um governo para aliviar a miséria econômica interna a não ser lutar pela conquista de mercados externos. Isso porque todos os remédios eficazes para o desemprego crônico ou intermitente estavam excluídos, à exceção das medidas destinadas a melhorar o balanço de pagamentos em conta corrente.

Desse modo, enquanto os economistas estavam acostumados a aplaudir o sistema internacional existente porque ele proporcionava os frutos da divisão internacional do trabalho e, ao mesmo tempo, conciliava os interesses das diferentes nações, furtava à vista uma consequência menos benéfica; e davam provas de bom senso e de uma justa compreensão do verdadeiro curso dos acontecimentos os estadistas que acreditavam que, se um país antigo e rico abandonasse a luta pelos mercados, veria sua prosperidade cair e desaparecer. Mas se as nações podem aprender a manter o pleno emprego apenas por meio de sua política interna (e também, devemos acrescentar, se logram alcançar o equilíbrio na tendência de crescimento de suas populações), não deveria mais haver a necessidade de forças econômicas importantes destinadas a predispor um país contra os seus vizinhos. Haveria o lugar para a divisão internacional do trabalho e para o crédito internacional em condições adequadas, mas deixaria de existir motivo premente para que um país necessitasse impor suas mercadorias a outro ou recusar as ofertas de seus vizinhos, não porque isto seja indispensável para capacitá-lo a pagar o que deseja adquirir no estrangeiro, mas por causa do objetivo expresso de alterar o equilíbrio de pagamentos, a fim de criar uma balança comercial que lhe seja favorável. O comércio internacional deixaria de ser o que é, um expediente desesperado para manter o emprego interno, forçando as vendas nos mercados externos e restringindo as compras, o que, se tivesse êxito, simplesmente deslocaria o problema do desemprego para o vizinho que levasse desvantagem na luta, e se converteria num livre e desimpedido intercâmbio de mercadorias e serviços em condições de vantagens mútuas.

## V

Será uma esperança visionária confiar que estas idéias se concretizem? Têm elas raízes insuficientes nos motivos que governam a evolução das sociedades políticas? São os interesses a que elas se opõem mais fortes e mais manifestos do que os que favorecem?

Não me cabe responder aqui a essas perguntas. Seria necessário um livro de natureza bem diferente deste para indicar, mesmo em linhas gerais, as medidas práticas que poderiam dar corpo a tais idéias. Contudo, se as idéias são corretas — hipótese na qual o próprio autor tem de basear o que escreve —, seria um erro, segundo minha previsão, ignorar a força que com o tempo elas virão a adquirir. Presentemente, há uma expectativa incomum de um diagnóstico mais bem fundamentado; mais do que nunca todos estão prontos a aceitá-lo e desejosos

de o experimentar, desde que ele seja pelo menos plausível. Mas, à parte esta disposição de espírito peculiar à época, as idéias dos economistas e dos filósofos políticos, estejam elas certas ou erradas, têm mais importância do que geralmente se percebe. De fato, o mundo é governado por pouco mais do que isso. Os homens objetivos que se julgam livres de qualquer influência intelectual são, em geral, escravos de algum economista defunto. Os insensatos, que ocupam posições de autoridade, que ouvem vozes no ar, destilam seus arrebatamentos inspirados em algum escriba acadêmico de certos anos atrás. Estou convencido de que a força dos interesses escusos se exagera muito em comparação com a firme penetração das idéias. É natural que elas não atuem de maneira imediata, mas só depois de certo intervalo; isso porque, no domínio da filosofia econômica e política, raros são os homens de mais de vinte e cinco ou trinta anos que são influenciados por teorias novas, de modo que as idéias que os funcionários públicos, os políticos e mesmo os agitadores aplicam aos acontecimentos atuais têm pouca probabilidade de ser as mais recentes. Porém, cedo ou tarde, são as idéias, e não os interesses escusos, que representam um perigo, seja para o bem ou para o mal.

# ÍNDICE

Apresentação de Adroaldo Moura da Silva .....	5
A TEORIA GERAL DO EMPREGO, DO JURO E DA MOEDA	
Prefácio .....	27
Prefácio à Edição Alemã .....	31
Prefácio à Edição Japonesa .....	35
Prefácio à Edição Francesa .....	37
LIVRO PRIMEIRO — Introdução	
CAP. 1 — A Teoria Geral .....	43
CAP. 2 — Os Postulados da Economia Clássica .....	45
CAP. 3 — O Princípio da Demanda Efetiva .....	59
LIVRO SEGUNDO — Definições e Idéias	
CAP. 4 — A Escolha das Unidades .....	69
CAP. 5 — A Expectativa como Elemento Determinante do Produto e do Emprego .....	77
CAP. 6 — Definição de Renda, Poupança e Investimento .....	83
I. Renda .....	83
II. Poupança e Investimento .....	90
APÊNDICE Sobre o Custo de Uso .....	93
CAP. 7 — Maiores Considerações Sobre o Significado de Poupança e de Investimento .....	101
LIVRO TERCEIRO — A Propensão a Consumir	
CAP. 8 — A Propensão a Consumir: I. Os Fatores Objetivos .....	113

CAP. 9 — A Propensão a Consumir: II. Os Fatores Subjetivos .....	127
CAP. 10 — A Propensão Marginal a Consumir e o Multiplicador .....	133

## LIVRO QUARTO — O Incentivo a Investir

CAP. 11 — A Eficiência Marginal do Capital .....	149
CAP. 12 — O Estado da Expectativa a Longo Prazo .....	159
CAP. 13 — A Teoria Geral da Taxa de Juros .....	173
CAP. 14 — A Teoria Clássica da Taxa de Juros .....	181
APÊNDICE AO CAP. 14 — Apêndice Sobre a Taxa de Juros em <i>Principles of Economics</i> de Marshall, em <i>Principles of Political Economy</i> de Ricardo e em Outras Obras .....	189
CAP. 15 — Os Incentivos Psicológicos e Empresariais para a Liquidez .....	197
CAP. 16 — Observações Diversas Sobre a Natureza do Capital .....	209
CAP. 17 — As Propriedades Essenciais dos Juros e do Dinheiro .....	219
CAP. 18 — Novo Enunciado da Teoria Geral do Emprego .....	237

## LIVRO QUINTO — Salários Nominais e Preços

CAP. 19 — Variações nos Salários Nominais .....	247
APÊNDICE AO CAP. 19 — A <i>Theory of Unemployment</i> do Professor Pigou .....	259
CAP. 20 — A Função de Emprego .....	267
CAP. 21 — A Teoria dos Preços .....	277

## LIVRO SEXTO — Breves Notas Sugeridas pela Teoria Geral

CAP. 22 — Notas Sobre o Ciclo Econômico .....	293
CAP. 23 — Notas Sobre o Mercantilismo, as Leis Contra a Usura, o Dinheiro Carimbado e as Teorias do Subconsumo .....	309
CAP. 24 — Notas Finais Sobre a Filosofia Social a que Poderia Levar a Teoria Geral .....	341