

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.⁴⁴ 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 agregada⁴⁵ 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.⁴⁶

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.⁴⁷ 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*,⁴⁸ 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 ϕ 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, ϕ , (ii) da propensão a consumir, χ , 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 consumir⁴⁹ 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.

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 χ 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,⁷⁷ 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.⁷⁸

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_{ω} é o montante do consumo e Y_{ω} o da renda (ambos medidos em unidades de salário), ΔC_{ω} tem o mesmo sinal que ΔY_{ω} , 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,⁷⁹ 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,⁸⁰ 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.⁸¹ 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 1931⁸² 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”.⁸³ 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

Resta-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.⁸⁴ 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 ΔC_w e ΔY_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 ΔC_w e ΔI_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 ΔI_ω leva a um aumento do emprego primário ΔN_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.⁸⁵ 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,⁸⁶ 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.⁸⁷ 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.⁸⁸ 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).⁸⁹

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%.⁹⁰

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.⁹¹

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

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

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 empréstimos⁹² 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.⁹³

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.⁹⁴ 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,⁹⁵ “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”.⁹⁶ “Esta nova grandeza (ou fator) representa, em nosso estudo, o papel principal do lado referente às oportunidades de investimento da teoria do juro.”⁹⁷ 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 conseqüência, 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.⁹⁸

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.

Sucedo 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 emprestador, 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,⁹⁹ 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.¹⁰⁰ 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.¹⁰¹ 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.¹⁰² 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,¹⁰³ 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 reveses 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.¹⁰⁴ 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

Mostramos 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,¹⁰⁵ do poder de comando da moeda em troca de uma dívida.¹⁰⁶

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.¹⁰⁷

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,¹⁰⁸ 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 18

Novo Enunciado da Teoria Geral do Emprego

I

Chegamos 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.¹⁴⁴ 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 emprego¹⁴⁵ 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 invertermem 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.¹⁴⁶

(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.