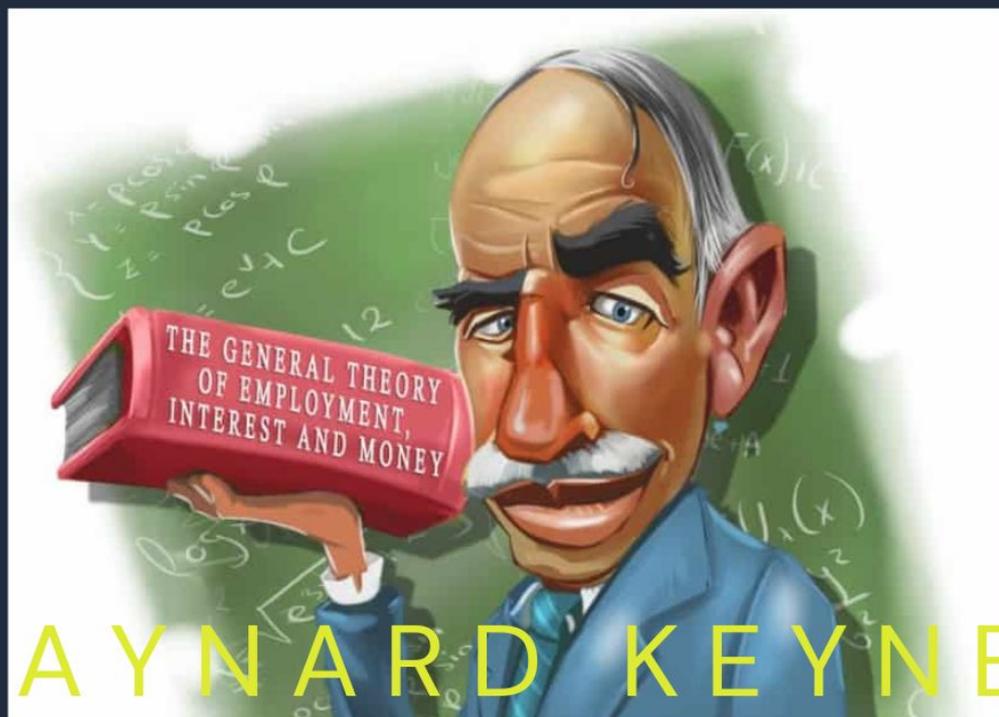


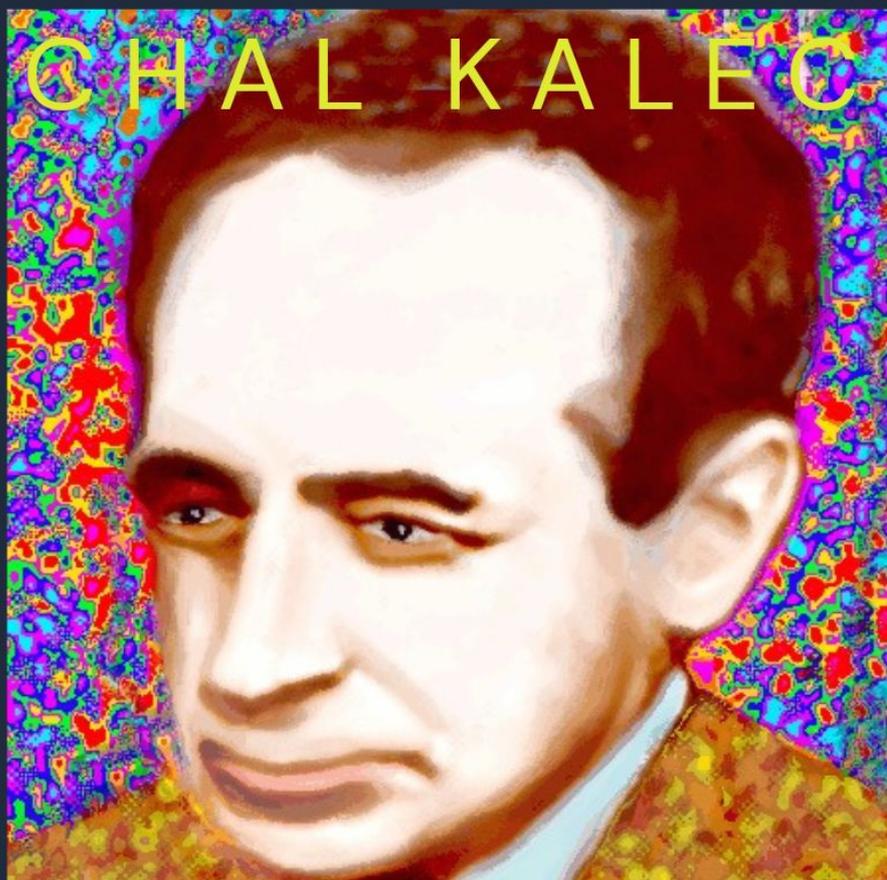
FERNANDO NOGUEIRA DA COSTA



MAYNARD KEYNES

MACROECONOMISTAS  
COMPARADOS

MICHAL KALECKI



COSTA, Fernando Nogueira da

*Macroeconomistas Comparados: Keynes e Kalecki.*  
Campinas, SP: Blog Cidadania & Cultura, 2023. 196p.

1. Macroeconomia. 2. Demanda Efetiva.
  3. Determinantes do Investimento.
  4. Ciclo de Negócios.
- I. Título.

330  
C837a

# Macroeconomistas Comparados: Keynes X Kalecki

## Sumário

<b>Prefácio .....</b>	<b>5</b>
<b>Capítulo 1 - Contexto .....</b>	<b>7</b>
<b>Preâmbulo Econômico .....</b>	<b>8</b>
<b>Costumes Progressistas.....</b>	<b>10</b>
<b>Costumes Conservadores .....</b>	<b>12</b>
<b>Colapso do Mercado de Ações .....</b>	<b>14</b>
<b>Da Crise Financeira à Depressão Econômica .....</b>	<b>15</b>
<b>Contágio do Resto do Mundo com Efeito Geopolítico.....</b>	<b>20</b>
<b>New Deal .....</b>	<b>25</b>
<b>Em resumo .....</b>	<b>30</b>
<b>Capítulo 2 – John Maynard Keynes.....</b>	<b>32</b>
<b>Tratado pela Reforma Monetária .....</b>	<b>32</b>
<b>Tratado sobre a Moeda .....</b>	<b>36</b>
Resumo do Essencial do Tratado da Moeda .....	41
Teoria do Ciclo de Crédito ou Dívida.....	46
Distinção entre Poupança e Investimento .....	49
Circulação Industrial e Circulação Financeira.....	51
Ciclo de Crédito.....	54
Problema da Gestão do Dinheiro.....	57
<b>Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda .....</b>	<b>58</b>
Gênese da Teoria Geral.....	63
Breves Resumos de Capítulos da Teoria Geral.....	73
Propensão a Consumir: Fatores Objetivos e Subjetivos.....	76
Estado da Expectativa de Longo Prazo.....	78
Teorias dos Juros e Incentivos para a Liquidez.....	82
“Modelo” da Teoria Geral .....	85
<b>Conclusões Parciais: Dicotomias dos Pensamentos Binários .....</b>	<b>92</b>
<b>Capítulo 3 - Michal Kalecki .....</b>	<b>97</b>
<b>Vida de Kalecki .....</b>	<b>97</b>
<b>Obra de Kalecki .....</b>	<b>101</b>
<b>Demanda Efetiva em Tugan-Baranovski e Rosa Luxemburgo.....</b>	<b>107</b>

<b>Mecanismo de Recuperação Econômica .....</b>	<b>110</b>
Papel-chave do Sistema Financeiro na Recuperação Econômica.....	114
<b>Esboço de uma Teoria do Ciclo Econômico .....</b>	<b>119</b>
<b>Comércio Internacional e “Exportações Internas” .....</b>	<b>123</b>
<b>Aspectos Políticos do Pleno Emprego .....</b>	<b>128</b>
<b>Teoria da Dinâmica Econômica .....</b>	<b>133</b>
Decisões de Investimento: Produtivo e Financeiro.....	139
<b>Capítulo 4 - Keynes X Kalecki .....</b>	<b>145</b>
<b>Diferenças entre Obras dos Macroeconomistas.....</b>	<b>145</b>
<b>Demanda Efetiva, Investimento e Dinâmica: Contribuições Teóricas Comparadas.....</b>	<b>148</b>
Princípio da Demanda Efetiva .....	149
Relação Investimento-Poupança.....	152
Investimento, Dinâmica e Instabilidade.....	155
Seleção da Carteira de Ativos em Keynes e Riscos Passivos em Kalecki .....	156
Expectativas na Obra de Michal Kalecki.....	157
<b>Teorias dos Ciclos Comparadas.....</b>	<b>163</b>
<b>Debate entre Kalecki, Ohlin e Keynes .....</b>	<b>167</b>
Algumas Observações sobre a Teoria de Keynes por Michael Kalecki .....	168
Teorias Alternativas da Taxa de Juros de John Maynard Keynes.....	171
Teorias Alternativas da Taxa de Juros: Réplica de Bertil Ohlin .....	178
A Teoria Ex Ante da Taxa de Juros de John Maynard Keynes .....	181
<b>Considerações Finais .....</b>	<b>185</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>187</b>
<b>Obras do Autor com links para download.....</b>	<b>189</b>
<b>Sobre o Autor.....</b>	<b>196</b>

## Prefácio

Franklin Roosevelt foi o 32º presidente dos Estados Unidos e o único por quatro mandatos consecutivos. Mesmo depois da Grande Depressão, surgida após 1929, ter causado danos econômicos-sociais, talvez tenha sido reeleito por causa de sua empatia com os desfavorecidos e deficientes, além de ter lançado o *New Deal*, um planejamento inédito para reativar a economia americana.

Em qual medida essa ação foi inspirada em novas ideias dos economistas? O objetivo deste livro é, principalmente, investigar essa questão: as teorizações econômicas vêm antes das decisões (*ex ante*) ou depois das ações (*ex post*)? Inspiraram ou racionalizaram o realizado para aprendizagem do enfrentamento de possível repetição de algo parecido no futuro incerto?

Para tanto, vou analisar comparativamente as obras dos dois macroeconomistas mais influentes no século XX, John Maynard Keynes e Michal Kalecki. Keynes lançou sua obra prima, *Teoria Geral*, em 1936, e Kalecki lançou sua *magnum opus*, *Teoria da Dinâmica Econômica*, em 1954. Mas ambos publicaram livros e ensaios antes do lançamento do *New Deal* em 1934.

Antes das resenhas de suas contribuições para a análise macroeconômica, especialmente, do *ciclo de negócios*, será interessante recuperar, de maneira concisa, as dimensões da crise socioeconômica e financeira, culminando após o *crash* de 1929, e a política de Roosevelt. Destacarei as medidas tomadas para tirar seu país da Grande Depressão.

A manutenção do nível de emprego passou a ser o principal problema a desafiar os economistas. Muitos teóricos e práticos, em diversos países, se empenharam no estudo de uma solução para tal instabilidade. Alguns chegaram a formular, quase ao mesmo tempo, análises e soluções bastante similares.

Devido ao fato de John Maynard Keynes ser o mais conhecido entre tais economistas, dado seu acesso aos poderosos do Império Britânico (e por escrever em inglês, imposta como a língua mais universal), passou-se a atribuir apenas ao livro *Teoria Geral do*

*Emprego, do Juro e da Moeda*, o mérito de criação da Macroeconomia de combate à Grande Depressão.

Na verdade, esse processo não foi de autoria de um pensador isolado. Teve vários precursores de origens diversas, como a Escola de Estocolmo, formada por discípulos de Knut Wicksell e adeptos de um *método de análise dinâmica*.

Mas destacarei aqui, para análise comparativa com Keynes, o trabalho do polonês Michal Kalecki. Aprecio mais sua obra, inclusive por ser de um economista com formação marxista e maior visão social.

Mas é inegável ser merecido o destaque para a atuação política de Keynes. Expressei essa minha admiração no Texto para Discussão *Keynes, Filósofo Social*, publicado em setembro de 2023 – e encontrado para *download* no fim deste livro digital.

Um biógrafo de Kalecki, Jorge Miglioli, afirma: “a Revolução Keynesiana está ligada ao nome de Keynes por ser este o autor mais conhecido entre os dedicados a demolir os preceitos envelhecidos da ortodoxia. Sua celebridade contribuiu para certas ideias novas chamassem a atenção de todos e ganhassem a adesão de grande parte da nova geração de economistas.

Mas, como o mostra Joan Robinson, em *Liberdade e Necessidade*, as principais teses de *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, publicado em 1936 por Keynes, já tinham sido antecipadas por Gunnar Myrdal e Michal Kalecki, embora Keynes desconhecesse”.

Neste estudo compararei os dois macroeconomistas mais notáveis, resumindo suas principais ideias. Tentarei responder às questões lançadas neste Prefácio.

*Fernando Nogueira da Costa*

Outubro de 2023

## Capítulo 1 - Contexto

Nesta análise contextual, vou me basear no livro de Thomas Melchers, *Franklin Roosevelt: do New Deal à Conferência de Yalta*, lançado pela epublibre em 2017. Também consultarei o livro de Bernard Gazier, *A Crise de 1929*, publicado em Porto Alegre - RS pela L&PM no ano 2013.

Franklin Roosevelt nasceu, em 30 de janeiro de 1882, no Hyde Park em New York, em uma família da elite. Depois de ter aprendido línguas com governantas, ela continuou sua carreira escolar em estabelecimentos de prestígio como a *Groton School*, Harvard e Columbia.

Como membro do Partido Democrata, ocupou lugar de destaque nacional e internacional durante as décadas de 1930 e 1940. A sua carreira política começou no estado de Nova Iorque, onde foi eleito governador, mas entrou para a história, sobretudo, pelas ações realizadas durante os seus mandatos presidenciais.

Diante da paralisia de seus membros inferiores, ele teve o cuidado de nunca ser visto usando sua cadeira de rodas em público e tomou muitas precauções para evitar qualquer representação na imprensa de modo a destacar sua deficiência física. Segundo estudos recentes, Roosevelt não sofria de *poliomielite*, mas sim de *síndrome de Guillain-Barré*, uma doença autoimune rara no sistema nervoso.

Porém, tal deficiência era bem conhecida, antes e durante sua presidência, e se tornou uma parte importante de sua imagem pública. Em público, usando talas e bengalas ortopédicas para se locomover, aparecia em pé, apoiado de um lado por um assessor ou por um de seus filhos.

Pouco depois da sua eleição como governador do estado de Nova Iorque, em 1928, preparou uma política social para limitar os efeitos da quebra do mercado de ações de 1929. Incluía um programa social para ajuda financeira aos desempregados, a Administração Temporária de Alívio de Emergência.

Em 8 de novembro de 1932, Franklin Delano Roosevelt foi eleito presidente dos Estados Unidos da América. Tomou posse em 4 de março de 1933.

Ao longo de sua carreira política, Roosevelt cercou-se de muitos conselheiros. Entre sua eleição presidencial e sua posse, sua equipe cresceu com outros assessores, acadêmicos e intelectuais para formar o *Brain Trust*. Representavam a *casta dos sábios intelectuais tecnocratas*, ou seja, uma elite cultural para dirigir a política econômica.

Desenvolveu, junto com eles, uma série de medidas para travar a crise e iniciar a recuperação econômica. Desempenhariam um papel decisivo na elaboração da política do *New Deal* de 1933 a 1941

O “Novo Negócio” foi o nome dado à política econômica antagônica do *laissez faire*, desta feita *progressista e intervencionista*, levada a cabo por Franklin Roosevelt. Esta política começou com a adoção de 15 novas leis, aprovadas com urgência durante os primeiros 100 dias da sua presidência, para travar o desenrolar da crise.

Foram seguidas por uma reforma mais profunda do sistema econômico e, mais especificamente, pela reorganização do sistema bancário e financeiro, além dos incentivos direcionados aos setores produtivos, agrícola e industrial. Desta forma, a reforma enfrentava a superprodução, a concorrência devastadora e o desemprego, graças à implementação de programas sociais e a uma política de grandes obras públicas.

Além disso, o governo trabalhava para restaurar o poder de compra da população e modernizar as condições de trabalho. A recuperação começou lentamente e o presidente não hesitou em multiplicar os gastos públicos, para reduzir o desemprego e estimular o consumo, mesmo duplicando a dívida pública, porque isso era menos relevante diante do quadro anterior de calamidade pública.

### Preâmbulo Econômico

Entre 1919 e 1929, os Estados Unidos experimentaram um crescimento econômico no qual o PIB passou de 78.900 para 104.400

milhões de dólares, correspondente a um crescimento anual superior a 4%. Este *boom* econômico continuou a tendência surgida desde a Segunda Revolução Industrial.

Esta começou durante a segunda metade do século XIX, conhecida como a *Era da Produção em Massa*. O aumento de produtividade foi explicado sobretudo pelas inovações tecnológicas.

Uma delas foi baseada na energia com a transição nas fábricas do vapor para a eletricidade. Somou-se a isso a organização científica do trabalho, idealizada pelo engenheiro Frederick Taylor (1856-1915), o *Taylorismo*. Apostava na decomposição do processo produtivo para aumentar a eficácia dos movimentos de cada trabalhador, dando início do trabalho em linha de montagem.

O progresso industrial mais considerável da década de 1920 foi visto na indústria automobilística. As linhas de montagem específicas na fábrica da Ford e para a montagem do Ford T permitiram tanto a produção massiva de automóvel (de 1,5 milhões em 1921 para 4,7 milhões em 1929) como a redução do seu preço para os compradores.

No fim da década, um em cada seis americanos possuía um carro. Da mesma forma, outros setores registraram grande produtividade, como o rádio, a aeronáutica, a siderurgia, a indústria petrolífera ou mesmo a indústria cinematográfica.

Durante a década de 1920, marcada pelo retorno dos republicanos ao poder, houve uma *onda de fusões de empresas*, principalmente horizontais, enquanto as leis antitruste dos governos progressistas anteriores condenavam as práticas anticompetitivas. Esta política, iniciada pelo Secretário do Tesouro e futuro presidente Herbert Hoover, permitia o estabelecimento de corporações consistentes, graças a um *agrupamento de negócios*.

As concentrações aconteceram por parte dos produtores elétricos e da indústria automóvel. Assim nasceram as primeiras *holdings*, empresas detentoras da posse majoritária de ações de outras empresas, denominadas *subsidiárias*, centralizando o controle sobre elas. Surgiu o conceito de "grande negócio" [*big business*], aquele realizado em grande escala e envolvendo quantias colossais.

Esta prosperidade não atingiu todos os setores econômicos, pois alguns como a mineração, os estaleiros navais, os têxteis e a agricultura estavam excluídos. A situação pior estava neste último setor ao enfrentar, frequentemente, grandes dificuldades devido à superprodução, à queda dos preços e à ausência de medidas governamentais para resolver suas crises.

A prosperidade foi acompanhada por um aumento do consumo estimulado pelo aumento do poder de compra. O rendimento médio por habitante passou de 522 para 716 dólares no valor da época.

No entanto, esta prosperidade foi desigual: entre 1923 e 1929, embora os lucros das empresas tenham aumentado para 62%, os salários dos trabalhadores aumentaram apenas 26%. O país tinha cada vez mais milionários, mas ainda existiam diferenças salariais significativas de um setor de atividade para outro e de uma unidade federativa para outro, ou seja, eram *estados desunidos...*

O pleno emprego não foi alcançado, embora tenha registrado uma diminuição do número de desempregados. Apesar dessas diferenças, a sociedade norte-americana tornou-se cada vez mais *consumista*, enquanto a publicidade se expandia aos poucos, tanto nas páginas dos jornais, quanto nas transmissões das rádios.

## Costumes Progressistas

O rádio foi comercializado pela primeira vez em Pittsburgh (Pensilvânia) em 1920. Dez anos depois, 14 milhões de famílias possuíam um e ouviam dele informações, música, transmissões esportivas, discursos políticos e resultados de eleições presidenciais.

Roosevelt foi o primeiro a usar esse meio para se dirigir diretamente a toda a população no âmbito de suas “conversas ao pé da lareira”. Desta forma, informava a população sobre as medidas adotadas pelo seu Governo, especialmente durante a crise econômica da década de 1930.

Dirigia-se a muitas pessoas. Escolhia cuidadosamente as suas palavras para o seu discurso ser compreensível a todos e restaurar a confiança da população.

A rádio não era a única revolução na vida cotidiana: outras inovações se beneficiavam da chegada da eletricidade às cidades para modernizar as casas dos habitantes. Entre outras, o telefone, o fonógrafo, a geladeira, o aspirador, o radiador, o ferro, a máquina de lavar. Todos esses bens de consumo duráveis auxiliavam nas tarefas domésticas.

Este período também foi caracterizado por uma certa libertação dos costumes femininos. A mulher urbana passou a ser mais emancipada, chamada de "melindrosa" (ou "*garçonne*" na Europa), adotou o cabelo curto, usava saias acima dos joelhos e dançava Charleston.

O desenvolvimento da indústria, a importância dada ao comércio e a crescente necessidade de serviços urbanos deram origem ao crescimento das cidades e à rede rodoviária. A maioria dos americanos já vivia em cidades com crescimento contínuo, tanto *horizontalmente* – com a construção de bairros modernos e tranquilos na periferia das grandes cidades e com a expansão de todas as cidades de tamanho médio – como *verticalmente* – com a construção de arranha-céus.

Um exemplo notável foi o *Empire State Building*, concluído em 1931. Foi o edifício mais alto do mundo até o início da década de 1970.

Nessas cidades, em constante padronização, surgiram muitos estabelecimentos como postos de gasolina e oficinas mecânicas, geradores de ocupações. Refletiam a massificação do automóvel.

Cinemas e estádios faziam a sociedade norte-americana entrar na Era do Entretenimento. Embora alguns desses locais de lazer tenham se desenvolvido antes da I Guerra, tornaram-se especialmente populares a partir da década de 1920, como demonstrou o sucesso mundial da indústria cinematográfica estabelecida em Hollywood.

Nos Estados Unidos, houve o aumento da frequência ao cinema de 22 para 77 milhões de espectadores por semana, entre o início e o fim da década de 1920, ou seja, 80% da população ia ao cinema. O número de filmes produzidos anualmente atingia cerca de 700.

A indústria musical avançou quando as gravadoras inovaram com a música do país, sobretudo, com o blues e o jazz. Esses ritmos populares se tornaram acessíveis durante a década de 1920.

### Costumes Conservadores

No entanto, desde o fim da I Guerra, desenvolveu-se uma corrente com valores conservadores, paralelamente aos da prosperidade, da alegria e da libertação dos costumes dos cultos. Esta corrente caipira (interiorana) exaltava a moral protestante e se opunha às influências negativas da sociedade moderna, como “a promiscuidade, o comunismo, o ateísmo” e tudo não correspondente ao *sonho americano*, idealizado por essa gente inculta.

Ku Klux Klan (KKK) é o nome adotado por diversas organizações nos Estados Unidos a exigirem a *supremacia dos brancos*, após o fim da Guerra Civil – e escravidão. O primeiro Klan surgiu no Tennessee em 24 de dezembro de 1865. A KKK foi formalmente dissolvida em 1870 pelo presidente republicano Ulysses S. Grant, por meio da Lei de direitos civis 1871, conhecida como “A Lei da Ku Klux Klan”.

O grupo ressurgiu em 1915, no estado da Geórgia, e se espalhou por todo o país. A política da Klan baseava-se na mistura de *racismo* contra a comunidade negra e de *americanismo xenóforo*, oponente de qualquer cultura capaz de ameaçar seus valores tradicionais. Esta mistura incluía católicos, judeus, comunistas e estrangeiros!

Intimidações anticomunistas e linchamentos racistas tornaram-se muito comuns. A Klan se intrometeu na política, pressionando ambos os partidos e influenciando a gestão de certos estados entre as duas costas (Leste e Oeste), reacionários até hoje.

O *macartismo* foi criado pelo senador estadunidense Joseph Raymond McCarthy, no fim da década de 1940, e buscava criminalizar “as práticas tidas como comunistas” no território dos Estados Unidos. Visava promover o desgaste e desestabilização do Partido Democrata, sendo utilizado para perseguições políticas e ideológicas.

Antes, após a I Guerra Mundial, uma das medidas dos puritanos desta época foi o estabelecimento da Lei Seca, com a 18ª Emenda à Constituição em 1919. Ela entrou em vigor no ano seguinte.

Foi o resultado de uma longa luta da Igreja Protestante contra o vício desviante do comparecimento dos (in)fiéis. Pior, os movimentos progressistas a viam como um possível benefício para a saúde pública e para a produtividade da indústria.

Movimentos conservadores e extremistas impuseram à força o estabelecimento da Lei Seca. Entre eles, a KKK a utilizou para estigmatizar bebedores estrangeiros como italianos, irlandeses e polacos.

Muitos estados logo adotaram a Lei Seca, cuja emenda condenava a fabricação, a venda e o transporte de bebidas com teor alcoólico superior a 0,5 grau de álcool. Porém, *seu consumo não era punido...*

A proibição teve o efeito de dividir a sociedade em duas: o aparecimento dos "condados secos" no Sul e dos "condados úmidos" no Norte. Nestes, nunca se divertiu tanto com a bebida contrabandeada ou de má qualidade.

As maiores dificuldades da Lei Seca não se encontraram na sua instituição, mas sim na sua aplicação, porque as regras variavam em cada Estado (*desunido*) e faltava recursos humanos para seu controle, sobretudo, muitos fiscais se tornaram corruptos. Grande parte da população, não disposta a perder o prazer da bebida, frequentava estabelecimentos ilegais semiclandestinos, enquanto pessoas com rendimentos mais baixos se dedicavam a fabricar o seu próprio álcool, muitas vezes adulterado e perigoso para a saúde.

O contrabando estabeleceu, rapidamente, um "mercado negro": os contrabandistas eram conhecidos como "os homens com uma garrafa na bota". Traziam bebidas alcoólicas do Canadá, do México ou da ilha de São Pedro e Miquelon.

O tráfico estava sob controle do *crime organizado*, formado por gangues, cujos membros em sua maioria eram imigrantes sem oportunidade de outra ocupação. Um dos seus representantes mais famosos foi Al Capone (1899-1947).

Somente em 1933, como iniciativa do governo Franklin Roosevelt, a alteração constitucional foi declarada nula e sem efeito. Os estados, novamente relativamente autônomos e unidos, tomaram livremente as medidas consideradas adequadas para regular o consumo de álcool no seu território.

## Colapso do Mercado de Ações

Durante a década de 1920, investir no mercado de ações tornou-se um caminho imaginado para o enriquecimento fácil. Cerca de 5,5 milhões de pessoas especulavam, regularmente, na bolsa em alta. A febre especulativa se deu graças aos consistentes ganhos de capital, oferecidos pela Bolsa de Valores de Wall Street.

Para comprar ações, utilizavam as suas poupanças ou recorriam aos empréstimos de bancos. Financiavam as compras de títulos.

Antes da quebra do mercado, alguns sinais já apontavam para o risco de *crash* atingir a economia dos Estados Unidos com a superespeculação e a não exigência de garantias na concessão de crédito a pessoas físicas. A partir de setembro de 1929, o mercado de ações oscilou, e em outubro ocorreu o *crash*.

A quebra do mercado de ações correspondeu ao colapso dos preços, devido ao predomínio do fluxo de ordens de venda e consequente explosão da bolha especulativa. Antes, existia um nível excessivo de compras de ações em relação aos fundamentos expostos pelas empresas.

A quebra do mercado de ações ocorreu em 24 de outubro de 1929, dia conhecido como a Quinta-feira Negra. Apenas dois terços dos 19 milhões de títulos colocados à venda ainda encontravam comprador. Os preços estavam caindo tão rapidamente a ponto de os *tickers* não conseguirem transcrever as cotações.

Os especuladores vendiam logo sem se importar com o preço das ações. A terça-feira seguinte, dia 29, conhecida como Terça-Feira Negra, foi considerada o dia mais catastrófico – e “o fundo do poço” marcou o fim da queda súbita.

Dos 30 milhões de títulos disponíveis, apenas 16,5 milhões foram negociados independentemente do seu preço de venda. Apesar

do fim do *crash*, a tendência de queda dos preços continuou ao longo do último trimestre de 1929. As perdas totais no ano foram estimadas em 30 bilhões de dólares, na época, representava 10 vezes o orçamento da União.

A quebra surpreendeu os americanos. Eles estavam confiantes demais no enriquecimento fácil e não imaginavam os preços poderem cair tanto. A Grande Depressão começou, após a crise financeira, e não terminaria até 1941, quando o país entrou na *economia de guerra*.

### Da Crise Financeira à Depressão Econômica

Os efeitos da crise financeira americana (1929-1933), comumente apresentados, são:

1. a queda de valor do patrimônio e o conseqüente *efeito riqueza* com diminuição do poder de compra dos especuladores arruinados, refletindo em enfraquecimento da demanda; e
2. o esgotamento direto de uma fonte de financiamento para as empresas.

Nenhum desses efeitos parece suficiente para explicar a retração geral da economia americana. É necessária a *análise dos fundamentos*.

A atividade industrial enfraqueceu a partir do verão de 1929, após o auge da produção automotiva. Uma das inovações dos "anos loucos", nos Estados Unidos, foi o *crédito ao consumo*.

Com sua restrição, a queda do consumo pessoal atingirá os 50% entre 1929 e 1933. O crescimento dos estoques foi o efeito da queda da demanda.

Ligadas a esse declínio, existiram *dificuldades agrícolas especificamente americanas*: apesar de a mão-de-obra do campo representar apenas 20% da população ativa, na nação norte-americana amplamente urbanizada, as condições de exploração da terra haviam se tornado cada vez mais difíceis durante os anos 1920.

Sofriam com a “tesoura de preços”: os preços das colheitas e do gado, determinantes, conjuntamente com as quantidades vendidas, das receitas no campo, não permitiam mais a receita normal, depois de subtraídos os custos pagos pelo produtor. De 1929 a 1933, o rendimento líquido dos produtores caiu 70%.

Outro componente do desmantelamento foi *a evolução da construção*, tradicionalmente constituída de altos e baixos. Um verdadeiro *boom* acontecera nos Estados Unidos, na primeira metade dos anos 1920, culminando em 1926, e permanecendo no topo desde então, sendo em 1929 o dobro de antes de 1914. Havia, portanto, uma saturação cíclica na construção.

Esses três elementos – retração dos consumidores em relação aos bens duráveis, dificuldades agrícolas e recuo da construção – levaram os empresários refazer para baixo suas previsões, depois, seus projetos e contratações. Daí a demissão ou redução de carga horária de operários e empregados e a baixa do investimento bruto, em 1933, para 10% de seu nível em 1929.

As indústrias mais atingidas haviam sido as mais vigorosas durante os anos 1920: construção e infraestrutura de consumo e produção. Tiveram baixas, respectivamente, de 85%, 50% e 75% de suas produções.

As reações levaram a uma análise mais atenta sobre a evolução do crédito e as convulsões bancárias do período. Havia 29 mil bancos nos Estados Unidos, em 1921, e apenas 12 mil em fins de março de 1933.

Em junho de 1929, os 250 bancos mais importantes, ou seja, 1% do total, detinham juntos mais da metade dos recursos. Essa *concentração bancária* tinha como contraparte uma miríade de pequenos estabelecimentos: mais de 80% dos bancos ficavam nas cidades de no máximo 10 mil habitantes.

O conjunto, bastante heterogêneo, era submetido a uma legislação desigual. Os *bancos locais*, submetidos a uma legislação local, precisam enfrentar suas dificuldades sozinhos.

Suas dificuldades foram de dois tipos:

- por um lado, nos pequenos estabelecimentos agrícolas, os depósitos se reduziram, dependendo da região, devido à miséria dos agricultores;
- por outro lado, preponderante, o declínio da atividade e a baixa de preços dos títulos não foram compensados por uma revisão dos contratos de empréstimos, geralmente, fechados a taxas fixas, porque os depósitos também eram remunerados assim.

Os bancos, em contrapartida, cortaram os contracheques dos bancários, restringiram seus investimentos, exigiram novas garantias etc., a fim de restaurar sua liquidez comprometida pela baixa de valor dos seus ativos. A reação do público foi o entesouramento de papel-moeda, levantamento acelerado de fundos, corrida em direção à liquidez.

Com isso, estabelecimentos sadios se viam comprometidos com o criado *círculo vicioso da perda de confiança e da bancarrota*. Seus efeitos se reforçaram com a propagação de pressões estrangeiras.

Houve um aumento gradual dos temores. Primeiro, atacaram os pequenos estabelecimentos, depois, os bancos filiados ao *Federal Reserve System*, sistemicamente mais importantes, e por fim o sistema como um todo.

Na verdade, nem a própria prosperidade estava livre das falências, pois 5 mil bancos haviam fechado suas portas em oito anos, de 1921 a 1929, ou seja, em um ritmo médio de 50 por mês! É evidente a especificidade dos problemas americanos: a facilidade em criar um "banco livre", mesmo minúsculo.

A depressão americana consistiu, acima de tudo, no estrangulamento:

1. do crédito (*credit crunch*) e
2. da confiança.

Em 1933, houve a estagnação no mais baixo nível de atividade e a catástrofe bancária global.

No âmbito monetário, os Estados Unidos, bem como a Grã-Bretanha, além da *manipulação da taxa de desconto* (o preço do

empréstimo de liquidez no Banco Central em curto prazo), praticavam outra técnica de intervenção com grande influência: as *operações de open market*. Consistiam no Banco Central injetar dinheiro no circuito comprando títulos ou, ao contrário, “bombeando” liquidez ao vendê-los.

Ao invés de agir como *emprestador em última instância* sobre um juro bancário (a taxa de desconto), o *open market* permitia agir com continuidade através de taxas variáveis sobre a “moeda central”. Afetava as operações de crédito dos bancos e suas criações monetárias.

Surgido nos anos 1920, ele fora utilizado nos Estados Unidos nos dois sentidos: no *sentido restritivo* quando as autoridades queriam neutralizar o efeito expansivo com a “esterilização” do ouro recebido em superávit comercial, ou, inversamente, no *sentido expansivo*, com certo sucesso.

O ativismo das intervenções públicas começaram em 1929: injeções monetárias pelo *open market* aliviavam, parcialmente, as dificuldades bancárias decorrentes do *crash* da bolsa de valores. Contrapunha-se às reduções de impostos, na política fiscal de pouco alcance do governo Hoover, a fim de, hipoteticamente, manter o poder de compra.

O orçamento federal, colocado em ligeiro déficit, tinha um leve *efeito contracíclico*. Os economistas ortodoxos pregavam a necessidade de uma rigorosa disciplina orçamentária, mesmo com as taxas de juros extremamente baixas do mercado monetário (1 a 2% aa), levando a convencer a Autoridade Monetária de ser inútil injetar dinheiro em um sistema bancário sem demanda por ele.

Assim, o *open market* foi, na maior parte do tempo, colocado em suspenso, enquanto a massa monetária era fortemente contraída. Entre agosto de 1929 e agosto de 1933, a queda foi de um terço.

O alcance da catástrofe socioeconômica e financeira levou, a partir de 1931, a outras medidas:

1. auxílios aos desempregados, por intermédio de subvenções aos Estados locais,
2. anúncio da política de gastos públicos,

3. redes de empréstimos de urgência,
4. compras de produtos agrícolas.

No âmbito bancário, depois do fracasso, no fim de 1931, da *National Credit Corporation*, reagrupamento de grandes estabelecimentos para concederem crédito aos pequenos bancos, o governo Hoover criou, em fevereiro de 1932, a *Reconstruction Finance Corporation*, de capital inteiramente governamental, destinada a conceder adiantamentos a sociedades financeiras em dificuldades. Também flexibilizou a legislação bancária através do *Glass-Steagall Act* de 27 de fevereiro de 1932.

Esses esforços culminaram no *Emergency Relief Act* de julho de 1932. Roosevelt assumirá, em 1933, um país muito empobrecido com a explosão da bolha especulativa.

Ela afetou primeiro o mercado financeiro. Os credores passaram a exigir dinheiro dos seus devedores (especuladores e corretores), mas não recebiam nada mais além de ordens para vender as ações em garantia, cujo valores despencaram.

As falências de sociedades e bancos de investimento sucediam-se: entre 1929 e 1932, houve registros de cerca de 5.000. De um dia para o outro, milhões de poupadores perderam todas as suas poupanças. O *efeito riqueza* dessa crise também perturbou a atividade econômica, influenciando os investimentos das empresas.

Assim, as consequências da *crise financeira* provocaram um *efeito bola de neve*, transformando-se em uma *crise econômica*. Desde o verão de 1929, os atrasos nos pagamentos prevaleceram, em vários setores, como o automóvel e o imobiliário.

Com a quebra do mercado de ações, estes setores tinham muita dificuldade para vender os seus ativos. A produtividade baseava-se na procura contínua, mas, uma vez equipadas de bens de consumo duráveis, tornando-se pauperizadas, as famílias reduziram o consumo.

Esta cautela foi reforçada ainda mais pela desigualdade na distribuição da riqueza. O poder de compra de uma parte da população era insuficiente para perpetuar a prosperidade da década de 1920.

Esta situação fez eventos catastróficos se encadearem sucessivamente: as empresas tinham cada vez menos liquidez para garantir o seu funcionamento, havia declínios de produtividade, faziam cortes salariais e aumentavam as demissões, devido à incapacidade de pagar funcionários. Este *aumento do desemprego* – de 4,5 milhões de desempregados em 1930 para mais de 15 milhões em 1933 – agravou a queda do consumo, bem como provocou um aumento dos estoques de mercadorias invendáveis, levando empresas a declarar falência.

A partir deste momento, toda a população passou a temer pelo seu futuro. Os refeitórios sociais voltaram a ser organizados para alimentar as famílias moradoras de rua. Sem conseguirem pagar as prestações de seus imóveis foram despejadas e seus bens confiscados.

Não tinham outra escolha senão instalar-se em terrenos baldios, onde construíam abrigos improvisados feitos de chapa e papelão. Sua concentração deu origem às favelas, nos Estados Unidos, também chamadas *Hoovervilles*, espalhadas por todo o país.

O presidente republicano, Hoover, não previu a chegada da crise financeira e tampouco a Grande Depressão. Dada sua ideologia conservadora de *laissez faire*, não tinha a intenção de intervir. Justificava-se, por um lado, porque as iniciativas para resolver a crise deveriam partir das autoridades locais e não do governo federal, para não invadir os seus poderes, por outro, porque não queria interferir nas “liberdades individuais”.

Só sob pressão social forneceu subsídios aos agricultores e desenvolveu uma política de obras públicas para empregar uma parte dos desempregados. Depois, instituiu medidas protecionistas com uma lei sobre tarifas aduaneiras, agravando a crise para o resto do mundo.

### Contágio do Resto do Mundo com Efeito Geopolítico

Embora a crise tenha começado nos Estados Unidos, logo depois se internacionalizou e acabou afetando a Europa, a América do Sul e até a Oceania. Poucos países não sentiram os seus efeitos.

Esses movimentos oscilatórios chegaram ao auge durante a crise financeira internacional de 1931. Resultaram na destruição do *padrão de câmbio-ouro*. Três países tiveram, sucessivamente, bancarrotas: Áustria, Alemanha e Inglaterra.

Em maio de 1931, um gigantesco banco austríaco, o *Kredit Anstalt*, criado em 1929 para gerir 70% dos depósitos do país, precisou recorrer a uma ajuda pública internacional. Na Alemanha, todos os bancos fecharam suas portas, em 13 de julho de 1931, para reabrir somente no dia 16, com congelamento dos créditos estrangeiros e constituição de um mercado interbancário, tornando os estabelecimentos interdependentes uns dos outros.

A desconfiança se voltou para a Inglaterra. Apesar de seus esforços em empréstimos internacionais à Áustria e à Alemanha, sua moeda continuava fraca, considerada supervalorizada há muito tempo, e seu estoque de ouro era muito restrito em relação aos dos Estados Unidos e da França.

Um movimento generalizado de venda de libras esterlinas levou à queda do governo trabalhista no dia 24 de agosto de 1931. Em 21 de setembro de 1931, a Grã-Bretanha suspendeu seus pagamentos em ouro e deixou a libra esterlina flutuar.

O declínio do comércio internacional, desde 1930, foi um dos principais vetores da sua propagação para outros continentes. Ao reduzir as suas importações, os Estados Unidos provocaram uma diminuição dos rendimentos dos seus parceiros comerciais e prejudicaram a sua produtividade.

Em consequência, estes países reduziram as suas importações, em um *efeito dominó*. O volume do comércio internacional caiu cerca de 25%, e seu valor diminuiu cerca de 60% entre 1929 e 1932.

Além disso, a aplicação de medidas protecionistas ou a desvalorização de algumas moedas-chaves, como a libra esterlina, foram outros fatores da *internacionalização da crise*.

A deflação consistia em restringir a multiplicação dos meios circulantes com rigorosas economias orçamentárias, reduções autoritárias de preços ou de salários e controle do crédito. Esperava-se com essa ortodoxia econômica pressionar o nível dos preços

internos do país e assim restaurar sua competitividade: era melhor vender ao exterior, resistir a importar os produtos estrangeiros, atrair capitais.

A redução de 10%, ou mais, de todos os salários, e a suspensão de certos pagamentos contratuais levou a uma resposta social violenta. A partir de então, a desvalorização aparecia como a alternativa eficaz e relativamente indolor: baixar a paridade de sua moeda em relação às demais.

Seja deixando-a flutuar, isto é, suas cotações despencarem, seja modificando seu padrão-ouro, acima de tudo, os países visavam uma proteção potencialmente custosa do metal precioso (ouro) nas reservas cambiais. Ambicionavam substituir a deflação interna por medidas a princípio capazes de estabilizar ou sustentar os preços e a atividade do país.

Afinal, as exportações eram estimuladas pela baixa de seu valor em moeda estrangeira, enquanto as importações eram encarecidas. Podia haver inflação por certo tempo, mas a Grande Depressão deflacionária predominaria com a queda dos preços internos.

Na conjuntura dos primeiros anos da crise, dois traços característicos expressavam as desvalorizações. Em primeiro lugar, inúmeras foram forçadas: quando uma especulação esgotava as reservas de um país, esta era a única saída. Em segundo, 49 países exportadores de produtos primários podem ser classificados pela porcentagem, às vezes assombrosa, da baixa de suas exportações em valor de 1928-1929 a 1932-1933.

O Chile teve baixa de mais de 80%, a China de 75% a 80%, Cuba de 70% a 75%, Argentina de 65% a 70%, Brasil de 60% a 65%. Os países latino-americanos tiveram maiores baixas das exportações.

Em seguida, cada decisão de desvalorização da moeda nacional significa a transferência e eventualmente a acentuação das pressões deflacionistas sobre outros países. Terão mais dificuldade ainda em vender e precisarão resistir aos produtos estrangeiros, subitamente, transformados em compras mais baratas.

A desvalorização cambial, sob essa perspectiva, tinha mais sucesso quando acontece cedo e era vigorosa nos países sem estar em bancarrota. Era uma *guerra comercial*, cujas armas eram as depreciações monetárias.

Em plena reconstrução do pós-guerra, a Europa foi um dos continentes mais afetados pela propagação da crise econômica. A República de Weimar (Alemanha), cuja economia e reconstrução se baseavam no financiamento dos Estados Unidos, foi a primeira a sentir os seus efeitos.

Também foi mais afetada, porque, após a quebra da bolsa, o presidente Hoover decidiu repatriar o capital investido na Alemanha, 14 bilhões de dólares. As consequências insustentáveis da crise levaram à eclosão da Segunda Guerra Mundial (1939-1945).

Os bancos alemães, já enfraquecidos pela crise bancária austríaca, tinham muito pouco dinheiro com lastro em ouro à sua disposição. Por isso, a população, cada vez menos confiante, retirava as poucas poupanças restantes antes de uma onda de falências abalar o sistema bancário.

No início de 1932, a situação era catastrófica: as exportações caíram 25% entre 1929 e 1932; submergiu a produção industrial. As falências multiplicaram-se e o número de desempregados chegou aos seis milhões.

Em 1920, pouco após a I Guerra com a retaliação sobre os alemães, tinha sido fundado o Partido Nacional Socialista dos Trabalhadores Alemães, com o militar Adolf Hitler (1889-1945) à frente dos nazistas. Era um partido de extrema-direita, estruturado em torno da propaganda nacionalista em defesa da fictícia "raça pura" ariana, como a raça humana de todos os descendentes de *homo sapiens* tivesse sido dividida.

Defendia a recusa do pagamento de reparações de guerra, a condenação das medidas impostas pelo Tratado de Versalhes, o racismo e o anti-semitismo. Este partido, minoritário na década de 1920, conheceu uma ascensão meteórica no desespero por conta da crise econômico-financeira mundial.

Os nazistas passaram a receber o apoio de grande parte das vítimas da crise e de muitos empresários, estigmatizando os comunistas e os judeus. Responsabilizava-os pela derrota alemã e pela crise como “bodes-expiatórios”.

O oportunismo tirava partido do fracasso das políticas públicas, sem resolver os problemas econômicos, como é praxe até hoje por parte da extrema-direita. Desta forma, o partido venceu as eleições de 1932 e Hitler tornou-se chanceler no fim de janeiro de 1933.

A política externa da Alemanha nazi é explícita: Hitler queria agrupar todas as minorias germânicas em uma Grande Alemanha e depois continuar a sua expansão invadindo territórios ricos. Para atingir os seus objetivos, o Führer restabeleceu o serviço militar e remilitarizou a Alemanha, violando o Tratado de Versalhes. Apesar disso, as democracias europeias não protestaram muito.

Em outubro de 1936, a Alemanha nazista aliou-se à Itália fascista de Mussolini (1883-1945), isolada na Europa após a invasão da Etiópia em 1935, para a criação do eixo Roma-Berlim. O Japão aderiu a esse pacto funesto um mês depois.

A invasão da Polônia fez o Reino Unido e a França declarem guerra ao Eixo. As conquistas territoriais da Alemanha na Europa provocaram indignação, especialmente após a queda de Paris.

Os Estados Unidos continuaram relutantes em interferir diretamente nos assuntos europeus, apesar dos vários ataques navais nazis, limitando-se a fornecer armas primeiro ao Reino Unido e depois à URSS. No entanto, as relações entre Tóquio e Washington deterioraram-se durante esses anos devido à expansão japonesa na Ásia.

Em 1940, a situação atingiu um ponto crítico com o estabelecimento de um embargo comercial contra o império do Japão, decretado pelos Estados Unidos e seus aliados. Entraram em guerra apenas em dezembro de 1941, quando o Japão atacou Pearl Harbor, as Filipinas e a Malásia.

A Segunda Guerra Mundial já estava encerrada, mas como vingança final, os Estados Unidos lançaram duas bombas atômicas sobre Hiroshima e Nagasaki, respectivamente, em 6 e 9 de agosto de

1945. Hitler já tinha suicidado, em 30 de abril de 1945, após atirar contra a própria cabeça, devido à derrota alemã.

### *New Deal*

Como governador, Roosevelt enfrentou rapidamente os efeitos diretos da crise econômica, porque seu estado de Nova Iorque era um dos mais afetados: o desemprego disparou e afetava desde as grandes cidades até às zonas rurais mais remotas. A miséria social e econômica tornou-se onipresente.

Este clima impulsionou toda sua campanha para a eleição e Roosevelt venceu em janeiro de 1931. A singularidade desta campanha estava em seus projetos de combate à Grande Depressão: Roosevelt desejava distanciar-se das práticas dos republicanos através de Hoover, dando prioridade ao enfrentamento dos problemas relacionados com o desemprego.

Em 1930, Roosevelt criou uma comissão de estabilização industrial para lutar contra as demissões e proteger o emprego. Durante o verão de 1931, Roosevelt implementou cinco medidas, aplicadas pelas localidades do seu estado:

1. a criação da Administração Temporária de Assistência de Emergência (TERA), com um orçamento de 20 milhões de dólares para garantir a distribuição de alimentos aos mais necessitados;
2. um aumento de 50% no imposto de renda pago ao Estado de Nova York;
3. o financiamento de obras públicas através de empréstimos trienais contraídos pelas autoridades locais;
4. a melhoria das condições de trabalho, no setor público, com a limitação a cinco dias de trabalho na jornada semanal;
5. a alocação de 500.000 dólares para tirar antigos combatentes da pobreza e permitir-lhes consumir novamente.

Franklin Roosevelt alcançou grande popularidade, durante o seu mandato como governador, sobretudo graças às inúmeras ações

realizadas para combater o desemprego. Então, prometeu o *New Deal* para ajudar o país a sair da crise econômica.

A revogação da Lei Seca também foi uma de suas muitas promessas. Roosevelt simbolizava o ativismo e convencia ao eleitorado graças ao seu carisma, enquanto o presidente da República, Herbert Hoover, e os republicanos sofriam com tremenda falta de credibilidade.

A política do *New Deal*, concebida pelo *Brain Trust*, durante a campanha presidencial, começou no dia seguinte à posse de Roosevelt, quando ele convocou o Congresso para uma sessão excepcional. A sua primeira fase transcorreu entre 1933 e 1935.

Durante os três primeiros meses, após a posse do presidente, os legisladores com maioria democrata aprovaram quinze leis para travar a crise. Este período, mais conhecido como "Cem Dias", lançou as bases do *New Deal* com a intervenção do poder federal em diversos setores da economia.

A primeira medida se referiu ao sistema financeiro. Em 6 de março de 1933, o Governo fechou todos os bancos para trazer ordem ao caos reinante no sistema bancário, restaurar a sua credibilidade e impedir a fuga do ouro do país.

Em 9 de março, o presidente assinou uma lei chamada Lei de Ajuda Bancária de Emergência, permitindo aos bancos solventes reabrirem as suas portas, no dia seguinte, mas os colocando sob o controle do Banco Central. Posteriormente, outras medidas irão fortalecer o sistema financeiro, tais como a distinção entre bancos de investimento e bancos comerciais.

Em janeiro de 1934, em consequência da inflação recente, o dólar sofreu uma desvalorização cambial. Melhorou a situação econômica para exportadores.

Em maio de 1933, o Governo fez a sua primeira intervenção no domínio da agricultura ao aprovar a Lei de Ajustamento Agrícola (AAA). Consistia no aumento dos preços após uma redução da produção e das terras cultivadas. Em troca, os agricultores receberam uma compensação.

Junto com esta medida, a Lei Nacional de Recuperação Industrial, aprovada em junho de 1933, dirigiu-se ao setor industrial para tentar resolver os seus excessos. Neste momento, defendia-se a concorrência leal entre as empresas para evitar falências e os preços eram controlados.

Além disso, as empresas subscreveram um código de boa conduta, adotando melhores condições de trabalho (com salário mínimo e limite de horário máximo), e foi estabelecida a presença de sindicatos. Todas as empresas com adesão à esta decisão marcaram os seus produtos com a águia azul e o lema "Fazemos a nossa parte".

Em maio de 1933, o Congresso criou a Autoridade do Vale do Tennessee (ou TVA). A sua missão baseava-se em extenso programa de planejamento e modificações em cinco estados ao redor do Tennessee entre 1933 e 1939.

Este projeto inovador mobilizou uma grande quantidade de mão-de-obra, incluiu a construção de vinte barragens. Elas duplicaram a produção de eletricidade do país, garantindo a navegação e o comércio no rio e permitiu a industrialização da região.

Para combater o desemprego sem aumentar os gastos federais, o Governo criou o Corpo Civil de Conservação em 31 de março de 1933. O programa oferecia trabalho em meio ambiente de conservação ambiental a cerca de 500 mil jovens desempregados entre 18 e 25 anos entre 1933 e 1942.

O outro grande projeto promovido pelo Congresso em maio de 1933 visava implementar o TERA de Nova York em nível federal sob o nome de *Federal Emergency Relief Administration* (ou FERA na sigla em inglês). Este organismo dispunha de 500 milhões de dólares para fornecer assistência financeira às comunidades locais e ajudava os estados a proporcionar benefícios a pessoas em dificuldades e a criar empregos no sector das obras públicas.

O NIRA também incluía um programa de combate ao desemprego – a Administração de Obras Públicas (ou PWA) – concorrendo com esse programa. Em novembro de 1933, foi criada a Administração de Obras Civis (CWA), com poder de intervir diretamente junto aos desempregados, criando empregos.

A CWA empregou mais de quatro milhões de pessoas, renovou e construiu milhares de quilômetros de estradas, escolas, estádios e muitas outras infraestruturas.

Em meados de 1934, o primeiro impulso do *New Deal* perdeu força, enquanto a situação melhorava lentamente. Nenhuma outra lei importante foi aprovada e o governo suspendeu alguns programas – como o CWA, devido a *suspeitas de corrupção* na primavera de 1934 – enquanto outros foram considerados inconstitucionais pelo Supremo Tribunal, como o NIRA (bloqueado em 1935) e o AAA (interrompido em 1936).

A oposição ao *New Deal* também começava a surgir dentro de vários movimentos. Paradoxalmente, o antigo presidente não hesitava em descrever essas medidas como fascistas e afirmar o *Brain Trust* obedecer à ideologia comunista. Apesar de tudo isto, o governo democrata via a necessidade de continuar com as reformas.

Após o cancelamento e encerramento de alguns programas, surgiu a necessidade de encontrar novas soluções para combater a crise: nesse momento, foi lançada a segunda fase do *New Deal* de 1935 a 1938. As reformas progressivas do início de o *New Deal* já não eram suficientes, por isso, o governo decidiu adotar medidas qualificadas de liberais, mas, na realidade, muito próximas das ideologias de esquerda.

Em abril de 1935, a *Works Progress Administration* (ou WPA) foi criada para substituir a CWA, dissolvida alguns meses antes. Seu funcionamento foi semelhante.

Além disso, dispunha de mais recursos e empregava oito milhões de pessoas nos setores das obras públicas, construção e cultura. Paralelamente, a independência dos sindicatos foi estabelecida, apesar da oposição violenta, graças à adoção no Congresso da Lei Nacional de Relações Trabalhistas (ou NLRA, na sigla em inglês), substituindo as disposições revogadas do NIRA.

Este período é também caracterizado pelo progresso social com a introdução de subsídios de desemprego e direitos possíveis de ser reclamados por quem já trabalhou e foi despedido. Com o impulso do secretário do Tesouro e do diretor do Federal Reserve, o Congresso aprovou reformas, por um lado, prevendo uma reforma fiscal para

estabelecer maior justiça social e, por outro, contemplando o aumento dos poderes do Banco Central para facilitar o financiamento das despesas federais.

O ano seguinte foi marcado pelos ataques do Supremo Tribunal às disposições do *New Deal*. A AAA foi declarada inconstitucional e, para dar continuidade a esta medida, o Governo atribuiu benefícios já sem o objetivo de reduzir a área arável, mas destinadas a incentivar a exploração agrícola.

Apesar dos múltiplos ataques dos republicanos, sempre denunciando ser uma política próxima do comunismo, Roosevelt foi reeleito para um segundo mandato presidencial em novembro de 1936.

Após esta reeleição, o presidente empreendeu uma cruzada contra o Supremo Tribunal. O conservadorismo deste continuou a invalidar certas decisões. Buscou modificar o número de juízes, em todos os tribunais, e nomear pessoas favoráveis às suas políticas liberais no Supremo Tribunal.

Esta *batalha jurídica* chamou a atenção, durante grande parte de 1937, em detrimento das condições econômicas. Elas pareciam melhores.

Sob pressão dos conservadores, e enquanto a situação melhorava, o Governo reduziu as suas despesas federais através de cortes orçamentais no financiamento do WPA. Estas levaram ao desemprego de mais de um milhão de trabalhadores, enquanto as decisões do Banco Central provocaram um aumento dos juros dos empréstimos.

As consequências não demoraram a chegar: as empresas reduziram os seus investimentos e os preços caíram. O país entrou novamente em uma recessão inesperada.

Durante a primavera de 1938, os Estados Unidos voltaram a ter uma taxa de desemprego de 20%. A recaída se devia aos cortes feitos para reduzir o déficit orçamentário da União.

Nessa altura dos acontecimentos, as teorias de John Maynard Keynes (1883-1946) já alcançavam uma reputação cada vez maior – e o próprio Roosevelt, depois de conversar com ele, também acabou

convencido dos seus argumentos. A manutenção de um orçamento equilibrado deixou de ser uma das suas prioridades, porque o governo norte-americano necessitava sim aumentar os gastos federais para relançar o consumo, em particular, através da concessão de grandes fundos ao WPA e ao PWA.

A recuperação econômica ocorreu, rapidamente, mas a taxa de desemprego continuou elevada. Em 1939, havia nove milhões de desempregados.

O desemprego não diminuiu, significativamente, até o ano seguinte, quando o país começou a produzir armas para o Reino Unido e depois para uso próprio. Em 1941, baixou a apenas 5,5 milhões de desempregados.

### Em resumo

Em síntese, a Grande Depressão econômica da década de 1930 passou a ser apenas uma memória distante diante da terrível lembrança da guerra recém-encerrada. A produção necessária para as operações militares tirou a economia americana da crise, aumentou a necessidade de mão-de-obra e levou, em 1945, os Estados Unidos se tornar a maior potência econômica do mundo.

A produção de equipamento de guerra, primeiro para os Aliados e depois para preparação para a guerra, tornou-se a prioridade dos Estados Unidos e revelou-se benéfica para combater o desemprego e para reativar a economia. Os programas de armas, durante o conflito, levaram as fábricas a produzirem mais de 171 mil aeronaves, 90 mil tanques, 1.200 navios de guerra, 320 mil canhões, 4 milhões de toneladas de munições e 15 milhões de armas.

Alguns setores produtivos, inclusive a agricultura, prosperaram durante a guerra. No setor industrial, o pós-guerra foi caracterizado por inovações tecnológicas, como o *nylon* e os materiais plásticos, e pela recuperação dos setores de atividade, criados durante a década de 1920.

Este período também foi caracterizado pela continuação de algumas ações realizadas por Roosevelt. Truman desenvolveu programas "keynesianos" como objetivo garantir o pleno emprego, aumentar os salários mínimos, melhorar a segurança social etc.

Tinha de assegurar a transição de uma *economia de guerra* para uma *economia de paz*, diante da magnitude da desmobilização. Entre 1945 e 1946, o número de soldados caiu de 12 para 3 milhões.

Para garantir a sua reintegração na sociedade, o governo federal empenhou-se em encontrar-lhes emprego. Em junho de 1944, promulgou a *G. I. Bill of Rights*, uma lei com uma série de disposições e ajuda financeira para eles.

## Capítulo 2 – John Maynard Keynes

### Tratado pela Reforma Monetária

Quando John Maynard Keynes (1883-1946) começou sua carreira profissional como economista, a Teoria Quantitativa da Moeda era exposta de duas maneiras. Uma era a versão transacional de Irving Fisher, outra era o enfoque de saldos monetários de Cambridge, desenvolvido por Alfred Marshall, professor de Keynes.

Ele usou ambas em suas aulas, até a Primeira Guerra Mundial, pois achava tratar-se, essencialmente, da mesma proposição. A Equação de Trocas de Fisher ( $MV = PT$ ) estabelecia, em qualquer período, a quantidade de moeda ( $M$ ) multiplicada por sua velocidade da circulação ( $V$ ) – o número médio de uma unidade monetária gasta por período – ser igual ao preço médio de cada transação ( $P$ ) multiplicado pelo número total de transações ( $T$ ). Esta identidade contábil, verdadeira por definição, significa a tautologia: *o valor do gasto é igual ao valor comprado*.

Três proposições tornam a Equação de Trocas uma Teoria do Nível Geral dos Preços.

*Primeira:* a causalidade vai da moeda para os preços.

*Segunda:* a velocidade da circulação da moeda é determinada independentemente da oferta da moeda pelo nível de renda da comunidade e seus hábitos de pagamentos.

*Terceira:* o volume de transações é determinado de forma independente da quantidade de moeda por variáveis “reais ou produtivas”.

A partir dessas proposições, quaisquer mudanças na quantidade de moeda levam a variações proporcionais no nível de preços.

Defendi, em 1994, em minha tese de Livre-Docência “Por uma Teoria Alternativa da Moeda”, postulados opostos serem teoricamente válidos. São os seguintes postulados.

*Postulado da Velocidade Variável:* a decisão do agente econômico em ativar moeda ociosa ou fazer inovações financeiras

gera instabilidade da velocidade de circulação da moeda. Logo, ela oscila de acordo com a acomodação da oferta monetária às variações de transações, afetadas pela volatilidade da taxa de juro.

*Postulado da Validação:* a elevação do nível geral de preços exige uma validação monetária. Só então o *mark-up* será efetivado, ou seja, a decisão de gasto se depara com a preferência pela liquidez do comprador. A variação inflacionária provoca variações na demanda por moeda, expressas por *desmonetização* ou *remonetização*.

*Postulado da Não-neutralidade da Moeda:* há o mecanismo de transmissão indireto, onde a oferta monetária se correlaciona com a taxa de juro e esta afeta as transações via custo de crédito ou custo de oportunidade. Haverá mecanismo de transmissão direto apenas no caso de diferimento de gastos por motivo de retenção de moeda inativa.

*Postulado da Oferta da Moeda Endógena:* não há oferta de crédito efetiva sem haver demanda por crédito, esta só efetiva uma oferta de crédito via contratação. É dependente da relação entre *risco do credor* e *risco do devedor*. Logo, oferta de moeda efetivamente em circulação e demanda por crédito são interdependentes através de uma relação de débito e crédito.

*Postulado de uma Teoria de Fixação de Preços:* variações de *mark-up* provoca uma dispersão de preços relativos com determinados preços rígidos para baixo. Logo, há variações do nível geral de preços por as variações na demanda nominal por moeda serem sancionadas por variações na oferta monetária.

A versão marshalliana de *saldos monetários* ( $M = kPT$ , onde  $k$  é a fração da riqueza ou da renda da comunidade) defendia, em média, a porção retida em moeda durante cada período era a recíproca da velocidade da circulação da moeda ( $V$ ). Não enfatizava o gasto da moeda, mas sim o papel da moeda como pouso temporário de poder de compra entre os atos de vender e comprar. Destacava, então, a função *reserva de valor* na moeda.

Keynes, equivocadamente, via a Teoria Quantitativa da Moeda não só como um exercício lógico, mas também como um conjunto de hipóteses realistas sobre o mundo real. Aceitava-a em ambas as versões, embora reconhecesse as flutuações dos preços poderem ter

efeitos temporários na *velocidade da circulação da moeda*, sendo esta institucionalmente determinada, e no *estado dos negócios*.

O nível de preços equilibraria a demanda com a oferta de moeda, sob o padrão-ouro. Seria dependente dos bancos e da reserva em ouro.

A reforma monetária pregada visava a redução da influência do ouro na oferta de poder de compra, pois seu valor em longo prazo era sujeito a condições não reguláveis pela Autoridade Monetária no mercado de ouro. Tecnicamente, a quantidade de ouro monetário não era uma variável exógena.

O economista sueco Knut Wicksell, em seu livro *Juros e Preços*, publicado em alemão em 1898, já defendia o padrão monetário internacional ideal ser o fiduciário, possibilitando aos Bancos Centrais o controle sobre a oferta da moeda. O ponto central da argumentação de Wicksell contra o padrão-ouro era ele impedir os Bancos Centrais de ajustar a *taxa de juros de mercado* às variações da *taxa natural*, situação na qual ocorreria *equilíbrio monetário* pelo ajuste do investimento à poupança, constatada *ex post*, isto é, após os fatos transcorridos.

Keynes só percebeu esse raciocínio na década de 1930 com a emergência da Escola de Estocolmo. Seus planos sucessivos para moedas administradas mantiveram o papel de "monarca constitucional" para o ouro como fundamento de um sistema de ancoragem cambial e salvaguarda essencial como inflação.

A teoria monetária de então passou a dar ênfase, progressivamente mais acentuada, ao papel da política bancária na determinação da oferta da moeda. Passou da influência dos movimentos do ouro sobre os preços para a dos fluxos de crédito. A Teoria Quantitativa *da Moeda* se transformou em uma Teoria Quantitativa *do Crédito*.

Os bancos podiam emprestar aos empresários sem tomarem o equivalente depositado dos poupadores. Os quantitativistas acusavam a criação de crédito por ser uma fonte independente de inflação. Keynes dizia: "quando o investimento 'corre na frente' da poupança, tem de haver uma depressão para possibilitar a poupança o alcançar".

Ele acreditava o Banco Central ter os meios para *regular o ritmo de criação de crédito pelos bancos comerciais*. Desse modo, a existência de moeda de crédito não apresentaria perigo à sua capacidade de controle exógeno da oferta de moeda.

Uma crise financeira poderia ser afastada pelo Banco Central através de *compra de títulos de dívida pública em posse do mercado*. Sua função de “emprestador em última instância” do sistema bancário era uma ideia bem-aceita desde a obra clássica de Walter Bagehot, *Lombard Street*, publicada em 1870.

Keynes identificava a inflação como um mecanismo pelo qual um governo necessitado ser muito fraco politicamente para tributar e transferir recursos para si. A emissão excessiva de papel-moeda decorreria de a escala do gasto público estar além do possível do governo pagar seus compromissos por meio de impostos e endividamento público. Dada essa necessidade social, inclusive por causa de “economia de guerra”, seria impossível regular a oferta de moeda enquanto isso ocorresse.

O argumento keynesiano no livro *Tratado sobre a Reforma Monetária*, publicado em 1923, consistia em as flutuações do valor da moeda acarretarem flutuações em curto prazo nos negócios por alterarem a participação relativa das diferentes classes de renda, perturbando as expectativas até então assentadas. Preços declinantes seriam prejudiciais ao emprego tanto porque os salários nominais são rígidos à baixa, quanto porque deprimem as expectativas sobre as receitas de venda.

Pregava ser pior, em um mundo empobrecido, provocar desemprego em vez de desapontar os rentistas. Essa *combinação de argumentos institucionais e teóricos*, segundo seu biógrafo Robert Skidelsky, era típica de Keynes.

Dizia a estabilidade dos preços ser necessária à previsibilidade dos contratos. Esta condição estava relacionada à estabilidade econômica. Achava: “a reforma monetária era um antídoto contra a revolução social”.

Quatro pontos foram de maior interesse no *Tratado*.

Primeiro, o ataque de Keynes à política de retorno ao padrão ouro – *este deveria ter um fim*.

Segundo, pensava a estabilidade dos preços só ser alcançada por meio da política monetária ao se *conter as finanças públicas inflacionárias*.

Terceiro, tinha uma visão abrangente e não restrita da moeda, pregando *o controle da criação de crédito*.

Finalmente, era a favor de uma *administração discricionária*, rejeitando o estabelecimento de qualquer regra para a oferta de moeda. Isso seria impróprio para *o controle do ciclo de crédito*.

Os bancos poderiam emprestar mais ou menos em relação à poupança do público. A função da política monetária seria manter os empréstimos bancários no nível das intenções do público de poupar. A inflação ou a deflação de crédito faria o investimento divergir da *poupança voluntária*.

A *doutrina da poupança forçada* foi adaptada à ideia de o gasto público adicional elevar o nível geral de preços e forçar a queda real do consumo por elevar os requisitos de saldos monetários, para pagamentos, diante de dado volume de bens.

## Tratado sobre a Moeda

Esta obra de John Maynard Keynes (1883-1946), em dois volumes, foi publicada em outubro de 1930. É considerada mais simples e direta em relação ao livro *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, publicado em 1936.

O *Tratado sobre Moeda* se subdivide em sete Livros/Partes, dos quais quatro compõem o primeiro volume, relativo à Teoria Pura da Moeda e três o segundo, intitulado Teoria Aplicada da Moeda. Compreendem:

- Livro Primeiro: três capítulos sobre a Natureza da Moeda;
- Livro Segundo: três capítulos sobre o Valor da Moeda;
- Livro Terceiro: seis capítulos sobre as Equações Fundamentais do Sistema Monetário;

- Livro Quarto: sete capítulos sobre a Dinâmica do Nível dos Preços;
- Livro Quinto: cinco capítulos sobre os Fatores Monetários das Flutuações dos Ciclos de Conjuntura;
- Livro Sexto: quatro capítulos sobre as Flutuações da Taxa de Investimento;
- Livro Sétimo: oito capítulos sobre a Administração dos Sistema Monetário Nacional e Internacional.

Nesse seu livro, *Tratado sobre a Moeda*, Keynes chegou à conclusão inédita de *a poupança não ser necessariamente igual ao investimento*. Este constitui a variável-chave para garantir o pleno emprego dos fatores de produção, em especial, da força de trabalho.

Ele tentou integrar a análise da poupança e do investimento à da Teoria Quantitativa da Moeda. Deduziu a validade de tentar superar o desemprego por meio de obras públicas financiadas por endividamento público.

Antes, economistas ortodoxos defendiam, dada uma oferta de moeda fixa e exógena, qualquer empréstimo levantado pelo governo para obras públicas excluiria um montante equivalente do gasto privado. O emprego só poderia aumentar pela expansão do crédito tomado dos bancos. Seria a expansão creditícia o relevante – e não as obras públicas.

Criticavam Keynes por defender uma explícita *inflação de crédito*, inconsistente com a manutenção do padrão-ouro. Criar mais moeda seria vedada por esse padrão monetário, logo, a elevação do gasto público se daria à custa de diminuição do gasto privado.

Ao argumento do Tesouro Nacional não dispor de poupança para financiar o investimento suplementar, Keynes replicou: isso seria válido somente sob a hipótese de pleno emprego de todos os recursos. Entre os recursos não empregados incluíam-se as poupanças ainda não materializadas, devido à falta de prosperidade.

Keynes argumentou: as perdas nos negócios, causadas pela recessão, tornavam inferiores as poupanças da Nação, em vez de os empresários obterem lucros normais. Qualquer política, inclusive a de

um programa de empregos públicos, financiado por *endividamento público*, caso conseguisse restaurar o nível “normal” da renda, criaria depois a poupança correspondente ao financiamento da inversão.

Os efeitos do gasto suplementar do governo na criação de emprego não se limitariam àqueles diretamente empregados nos projetos governamentais. Para cada pessoa empregada na construção de uma estrada ou de uma casa, pelo menos uma outra seria ocupada na produção de insumos requeridos para tais finalidades.

O poder de compra adicional, assim gerado, atuaria como uma força cumulativa na atividade comercial, tornando os efeitos sobre o emprego de um determinado gasto de capital muito superiores em comparação aos efeitos diretos supracitados. O *multiplicador do emprego*, desenvolvido por Richard Kahn, em 1931, foi a tentativa de mensuração desses efeitos cumulativos.

O livro *Tratado sobre a Moeda* oferece uma percepção institucional dos mercados financeiros de crédito e moeda com formulações teóricas fundamentais. Segundo seu biógrafo Robert Skidelsky, “é um livro difícil de ser sumarizado”.

Sua *proposição teórica central* afirma a poupança e o investimento serem efetivados por duas classes distintas de pessoas com motivações diferentes. Não haveria, em uma economia monetária de crédito, qualquer mecanismo automático para os equiparar.

Haveria uma taxa de lucro relativa ao capital, chamada por Knut Wicksell de *taxa natural*, e uma taxa de juro sobre empréstimos, denominada de *taxa de mercado*. Esta, cobrada pelos *emprestadores*, poderia ser maior ou menor diante da taxa de lucro esperada pelos *investidores na produção*. Existiria a possibilidade de nem toda a renda auferida ser gasta pelos consumidores ou investidores.

Logo, o único mecanismo equilibrador possuído por uma economia monetária de crédito seria a *política bancária*. Se, sob o padrão-ouro, o Banco Central estivesse impedido de fixar uma taxa de juro bancária baixa o suficiente de modo o nível do investimento

corresponder àquilo desejado pela comunidade de poupar, conseqüentemente, haveria um desemprego em massa.

Keynes mudou sua ênfase do estoque de moeda para os fluxos de gastos. A insuficiência de gasto em investimento em relação à taxa de poupança ocasionaria tanto a queda do nível de preços quanto o desemprego de pessoas.

Fundamental em termos de Psicologia Econômica foi a ruptura dele com visão neoclássica de a poupança constituir uma via automática para o investimento. Ele negou a relevância da "teoria da abstinência" para o progresso econômico.

Os moralistas puritanos imaginavam a riqueza mundial acumulada ter sido penosamente constituída pela abstinência voluntária dos indivíduos dos prazeres do consumo, chamada de *frugalidade*. Na verdade, seriam os empreendedores com iniciativas, inclusive os públicos, os capazes de construir e acumular a riqueza no mundo.

Com os negócios em marcha não importa o acontecido com a parcimônia. Da mesma forma, caso os negócios estiverem paralisados, a riqueza diminui, não importando a frugalidade aumentar ou não. O motor de expansão das empresas não é a contenção, mas sim o lucro.

Infelizmente, em 1930, Keynes ainda tentava usar a Teoria Quantitativa da Moeda para explicar flutuações no nível da atividade. Embora estivesse interessado em mostrar como uma recessão poderia surgir caso a taxa de juro não pudesse cair, o foco foi colocado nas *variações do nível de preços* – e não nas *variações do produto e do emprego*.

Os três conjuntos de definições relevantes eram:

- (a) a renda monetária da comunidade (custos de produção);
- (b) os lucros, definidos como a diferença entre os custos de produção e os preços de venda, excluídos os rendimentos pagos aos empresários;
- (c) a poupança, definida como uma parcela da renda normal da comunidade não usada no consumo.

Excluir os lucros ou os prejuízos extraordinários da renda visava isolar a variável determinante da contração e da expansão do produto.

Tal intenção causou definições não operacionais de renda e poupança e provocou muitos desentendimentos a respeito de sua constância apesar de variações dos lucros. A ideia de a poupança agregada “correr à frente” ou “ficar atrás” do investimento depende inteiramente da forma como a renda e a poupança são definidos.

Seu enfoque tortuoso objetivava enfatizar um ponto-chave: se o montante desejado de ser poupado pelas pessoas exceder o investimento, a economia como um todo entraria em depressão, mesmo caso algo acontecesse em paralelo para elevação da rentabilidade do investimento. A transferência requerida do gasto em consumo para o investimento não se daria automaticamente, dependeria se a rentabilidade antecipada (expectativa) do investimento se elevaria ao longo do tempo (ou não) ou se a taxa de juro estaria em queda.

A depressão aconteceria quando o incentivo para adquirir bens de capital não fosse suficiente para absorver a taxa de poupança correspondente ao nível de renda normal. Seria o caso se a taxa de lucro esperada (*taxa de juro natural*) estivesse abaixo da *taxa de juro do mercado*, determinada pelo sistema bancário.

Keynes aplicou a análise de incerteza a um conjunto específico de preços: o dos bens de capital. Seriam as *oscilações da taxa natural de juros*, dependentes das expectativas voláteis, diante da *taxa de juro do mercado*, determinada pelas práticas bancárias, as explicações para os ciclos de negócios *a la* Knut Wicksell.

O *Tratado sobre a Moeda* contém a primeira exposição de Keynes sobre a psicologia do mercado de ações. Parte das poupanças seria retida para fins de especulação devido à incerteza quanto ao valor futuro dos ativos de capital.

Caso houvesse expectativa de alta das cotações na bolsa de valores, as poupanças seriam redistribuídas com mais entesouramento em ações e menos em juros pagos em títulos de dívida pública ou direta – e vice-versa caso esperasse um mercado baixista.

Quando a maioria dos especuladores fosse composta por “touros” (*otimistas*), confirmaria um *boom*. Quando predominassem “ursos” (*pessimistas*), haveria um *crash*.

No *Tratado*, Keynes identifica um *motivo especulativo*, para a retenção de saldos monetários, enquanto se aguarda acontecimentos incertos. Só se transformou na teoria keynesiana da preferência por liquidez na *Teoria Geral*, livro publicado em 1936.

O hiato entre investimento e poupança poderia ser superado por meio da diminuição da taxa de juro de mercado, mas o padrão-ouro impedia essa solução. Em uma economia aberta, sob câmbio fixo, a taxa de juro tem duas funções muitas vezes incompatíveis: regular o investimento e administrar o balanço de pagamentos.

Se houvesse remessa de poupança para o exterior (superávit no balanço de transações correntes), haveria exportação de ouro a ser neutralizada com a disparidade entre a taxa de juro interna e a internacional. Consequentemente, elevaria o custo doméstico de capital.

O efeito da taxa de juro bancária mais elevada seria o declínio dos salários (renda nacional), melhorando a relação câmbio/salário e elevando o superávit comercial. A exposição da inconsistência dessa política econômica tornou-se um clássico, mas Keynes ainda tinha em mente um modelo de ajuste do nível de preços em vez do produto como ele apresentaria mais adiante na *Teoria Geral*.

## Resumo do Essencial do Tratado da Moeda

O biógrafo de John Maynard Keynes, Robert Skildesky, resume o essencial do seu livro publicado em 1930. Ele ainda estava dependente, na sua teorização, da Teoria Quantitativa da Moeda e com o sistema walrasiano de equilíbrio geral.

Essencialmente, ele estabeleceu um *modelo de equilíbrio ideal*, demonstrado nas Equações Fundamentais. Depois passou a maior parte do livro a explicar por qual razão as condições para a obtenção dessa posição ideal raramente acontecem na prática.

Havia uma diferença sutil em relação à Economia Normativa (“o que deveria ser”). Na realidade, Keynes praticava a Economia Positiva (“o que é”) e confronta-a com a Teoria Pura como um pré-requisito para tomar corretas *decisões práticas*. Estas exigiam localizar e datar as circunstâncias e os fatores socioeconômicos e políticos influentes.

Afinal, ele era filho de John Neville Keynes (1852-1949), “o pai do Método de Análise Econômica” com sua obra clássica *The Scope and Method of Political Economy* (1891). Seu pai dividiu a economia entre Economia Positiva (o estudo de *o que é a economia*, e quais são as aplicações da Ciência Econômica), Economia Normativa (o estudo sobre *o que ela se tornará*, ou seja, *o futuro da economia*), e a Arte da Economia (Economia Aplicada ou Economia Avançada).

Há uma certa dubiedade ao se referir sem precisão à *economia* (atividade econômica em minúscula) e *Economia* (Ciência Econômica em maiúscula), precisão feita por mim para meus alunos e leitores. Na Arte da Economia, as lições aprendidas na Economia Normativa e os seus objetivos são os determinantes das ações dessa classe de Economia capaz de fazer *o que realmente ela é ou será*.

Neville Keynes sintetizou a *razão dedutiva* e a *razão indutiva* como soluções para o *Methodenstreit*. Esta Disputa de Métodos aconteceu em meios acadêmicos na área da Macroeconomia de língua alemã, sobretudo nas décadas de 1880 e 1890, opondo a chamada Escola Austríaca e a Escola Historicista alemã.

Enquanto a primeira atribuía ao comportamento econômico implicar um sistema social constituído por indivíduos movidos por interesses próprios, ou seja, Ação Humana, a segunda considerava os indivíduos formarem grupos, nações, com objetivos e interesses.

As *ideias austríacas* enfatizavam o indivíduo como protagonista e principal agente do processo econômico, e um sistema livre de preços relativos, capaz de permitir o funcionamento dos mecanismos de ajuste e equilíbrios dos mercados. As *conclusões historicistas dos alemães* caminhavam em direção oposta, propondo a intervenção do Estado por meio de políticas governamentais.

É evidente John Maynard Keynes ter evoluído do *método dedutivo-racional* do *mainstream* ortodoxo para o *método indutivo-histórico* dos questionadores heterodoxos.

No *Tratado da Moeda*, fez uma exploração das forças geradoras do desequilíbrio, em especial, o “ciclo de crédito” propiciado por um sistema bancário, fora de consideração pelo *mainstream*. Propôs a intervenção do Estado por meio da política monetária, necessária para alcançar a “estabilidade do poder de compra”, ou seja, ainda desconhecia uma Teoria Alternativa da Moeda.

Infelizmente, o método convencional envolveu Keynes na tentativa de explicar as alterações na produção em termos da lógica da Teoria Quantitativa da Moeda, a qual excluía tais alterações por suposição de “dado Q” (quantidade ou volume de produção). Keynes ficou subordinada a essa teoria ortodoxa, não porque acreditassem os preços mudarem proporcionalmente à oferta da moeda, mas porque queria manter para o dinheiro um “papel-chave na terapia econômica”.

Como Schumpeter apontou bem: “quem trata M [oferta de moeda] como uma variável independente [*não endógena*, ou seja, criada pelas forças do mercado], inevitavelmente presta algum tributo à Teoria Quantitativa da Moeda”.

Os principais pontos fortes do *Tratado da Moeda* foram os seguintes.

Primeiro, a sua *compreensão detalhada do sistema financeiro*, da sua psicologia e das suas instituições.

Segundo, a discussão mais extensa de Keynes sobre *as possibilidades e as limitações da política monetária*, incluindo a agora chamada de “flexibilização quantitativa” ou “afrouxamento monetário”.

Terceiro, em contraste com a *Teoria Geral* (posterior), apresentou uma *Macroeconomia Aberta*, uma economia com abertura externa para o comércio mundial e as finanças internacionais.

Keynes fez um relato estilizado do problema especial de manter o pleno emprego em um país no qual as taxas de juro são forçadas a elevar pela necessidade de defender uma moeda sobrevalorizada.

Isto sem os salários serem forçados a baixar para restaurar as exportações e os lucros. Nesse caso, muito provavelmente, ele se encontraria em uma *armadilha de baixo emprego ou desemprego perene*.

Sua demonstração continuou relevante para a política econômica em qualquer país com um *regime de taxa de câmbio fixa*. Nessas circunstâncias, a política fiscal cumpriria o papel-chave para a recuperação econômica.

Ele expôs também sua Teoria da Moeda e Crédito. O dinheiro passaria a existir não pela cunhagem de moedas ou pela impressão de notas pelo Banco Central, mas sim pelos bancos concederem, *ativamente, empréstimos criadores de depósitos*. Em um sistema bancário "fechado", os depósitos criados, *ativamente*, pelo crédito de um banco resultariam inclusive em depósitos captados, *passivamente*, por outros bancos.

John Maynard Keynes ressaltou, antecipando a Hyman Minsky, o sistema bancário teria uma "instabilidade inerente". Afirmou: "qualquer evento com tendência a influenciar o comportamento da maioria dos bancos não encontraria resistência e seria capaz de desencadear um movimento violento de todo o sistema".

Por isso, seria tarefa do Banco Central apoiar-se *contra qualquer tendência cumulativa*: "é o maestro da orquestra e define o ritmo". Infelizmente, o *Tratado da Moeda* ainda segue através de um "argumento muito longo sobre a forma como a criação de depósitos bancários pelo sistema bancário está relacionada com o nível de preços".

Partindo de uma posição na qual o emprego e os lucros das empresas são "normais" e a poupança é igual ao investimento, a economia expande-se quando os lucros (reais ou previstos) aumentam e contrai-se quando estes diminuem. Estas mudanças nos lucros reais ou previstos são normalmente desencadeadas por movimentos reais ou previstos dos preços dos ativos.

Um aumento na rentabilidade prevista de novos investimentos desencadeia um aumento no preço dos bens de capital, em chamada "inflação de capital", seguido por um aumento emprego e um

aumento no índice de preços no consumidor, chamada de “inflação corrente” de bens e serviços, inclusive matérias-primas.

A inversão do ciclo de expansão é precipitada por um declínio nas expectativas de lucro. Leva à “deflação” do capital e depois das mercadorias, constituindo o conjunto o “ciclo de crédito”. A tarefa do Banco Central seria “manter o equilíbrio” (outra amarra conceitual ortodoxa), garantindo os negócios continuarem normalmente rentáveis.

Na verdade, Keynes usa a teoria de Knut Wicksell ao atribuir à Autoridade Monetária a tarefa experimental (tentativa-e-erro) de manter a *taxa de juro do mercado* no nível da hipotética *taxa natural*. Esta, segundo a Escola de Estocolmo, composta por discípulos de Wicksell, seria aquela taxa constatada somente *ex post* ter sido paga aos empregadores para fornecerem um volume de emprego “normal” ou de “equilíbrio monetário” sem inflação.

As Equações Fundamentais são apresentadas não a partir do estoque dado de moeda, conforme a Teoria Quantitativa da Moeda, mas a partir do fluxo de rendimentos direcionado para a compra de bens de consumo e bens de investimento. Estes fluxos resultam em dois níveis de preços – de bens de consumo e de bens de investimento.

Essa estabilidade no nível de preços no consumidor dependeria da proporção entre poupança e rendimento ser igual ao montante do investimento. Qualquer desigualdade entre ambos eleva ou declina o nível de preços.

Como Keynes define os lucros ou as perdas como líquidos diante do rendimento, a desigualdade entre poupança e investimento representa lucros ou perdas. Este é o “modelo” do *Tratado da Moeda*, segundo Skildesky, mas ele ressalva: “tal como acontece em muitas óperas mal construídas, a ação decorre fora do palco, pois o nível de preços do investimento depende de um conjunto diferente de considerações”.

Por isso, é necessário a partir deste ponto retomar a primeira exposição keynesiana do “ciclo de crédito”.

## Teoria do Ciclo de Crédito ou Dívida

Quando uma pessoa decide qual proporção do seu rendimento monetário deve poupar, ela escolhe entre o consumo presente e a propriedade futura de alguma riqueza. Caso decida a favor do consumo, deve necessariamente comprar bens – e não guardar dinheiro.

Caso decida a favor da poupança pessoal, ainda lhe resta uma decisão adicional a tomar: possuir riqueza mantendo-a sob a forma de dinheiro (ou depósitos com liquidez), ou sob outras formas de transferir seu dinheiro próprio para uso por terceiros, ou sob forma de capital real através da posse de ações.

Essa segunda decisão pode ser convenientemente descrita como a escolha entre “acumular” e “investir”. Alternativamente, é a escolha entre “depósitos bancários”, “títulos de dívida” ou “direitos de propriedade”.

A decisão quanto ao volume de poupança considera também a decisão relativa ao volume de novos investimentos. Ambas se referem inteiramente às atividades correntes.

Mas a decisão quanto à detenção de depósitos bancários ou títulos relaciona-se não apenas com o aumento da riqueza dos indivíduos, mas também com todo o estoque (saldo) do seu capital existente. Quando o aumento representa apenas uma proporção insignificante, percentualmente, do estoque de riqueza existente, costuma ser visto como uma questão menor, mas a disciplina no planejamento do enriquecimento pessoal é fundamental.

Quando uma pessoa está mais disposta a manter a sua riqueza sob a forma de depósitos de poupança e menos disposta a mantê-la sob outras formas, isso não significa estar determinada a mantê-la sob a forma de depósitos a todo custo. Ela favorece mais esses depósitos a depender do nível de preços existente de outros títulos ou ações.

Sua aversão por outros títulos ou ações não é absoluta e depende das suas expectativas quanto ao retorno futuro a ser obtido dos depósitos com liquidez, de outros títulos com renda fixa ou de ações com renda variável. Obviamente, esta decisão é afetada pelos

preços destes últimos e pela taxa de juros recebida pela poupança convencional.

No entanto, o sistema bancário pode funcionar no sentido oposto ao desejado pelo público, satisfazendo a preferência deste último pelos depósitos de poupança, mas comprando os títulos ou as ações, os quais o público está menos ansioso por reter. Cria como passivos de sua carteira de títulos os depósitos adicionais pelos quais o público está mais ansioso por manter.

Para tanto, não há necessidade de o preço dos investimentos (cotações das ações) cair ou ocorrer uma alta dos juros – e consequente queda dos preços de títulos de dívida pública ou privada. Keynes desse raciocínio deduz: o preço real dos investimentos é o resultado do sentimento do público e do comportamento do sistema bancário.

Sugere o nível de preços dos investimentos como um todo e, portanto, de novos investimentos, ser aquele nível de preços no qual o desejo do público de manter depósitos de poupança é igual ao montante de depósitos, criado pelo sistema bancário em várias rodadas de “empréstimos criadores de depósitos”.

A atratividade do investimento depende do rendimento prospectivo, antecipado pelo empresário devido ao seu investimento atual, relativamente à taxa de juro necessária de pagar para financiamento de sua produção. Isso, hoje, é chamado de *alavancagem financeira*.

Dito por Keynes, o valor dos bens de capital depende da taxa de juro à qual o rendimento futuro deles é capitalizado. Quanto mais alta a taxa de juros, mais baixo, mantendo-se iguais todas as outras condições, será o valor dos bens de capital.

A taxa de poupança, por sua vez, é estimulada por uma alta taxa de juros e desencorajada por uma taxa baixa. Portanto, um aumento na taxa de juros tende, mantendo-se iguais todas as outras condições, a fazer a taxa de investimento, medida pelo seu valor ou pelo seu custo, diminuir relativamente à taxa de poupança. Desse modo, o nível de preços tende a cair.

Seguindo Wicksell, a taxa de juros capaz de fazer a diferença entre poupança e investimento ser zero é chamada de *taxa natural de juros*. Quando se constata (*ex post*) a taxa de controle da inflação realmente ter prevalecido, a *taxa de mercado* era igual àquela!

Como a produção leva tempo, os empresários terão de ser capazes, no início de um período de produção, de prever a demanda efetiva por seu produto no fim deste período de produção. O lucro ou a perda prevista em novos negócios – e não o lucro ou prejuízo real dos negócios recém-concluídos – os influencia na decisão da escala na qual produzirão e nas ofertas a serem feitas aos fatores de produção.

Logo, o antecipado como lucro ou prejuízo é a mola mestra da mudança. Só provocando antecipações do tipo apropriado é capaz de o sistema bancário influenciar o nível de preços.

Uma das razões para a rápida eficácia das alterações nas taxas bancária são as antecipações originadas. Assim, os empresários por vezes começarão a agir antes de as alterações de preços, usadas como justificativa da sua ação, realmente terem ocorrido.

Se o sistema bancário puder regular o montante emprestado de forma a *taxa de juros do mercado ser igual à taxa natural*, fato só constado a posteriori, então o valor do investimento será igual ao volume de poupança. Nesse caso, os lucros totais serão zero e o preço da produção, como um todo, estará em um nível de equilíbrio.

Keynes estava inclinado a pensar, sem ter chegado a uma conclusão final, ser mais importante ter um sistema capaz de evitar por si só, tanto quanto possível, a necessidade de mudanças induzidas. O pior de todos os sistemas concebíveis seria aquele no qual o sistema bancário não conseguiria corrigir divergências periódicas entre investimento e poupança.

Além disso, as alterações espontâneas nos lucros tenderiam aumentá-los, mas as *alterações monetárias*, devido à escassez relativa de lastro-ouro, tenderiam decliná-las. Desse modo, independentemente das flutuações do investimento e sobrepostas a elas, haveria uma necessidade crônica de *mudanças induzidas* suficientes não só para contrariar as *mudanças espontâneas*, mas também para as reverter.

Keynes disse: “é possível este ser o tipo de sistema atual”. Esta era a visão dele, em 1930, em transição para se livrar do pensamento do *mainstream*, embora ainda conciliador...

### Distinção entre Poupança e Investimento

*A renda nominal da comunidade é dividida em duas partes:*

- uma, gasta por quem a recebe no consumo corrente, e
- outra, poupada.

*A produção de bens e serviços também é dividida em duas partes:*

- uma é comercializada e vendida a consumidores, e
- outra, investida.

Assim, a *poupança* refere-se às unidades monetárias e constitui a soma das diferenças entre a renda nominal dos indivíduos e os seus gastos monetários no consumo corrente. Por sua vez, o *investimento* refere-se às unidades de bens e serviços.

*A poupança é um ato do consumidor individual.* Consiste no ato negativo de abster-se de gastar no consumo a totalidade de sua renda correspondente.

*O investimento é um ato do empresário,* cuja função é a de tomar as decisões determinantes da quantidade de produção não disponível para o consumo. Consiste no ato positivo de iniciar ou manter algum processo de produção ou de reter estoques de bens alienáveis. Ele é medido pelo *acréscimo líquido à riqueza*, seja sob forma de capital fixo, de capital circulante ou de capital em dinheiro.

Ao contrário do costumeiramente suposto pelos economistas ortodoxos, *o montante de investimento não é necessariamente igual ao montante de poupança.* Isso fica claro quando se exclui da renda e da poupança os lucros e prejuízos extraordinários dos empresários.

Em síntese, *o aumento ou a redução do capital depende do montante do investimento* – e não do montante de poupança. Além disso, a *poupança* pode ocorrer sem qualquer investimento

correspondente, quando um indivíduo se abstém de gastar toda sua renda nominal no consumo.

Se o investimento ocorre *pari passu* com a poupança, o equilíbrio entre os gastos dos consumidores e a produção disponível dos produtores será mantida no nível de preço preexistente, ou seja, sem inflação. Há as seguintes condições.

*Se o investimento assume a forma de um aumento de capital fixo ou do capital circulante, desacompanhado de um aumento do emprego, contrabalançado por um volume igual de poupança, a produção de bens disponíveis dos produtores reduzir-se-á pelo ato do investimento na mesma proporção quanto os gastos dos consumidores desses bens são reduzidos pelo ato de poupar.*

*Se o investimento assume a forma de um aumento de capital circulante, acompanhado de um acréscimo no volume de emprego e de um aumento da remuneração dos fatores de produção, contrabalançados por um volume equivalente de poupanças, a redução inicial das despesas dos consumidores pelos atos de poupança será exatamente contrabalançada por um igual aumento posterior das despesas dos consumidores, com base na ampliação das receitas recebidas pelos fatores de produção.*

Finalmente, *se o investimento excede a poupança*, as despesas dos consumidores aumentarão relativamente à produção de bens dos produtores, com o resultado da elevação dos preços de bens de consumo. O novo investimento, em excesso ao volume da poupança, tornar-se-á possível não através da abstenção voluntária do consumo pela contenção dos gastos da renda nominal, mas pela abstenção involuntária resultante do *menor valor real das rendas nominais*.

Se essas decisões são tomadas – como de fato são – por pessoas diferentes, então, o incremento líquido à riqueza real da comunidade como um todo diferirá, mais ou menos, do *total da poupança em dinheiro dos indivíduos*, definido como sendo a soma das parcelas e suas rendas em dinheiro deixadas de gastar no consumo. *A renda não inclui lucros e perdas extraordinárias* – e estas representam “a misteriosa diferença entre a poupança e o valor do investimento”.

Enfim, o *ato de poupar* não constitui em si qualquer garantia de o estoque de bens de capital aumentar na mesma proporção. A queda no rendimento não consegue restaurar o equilíbrio entre poupança e investimento.

Em uma economia aberta, caso a moeda nacional desvalorizada impedir a queda da taxa de juro básica, o superávit comercial terá de compensar esse apoio financeiro para curar o problema do desemprego.

De acordo com a doutrina tradicional, a *taxa bancária* é o instrumento pelo qual se estabelece uma perturbação ou se restaura o equilíbrio entre as taxas de poupança e de investimento. Aumentá-la estimula um e retarda o outro – e ocorre o inverso se for reduzida.

Aumentar a taxa bancária desencoraja o investimento relativamente à poupança e, portanto, reduz os preços. Ao fazer as receitas dos empresários caírem abaixo do normal, influencia-os a oferecerem menos empregos em geral.

Por isso, mais cedo ou mais tarde, reduzirá a taxa de rendimentos nas mesmas proporções na qual os preços caíram. Aí uma nova posição de equilíbrio pode ser estabelecida.

Antes, nenhum escritor, segundo Keynes, distinguiu claramente estas duas fases, isto é, 1. a queda dos preços e 2. a queda dos custos de produção. A queda inicial dos preços era tratada como se fosse o fim da história a ser contada.

### Circulação Industrial e Circulação Financeira

O objetivo da discussão, neste tópico, é mostrar uma mudança na quantidade de dinheiro não ocorrer como resultado de um ato definido de inflação ou deflação por parte do Banco Central. Pode ser o resultado do movimento de dinheiro entre depósitos bancários e títulos financeiros ou ações.

Keynes faz uma classificação adicional, abrangendo a divisão da quantidade total de dinheiro em depósitos de rendimentos, depósitos empresariais e depósitos de poupança. Nomeadamente, faz uma divisão entre os depósitos utilizados para *fins industriais*, etapa

chamada de *circulação industrial*, e aqueles utilizados para *fins financeiros*, etapa chamada de *circulação financeira*.

Por *indústria* refere-se à tarefa de manter o processo normal de produção, distribuição e troca correntes e de pagar aos fatores de produção os seus rendimentos pelas várias funções desempenhadas.

Por *finança* refere-se ao negócio de detenção e troca de títulos representativos de riqueza. Ocorre em transações na bolsa de valores, no mercado monetário, na especulação e no processo de transferência de poupanças e lucros correntes para as mãos dos empresários.

Cada um desses dois ramos de negócios utiliza uma determinada parte do estoque total de dinheiro. Em termos gerais, a *indústria* exige a utilização dos depósitos de rendimento e de uma parte dos depósitos empresariais, enquanto as *finanças* exigem o uso dos depósitos de poupança e do restante dos depósitos comerciais. Assim, a soma dos dois primeiros é a *circulação industrial* e dos dois últimos, a *circulação financeira*.

A *circulação industrial* (depósitos de rendimento mais depósitos empresariais) variará com os rendimentos, causadas pelas alterações na *circulação financeira*. A variabilidade dos depósitos empresariais nesta circulação é pequena, por isso, a variabilidade na procura de moeda para fins financeiros decorre muito mais de alterações no volume dos depósitos de poupança.

Quando proprietários detêm dinheiro para fins "especulativos" são descritos como "ursos" em títulos. Isto porque venderam títulos a descoberto, apostando na *baixa*, embora, normalmente, fossem detentores de títulos. Preferem, em certas ocasiões, deter direitos líquidos sobre dinheiro.

Quando o sentimento de alta é elevado, os depósitos de poupança caem para zero, porque os poupadores usam dinheiro para comprar ações. Quando o sentimento de baixa é elevado, eles vendem títulos para obter dinheiro.

Equivale a dizer o seguinte.

- Quando a confiança das empresas está elevada, como em um mercado em "touro" (*altista*), o dinheiro flui dos entesouramentos para os investimentos.
- Quando a confiança está baixa, como em um mercado em "urso" (*baixista*), o dinheiro flui dos investimentos para os entesouramentos.

Nas últimas fases de um *boom*, o dinheiro é desviado *da circulação industrial para a circulação financeira*, porque a especulação avança à busca de novos investimentos. Keynes acreditava isto ter acontecido no período antecedente à quebra de Wall Street em 1929.

Estas **mudanças nos fluxos de dinheiro** são a expressão financeira do "investimento à frente da poupança" (*boom*) e da "poupança à frente do investimento" (*crash*). A economia está em *equilíbrio* quando existe uma divisão de opiniões entre "tours" e "ursos", de tal forma não haver movimento cumulativo em direção a títulos ou dinheiro. Mas este estado de coisas é acidental ou passageiro.

Keynes conclui as alterações na situação financeira serem capazes de provocar alterações no valor do dinheiro de duas maneiras.

- Uma, têm o efeito de alterar a quantidade de dinheiro disponível para a circulação industrial.
- Outra, podem ter o efeito de alterar a atratividade do investimento.

Assim, exceto se o primeiro efeito for equilibrado por uma alteração na quantidade total de moeda e o último por uma alteração nas condições de empréstimo, resultará *uma instabilidade no nível de preços da produção corrente*.

O dilema para a política monetária é o seguinte.

*Se o banco aumentar o volume de dinheiro bancário, de modo a evitar qualquer risco de a circulação financeira roubar recursos da circulação industrial, encorajará a continuação do mercado "touro", com todas as probabilidades de sobre investimento mais adiante.*

*Se recusar aumentar o volume de dinheiro bancário, poderá diminuir de tal forma a quantidade de dinheiro disponível para a indústria, ou aumentar de tal forma a taxa de juro à qual está disponível, obtendo uma tendência imediatamente deflacionária.*

A solução quanto à estabilidade do poder de compra reside em permitir tanto as finanças como a indústria terem todo o dinheiro desejado, mas a uma taxa de juro, no seu efeito sobre a taxa de novo investimento (em relação à poupança), de modo a *equilibrar exatamente o efeito do sentimento altista*. Diagnosticar a situação com precisão em cada estágio e alcançar esse *equilíbrio exato* pode, às vezes, estar além da capacidade humana.

### Ciclo de Crédito

Tendo Keynes enfatizado suficientemente a infinita variedade de caminhos possível de um ciclo de crédito seguir, ele se permite, a título de simplificação, escolher um caminho em particular suficientemente frequentado para merecer ser chamado de *curso habitual ou normal*.

Algo acontece – de carácter não monetário – para aumentar as atrações para investimento. Pode ser uma nova invenção, ou o desenvolvimento de um novo país, ou uma economia de guerra, ou um regresso da “confiança empresarial” como resultado de muitas pequenas influências com dependência de trajetória.

A coisa pode começar – de maneira mais provável se for uma causa monetária com o desempenho do papel principal – com um *boom* nas bolsas de valores. Começa com a especulação de monopólios em recursos naturais, mas eventualmente afetando o preço de novos bens de capital.

O aumento da *taxa de juro natural*, correspondente ao aumento da atração do investimento, não é travado pelo aumento da poupança. O crescente volume de investimento não é restringido por um aumento adequado da *taxa de juro de mercado*.

Esta aquiescência do sistema bancário ao aumento do volume de investimento pode levá-lo a permitir algum aumento na quantidade total de dinheiro. Mas, a princípio, o aumento necessário

não será provavelmente grande e poderá ser aproveitado, quase despercebido, pela estagnação geral do sistema. Poderá ser suprido por uma queda nas necessidades da circulação financeira, sem qualquer alteração na situação do volume total de dinheiro.

Nesta *fase de ascensão do ciclo*, a produção e o preço dos bens de capital começam a subir. O emprego melhora e o índice de venda atacadista sobe.

O aumento das despesas dos novos empregados aumenta então o preço dos bens de consumo e permite os produtores desses bens obterem lucros extraordinários. Nessa altura, praticamente todas as categorias de bens terão aumentado de preço e todas as classes de empresários estarão a usufruir de lucro.

Em um primeiro momento, o volume de emprego dos fatores de produção aumentará sem grandes alterações na sua taxa de remuneração. Mas, depois de uma grande proporção dos fatores desempregados terem sido absorvidos por oportunidades de emprego, os empresários, concorrentes uns contra os outros sob o estímulo de lucros elevados, começarão a oferecer taxas de remuneração da força de trabalho mais elevadas.

Portanto, as exigências da circulação industrial aumentarão, primeiro, para cuidar do aumento do volume de emprego e, posteriormente, para cobrir o aumento das taxas de remuneração. Chegará, portanto, um ponto no qual o sistema bancário deixará de ser capaz de fornecer o volume necessário de dinheiro de forma consistente com os seus princípios de segurança e tradições de aversão ao risco.

É surpreendente, com as mudanças na circulação financeira, nas velocidades de circulação e nas proporções de reservas compulsórias exigidas pelo Banco Central, quão grande é a alteração na fatura de lucros possível de ser assegurada pelo sistema bancário sem uma violação aparente desses seus princípios e tradições.

O *ponto de reversão no ciclo de crédito* vem, não da relutância ou da incapacidade do sistema bancário em financiar o aumento da fatura de rendimentos, mas de uma ou mais de três outras causas.

A viragem pode advir de uma hesitação no sentimento financeiro, devido a alguns financiadores, da presciência ou da sua experiência de crises anteriores, vendo um pouco mais à frente diante do mundo empresarial ou do mundo bancário. Se assim for, o crescimento do sentimento de "baixa" irá aumentar as exigências da circulação financeira.

A tendência de aumento da circulação financeira, acima do aumento da circulação industrial, irá quebrar a espinha dorsal do sistema bancário e levá-lo finalmente a impor uma taxa de juro de mercado mais elevada. Ela não será totalmente igual à taxa natural, mas sim, muito provavelmente nas novas circunstâncias, muito acima dela.

Pode acontecer também de as atrações de novos investimentos se esgotarem com o tempo ou com o aumento da oferta de certos tipos de bens de capital.

Finalmente, sem uma reviravolta por qualquer uma das causas acima, é provável uma reação, não muito mais além de um período de produção após a fase secundária do *boom* (o aumento da atividade na produção de bens de consumo), ter sido devidamente desenvolvida. Ocorreu devido ao inevitável colapso dos preços dos bens de consumo abaixo do seu nível mais elevado.

Assim, o *colapso* acabará por surgir como resultado da acumulação de diversas causas importantes:

1. a evaporação das atrações de novos investimentos,
2. a hesitação do sentimento financeiro,
3. a reação no nível de preços dos bens de consumo, e
4. a crescente incapacidade de o sistema bancário a acompanhar as crescentes exigências, primeiro da circulação industrial, e depois também da circulação financeira.

A ordem dos *eventos do ciclo de crédito* é, portanto, a seguinte:

- primeiro, uma inflação de capital leva a um aumento do investimento, por sua vez, leva à inflação corrente de bens e serviços;
- segundo, ainda mais *inflação de capital e inflação de mercadorias*, durante aproximadamente um período de produção de bens de consumo;
- terceiro, uma reação no grau das *inflações de commodities e de capitais* no fim deste período;
- quarto, um colapso da inflação do capital; e,
- finalmente, uma diminuição do investimento abaixo do normal, levando a uma deflação das matérias-primas.

Por fim, com ilustrações históricas, Keynes argumenta ser “o empreendimento e não a parcimônia” quem constrói as civilizações. Se o empreendimento estiver em andamento, a riqueza acumulará tudo o possível independentemente do acontecendo com a parcimônia. Se empreendimento estiver adormecido, a riqueza decairá, independentemente daquilo feito pela parcimônia e/ou a frugalidade.

### Problema da Gestão do Dinheiro

O sistema bancário não tem controle direto sobre os preços das mercadorias individuais ou sobre as taxas de rendimento monetário dos fatores de produção. Nem tem, na realidade, qualquer direito controle sobre a quantidade de dinheiro, pois é característico dos sistemas monetários o Banco Central estar pronto a comprar por dinheiro, a uma taxa de desconto estipulada, qualquer quantidade de títulos de posse dos bancos.

Assim, apesar das ressalvas feitas por Keynes mais adiante a respeito das chamadas operações de “mercado aberto”, é em geral verdade dizer o governante de todo o sistema ser *a taxa de desconto*. Seu argumento foi este ser o único fator diretamente sujeito à vontade da Autoridade Monetária.

Isto significa, para Keynes no Tratado da Moeda, publicado em 1930, “o controle dos preços ser exercido no mundo contemporâneo

através do controle da taxa de investimento. Não há nada a fazer pela Autoridade Monetária, exceto influenciar a taxa de investimento”.

Assim, a *arte da gestão do dinheiro* consiste em parte em conceber métodos técnicos, para exercer controle sobre a taxa de investimento, e em parte em possuir conhecimento suficiente e poder de prognóstico para permitir os métodos técnicos serem aplicados da maneira certa, no tempo certo e na medida certa.

O Banco Central será capaz de controlar o volume de em numerário e de dinheiro bancário em circulação, se puder controlar o volume dos seus próprios ativos totais. Se ele puder controlar estes, ele controlará, indiretamente, o total de em numerário e dinheiro bancário. Quais são estes ativos? Uma classificação tripla dos ativos variáveis de um banco central é: (1) ouro, (2) investimentos e (3) adiantamentos.

O montante dos investimentos do Banco Central está inteiramente sob o seu próprio controle. A ação dirigida no sentido de variar o montante destes é normalmente chamada de “política de mercado aberto”.

O montante dos adiantamentos é geralmente suposto, pelo menos parcialmente, sob o seu controle por meio de variações na taxa bancária. Através dela, aumenta ou diminui os termos nos quais fará adiantamentos (empréstimos de liquidez) aos bancos.

## Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda

John Maynard Keynes (1883-1946), em seu livro *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, publicado em 4 de fevereiro de 1936, combina hipóteses sobre o desempenho da economia com “a possibilidade de *equilíbrio com desemprego*”. É paradoxal um economista diagnosticar “equilíbrio” quando milhares de pessoas estão sem emprego e renda. O conceito só caberia quando todos os agentes econômicos se encontrassem com planos compatíveis entre si e com disponibilidade dos recursos produtivos, ou seja, nunca...

Seu biógrafo Robert Skidelsky, afirma “não é de forma alguma um livro tão mal organizado quanto é frequentemente julgado”.

Sugere o leitor começar pelo capítulo 3 (Princípio da Demanda Efetiva) e depois ler os capítulos 8 a 13 (Propensão ao Consumo e Incentivo para Investir) e o 18 (Reformulação da Teoria Geral do Emprego) para capturar as ideias-chaves da *Teoria Geral* de Keynes.

Entrelinhas, recomenda o leitor não perder tempo com a tentativa de reconciliação com a Teoria Clássica, na verdade, Neoclássica, nos capítulos 2 (Postulados da Economia Clássica) e 14 (Teoria Clássica da Taxa de Juro). O capítulo 15 (Fatores Psicológicos e Empresariais de Incentivo à Liquidez), 16 (Observações sobre a Natureza do Capital), 17 (Propriedades Essenciais do Juro e da Moeda) merecem atenção.

O Livro VI (capítulos 22 a 24) com Breves Notas Sugeridas pela Teoria Geral, segundo Skidelsky, contém "ideias gerais, especulativas e visionárias, derivadas do núcleo teórico". O Livro II (Definições e Ideias) com os capítulos 4 a 7 "usualmente é pulado".

Keynes usou *a análise marshalliana de curto prazo*, ou seja, com o estoque de capital constante ou "dada oferta agregada". Nesse caso, um choque de demanda é acomodado com uso mais intenso dos ativos fixos existentes. Caso atinja a plena utilização da capacidade produtiva existente, haverá uma "inflação verdadeira": cobrança de preços mais elevados de "quem dá mais".

No contexto de Grande Depressão deflacionária, com enorme ociosidade da capacidade produtiva, não se investia. Diferentemente, os teóricos da Escola de Estocolmo e da Escola Austríaca analisaram toda *a dinâmica* – evolução cíclica ao longo do tempo – da economia com altas e baixas de preços, desemprego ou renda.

Keynes superou o raciocínio típico do *equilíbrio geral walrasiano*, em termos de preços relativos, ao usar o encadeamento lógico das causações. Apresentou a seguinte sequência em sua Teoria Geral:

- dada a propensão a consumir, o emprego é determinado pelo investimento;
- dada a rentabilidade do investimento, este é determinado pela taxa de juro (cobrada nas despesas financeiras e não vista como custo de oportunidade);

- dada a quantidade de moeda, a taxa de juro resulta da preferência por liquidez, ou seja, prêmio pela renúncia à liquidez.

Essa *cadeia causal* é usada para demonstrar o esperado, caso a renda (valor das vendas) antecipada pelos empreendedores ao empregar  $n$  pessoas seja abaixo do custo de empregar tais pessoas. Então, o produto e o emprego cairão até o custo de empregar ficar abaixo do valor esperado das vendas.

Keynes criticou a *teoria neoclássica do juro* apresentar o desemprego involuntário como impossível a partir do mesmo encadeamento lógico:

- dado o salário real, o nível de emprego resultaria da Lei de Say, segundo a qual “a oferta cria sua própria demanda”;
- dada a rentabilidade esperada do investimento, a Lei de Say dependeria da taxa de juro, determinada pela relação entre investimento e poupança.

Caso se falseie esse encadeamento, *a teoria neoclássica não se sustenta*.

Sobre as definições usadas por Keynes (Livro II), Skidelsky questiona. Se poupança e investimento são iguais por definição (Renda = Consumo + Investimento e Poupança = Renda - Consumo => Poupança = Investimento), qual ajuste na realidade validaria essa igualdade abstrata?

Keynes propôs deflacionar variações na renda nominal pelas taxas salariais, isto é, pagamentos monetários por hora trabalhada, para medir o impacto sobre o emprego de uma alteração da demanda agregada. Dada a taxa salarial média, o emprego variará no mesmo montante da renda nominal. É simplificação adequada ao curto prazo, mas deixa pendente como o ajuste se distribui entre emprego e salários em situações concretas.

Ao afirmar o emprego ser dependente, no curto prazo, principalmente de expectativa sobre o lucro em longo prazo, Keynes apelou ao *método das expectativas* na determinação do equilíbrio em curto prazo. Muitos keynesianos, velhos e novos, ainda não se livraram do “psicologismo” dessa palavrinha-mágica: *expectativa*,

seja racional, seja incerta. É correto a Psicologia individual ser extrapolada para a Psicologia de Massa?!

Diante da incerteza, a moeda não é somente uma *unidade de conta* e um *meio de pagamentos*. É também uma *reserva de valor* (ou riqueza), pois sua posse reduz a exposição ao risco, diminuindo a ansiedade do possuidor.

Todas as conclusões (*raison d'être*) da *Teoria Geral* derivam da percepção de quando a incerteza aumenta muito, a preferência por liquidez provoca uma retração da atividade econômica. O empresário escolheria entre usar seu dinheiro ou não.

Em uma economia monetária de produção, a opção predominante entre os agentes econômicos de não gastar e reter moeda se torna o argumento lógico crucial para rejeitar a Lei de Say. Em lugar de "a oferta cria sua própria demanda", propõe "o gasto cria sua própria renda", ou seja, sem gasto não haverá geração de renda.

O *núcleo analítico* do livro de Keynes é análise da propensão ao consumo (ou à poupança) e do incentivo para investir como determinantes do volume de produção e do nível de emprego. No curto prazo, a propensão a consumir ou poupar é uma proporção relativamente estável da renda corrente, embora ele não distinga (como faz Michal Kalecki) entre a propensão do consumo dos trabalhadores e a dos capitalistas.

Essa função consumo indica o piso de um "equilíbrio com desemprego", o quanto de gasto público extra se exige para "a brecha do produto" ser eliminada com o multiplicador da renda. Constitui o grande legado pela *Teoria Geral* como receita para a política econômica.

A poupança e o investimento *realizados* são iguais por definição, como visto, mas a poupança e o investimento *planejados* não o são, necessariamente, porque é possível usar *crédito* (financiamento externo à empresa), além da *poupança prévia* (autofinanciamento). Um excesso de poupança planejada sobre o investimento deslança forças contracionistas e, ao contrário, um excesso de investimento planejado sobre a poupança é expansionista. *Viva o crédito!*

Os economistas neoclássicos louvavam a “parcimônia” ou a “frugalidade” como virtudes para o aumento da oferta de capital. Keynes destacou o Paradoxo da Parcimônia – se todos pouparem, cairá o consumo, a renda e, conseqüentemente, a poupança efetiva *ex post*. Se a propensão marginal a poupar cresce com a renda, surge o problema de manter um nível adequado de investimento para manter o pleno emprego.

A instabilidade da demanda por investimento é a causa fundamental das flutuações econômicas por conta da volatilidade característica das expectativas dos rendimentos futuros resultantes do investimento. As estimativas individuais de retorno prospectivo são precárias e a bolsa de valores reduz o risco do investimento tornando-o líquido para os acionistas a comprar ou vender as ações de acordo com sua avaliação do futuro.

Os preços das ações não dependem das desconhecidas perspectivas do investimento real, mas sim das opiniões prevalecentes entre especuladores, oscilantes de acordo com as notícias ou os rumores diários. Dada essa base precária de conhecimento, Keynes coloca o investimento como dependente de “espíritos animais”, definidos como “impulso espontâneo para a ação – e não para a inação”. *Viva o instinto!*

Keynes ataca a ética do capitalismo “quando ele se torna um efeito secundário das atividades de um cassino”. Rejeita a previsibilidade dos negócios humanos. Por isso, o Estado deveria assumir a responsabilidade maior no planejamento de investimentos a partir de uma visão estratégica em longo prazo.

Infelizmente, coloca a *preferência por liquidez como a peça central de sua teoria da taxa de juro*. Juros são o preço recebido pela renúncia à liquidez. Quanto maior for a preferência por reter poupanças na forma de moeda, maior será a taxa de juro exigida para aplicações, levando-o para nível acima da taxa de retorno do capital necessária para assegurar o pleno emprego.

Ora, em um sistema bancário desenvolvido, a liquidez seria constituída por depósitos à vista ou outros depósitos facilmente convertíveis neles. Se houver demanda por crédito, para investimento, essa preferência por liquidez não será impeditiva de *funding*.

Apenas em caso de uma *preferência por liquidez absoluta* ou “armadilha de liquidez”, em uma Grande Depressão deflacionária, a alegação seria válida. Seria devido à permanente espera de “comprar amanhã com preços mais baixos” ou da elevação de juros sem ter motivação inflacionária. Nesse caso especial, usa-se a *política fiscal*, e não a *política monetária*, para combater essa depressão.

### Gênese da *Teoria Geral*

Keynes deixou dois relatos sobre a gênese da sua principal obra teórica. A primeira vem do seu Prefácio e a segunda de uma carta para (seu futuro biógrafo) Roy Harrod, em 30 de agosto de 1936.

“Quando comecei a escrever meu *Tratado sobre Moeda*, eu ainda estava seguindo a linha tradicional de considerar a influência do dinheiro como algo, por assim dizer, separado da Teoria Geral da Oferta e da Procura. Quando o terminei, tinha feito alguns progressos no sentido de fazer a *teoria monetária voltar a se tornar uma teoria da produção como um todo*”.

Confessa: “a minha falta de emancipação de ideias preconcebidas manifestou-se na falha notável das partes teóricas daquela obra (nomeadamente os Livros III – Equações Fundamentais e IV – Dinâmica do Nível dos Preços), onde não consegui lidar minuciosamente com os efeitos das mudanças no nível de produção”.

Prossegue: “minhas chamadas ‘equações fundamentais’ eram uma *imagem instantânea*, tirada na suposição de um determinado resultado. (...) poderiam desenvolver-se forças provocadoras de um desequilíbrio de lucro e, portanto, exigentes de uma mudança no nível de produção. Mas o *desenvolvimento dinâmico, distinto do quadro instantâneo*, ficou incompleto e extremamente confuso”.

Daí a composição da *Teoria Geral* foi para o autor uma longa luta de fuga dos modos habituais de pensamento e expressão. “As ideias são extremamente simples e deveriam ser óbvias. A *dificuldade reside não nas novas ideias, mas sim em escapar das antigas*. Elas se ramificam, para aqueles educados como a maioria de nós, em todos os cantos das nossas mentes”.

Para Keynes, a coisa mais extraordinária, considerada historicamente, é o *completo desaparecimento da teoria da procura e da oferta para o produto como um todo*. Com a demanda agregada e dada oferta agregada, reconstrói a Teoria do Emprego, naquela Grande Depressão, o assunto mais discutido em Economia.

Keynes adotou a *lei psicológica*, segundo a qual, quando o rendimento aumenta, o fosso entre o rendimento e o consumo aumentará. Então, surgiu a *noção de juros como sendo a medida da preferência pela liquidez* ou o *prêmio para a renúncia à liquidez*. Por último, surgiu a *definição adequada da eficiência marginal do capital*, ligando uma coisa à outra.

Segundo Robert Skidelsky (2015), “a principal diferença entre o *Tratado da Moeda* e a *Teoria Geral* é Keynes ter abandonado a ideia de partir de um *modelo ideal de equilíbrio* e depois acrescentar imperfeições explicativas do desemprego e dos ciclos. A tarefa da *Teoria Geral* era explicar por qual razão o nível real de produção e de emprego era insuficiente ou suficiente em um dado momento”.

Keynes considerou isso um grande passo para tornar a teoria econômica realista. Esta abordagem implicou abandonar a Teoria Quantitativa da Moeda e alterar o raciocínio wickselliano de “taxa de juro natural versus taxa de juro de mercado com implicações no nível de preços”, adotado no livro anterior.

A respeito da mensagem central da *Teoria Geral*, de acordo com Alan Coddington (1983), as duas principais escolas de interpretação podem ser classificadas como “hidráulica” e “fundamentalista”.

A primeira escola é a dos keynesianos “bastardos” da *síntese neoclássica*, cuja mensagem principal é “as quantidades ajustam-se – e não os preços”. O produto seria determinado pela demanda agregada, composta pela demanda de consumo e pela demanda de investimento.

Contudo, tudo ganho não precisa ser gasto. O investimento, em particular, é volátil. Desse modo, se uma queda nas despesas de investimento não for acompanhada por um aumento nas despesas de consumo (ou, equivalentemente, uma queda na poupança) conduzirá

a uma queda nas despesas agregadas e, portanto, na demanda de trabalho.

A Lei de Say, segundo a qual “a oferta cria a sua própria procura”, portanto, costuma ser inválida. A renda deriva das receitas correntes das vendas.

A produção é realizada na expectativa de receitas de vendas adequadas para cobrir todos os custos. Mas esta expectativa pode revelar-se falsa e *a procura poderá ficar abaixo da oferta*.

A extensão de qualquer alteração na produção é determinada pela *função consumo*. Esta especifica a proporção do seu rendimento gasta pelas pessoas no consumo.

Quando o investimento tiver caído, o produto agregado (PIB) terá de cair o suficiente para reduzir a poupança no mesmo montante da queda no investimento. Este é o ponto de “equilíbrio com subemprego”. O próprio Keynes pensava sua principal conquista teórica ter sido a demonstração *a possibilidade lógica de um equilíbrio sem ser o do pleno emprego*.

Nesse ponto, a economia permanecerá em um *estado de animação* paralisado, dada a ausência de um estímulo externo. Em uma economia “fechada”, este estímulo virá, normalmente, de uma injeção governamental de poder de compra extra na economia. Esta é *a essência do keynesianismo hidráulico*.

Nem os preços nem a produção cairão para sempre. Após a introdução de alguma mudança perturbadora, eles irão parar novamente em alguma posição da qual não terão mais tendência a se afastar, embora a posição de equilíbrio possa não ser muito estável, mesmo caso não intervenha novas fontes de perturbação.

Esta “estática comparativa” é algo completamente diferente de concluir a posição de equilíbrio de longo prazo correspondente à nova situação ser a mesma posição original, sendo ambas posições de produção ser de *utilização ótima dos fatores de produção*. Ora, o declínio da produção pode ser ele próprio um dos fatores, devido ao seu efeito retardado sobre a poupança, produtor de um novo “equilíbrio com desemprego”.

O fato de o nível de produção estar *abaixo do nível ótimo* pode ser em si uma das condições da manutenção desse equilíbrio. Absolutamente, ele não é adequado, mas pode ser considerado *estável*, enquanto não for *passageiro*...

Logo, o funcionamento dessa "máquina hidráulica" depende da existência de relações estáveis entre um pequeno número de variáveis agregadas, chamados mais tarde com a Contabilidade Nacional de *agregados macroeconômicos*: consumo, investimento, rendimento, produção, emprego – taxa de juro é uma variável *ad hoc*.

Uma mudança na demanda agregada, para cima ou para baixo, desencadeia repercussões previsíveis sobre o rendimento, a produção e o emprego. No curto prazo, o emprego acompanha a produção e o rendimento (PIB).

A Economia neoclássica supunha, diante de um choque, as taxas de juro e os salários ajustavam-se "automaticamente" às novas condições. Esta era *a essência da economia de mercado autoajustável*.

O declínio do investimento relativamente à poupança levaria a uma queda nas taxas de juro. O surgimento de um excedente de trabalho levaria a uma queda nos salários.

A redução destes preços compensaria a reduzida atratividade do investimento ao antigo conjunto de preços relativos, em equilíbrio geral, deixando inalterado o montante da produção e do emprego. Só se estes dois mecanismos "clássicos" de ajustamento estivessem "fora de ação" o ajuste ocorreria através de uma mudança na produção.

Mas, no mundo real, os preços relevantes são "rígidos". Os *salários são rígidos* por uma série de razões institucionais. Desse modo, o ajustamento da produção antecede o ajustamento dos preços.

As taxas de juro são presas em uma "armadilha de liquidez" em seu "limite inferior" próximo de zero. Ocorre quando a demanda para liberar moeda aguarda variações positivas de juros.

Portanto, é razoável considerar estes mecanismos de ajustamento “fora de ação”, durante o período relevante. Acontece, especialmente, quando o choque na demanda agregada é grande.

O *keynesianismo hidráulico* buscava assim explicar o surgimento de uma deficiência na demanda efetiva, dada uma queda na atratividade do investimento, mas não explicava por qual razão esse investimento, subitamente, tornava-se menos atrativo. Faltava-lhe *uma explicação da sua própria explicação...*

O *keynesianismo fundamentalista* começa sua interpretação no nível epistemológico, enfatizado por Keynes nos capítulos 12 e 17 do *Teoria Geral*, e no seu artigo do *Quarterly Journal of Economics*, “A Teoria Geral do Emprego”, publicado em fevereiro de 1937. Tal como é interpretada pelos fundamentalistas, *a mensagem central de Keynes é a existência de uma incerteza irreduzível.*

Isto afeta dois conjuntos de decisões:

1. as subjacentes ao comportamento do investimento privado, e
2. as subjacentes à procura de ativos líquidos.

A primeira afeta a *rentabilidade esperada* do investimento, dada uma determinada taxa de juro, a segunda a própria taxa de juro. Nas palavras de Coddington (1983), “Keynes está preocupado em sugerir os fundamentos epistemológicos do investimento do setor privado serem globalmente frágeis”.

A consequência é o investimento do setor privado ficar sujeito a *grandes flutuações*, flutuações independentes de uma mudança nas circunstâncias reais. As expectativas relativas ao rendimento futuro, baseadas em avaliações convencionais, entram em colapso quando a *confiança na convenção* é prejudicada.

Elas são frequentemente influenciadas por fatores como informações disponíveis, experiências pessoais e influências sociais.

Embora as convenções possam influenciar as expectativas individuais, elas não são a mesma coisa. As convenções são padrões aceites socialmente, enquanto as expectativas individuais são as crenças pessoais de um indivíduo. No entanto, as convenções podem moldar as expectativas individuais, uma vez que as pessoas

frequentemente consideram o comportamento predominante ao formar suas próprias expectativas.

Além disso, o desenvolvimento da deficiência da demanda efetiva, na sequência de um choque no investimento, pode ser explicado sem qualquer recurso à rigidez dos preços. Os fundamentalistas seguem Keynes ao ver *as taxas de juro como sendo determinadas no mercado monetário* – e não no mercado de poupança e investimento.

O mecanismo de ajustamento das taxas de juro não é desativado por uma *armadilha de liquidez*, mas pelo fato de uma queda na rentabilidade esperada do investimento provocar um crescimento na “preferência pela liquidez”. Portanto, com uma dada oferta monetária, espera-se um aumento, e não uma queda, nas taxas de juros para “liberar o dinheiro” em aplicações financeiras.

Da mesma forma, salários nominais totalmente flexíveis não eliminariam a deficiência da demanda efetiva. Por “salário ser *custo* (microeconômico) e *demanda* (agregada)”, um corte geral nos salários nominais, ao contrário do defendido por economistas neoclássicos, deprimiria ainda mais a demanda efetiva.

Os *keynesianos fundamentalistas* não se baseiam em relações determinadas, como a função de consumo ou o multiplicador de renda e emprego, para explicar a persistência do desemprego em massa. Fazer isso seria inconsistente com a incerteza radical.

Sob *incerteza radical*, só se consegue enxergar parte dos riscos, aqueles referentes a situações familiares. Os dados, quando existem, são sempre incompletos e contestáveis. Qualquer modelagem das decisões, seus efeitos, custos e impactos, é necessariamente frágil.

Os *keynesianos fundamentalistas* tendem a evitar o termo “equilíbrio de subemprego”. Um choque na demanda por investimento cria um conjunto pessimista de expectativas de curto prazo, mas persistem no longo prazo na ausência de notícias capazes de reavivar o lento “espírito animal” dos empresários.

Esses pós-keynesianos agarram-se à *incerteza* como principal mensagem de Keynes, porque compreendem sem essa âncora epistemológica não haver obstáculo teórico ao restabelecimento da

teoria neoclássica – e mesmo da política *laissez-faire*. Isto aconteceu através da “síntese neoclássica” dos *keynesianos hidráulicos*.

Joan Robinson, a primeira liderança dos *fundamentalistas*, chamou esses *keynesianos hidráulicos* de “*keynesianos bastardos*”.

Cada interpretação da mensagem central da *Teoria Geral* é conseguida enfatizando um aspecto da teoria de Keynes em detrimento do outro. Talvez a verdadeira divisão esteja entre:

- *economistas tecnocratas* interessados em utilizar a teoria de Keynes para fins de política econômica, e
- *economistas acadêmicos* interessados em um ataque profundo à Economia do *mainstream*.

De maneira crucial, para os *keynesianos hidráulicos*, o modelo de ajustamento quantitativo de salários e preços deu aos tomadores de decisões políticas uma justificação e um conjunto de ferramentas para políticas destinadas a manter o pleno emprego. Eles estavam empenhados em cumprir essa missão social de suas ocupações, sem interesse de se aprofundar demasiadamente nos fundamentos teóricos das suas políticas.

Mas limitar a contribuição de Keynes a *ferramentas úteis* faria dele um “charlatão teórico”. A teoria “geral” seria simplesmente um “caso especial” da teoria clássica.

A primeira tentativa de sintetizar a *Teoria Geral* foi o artigo de J. R. Hicks, “*Mr. Keynes and the “Classics”: A Suggested Interpretation*”, publicado na *Econometrica*, em abril de 1937. Introduziu o diagrama IS-LM, uma ferramenta de ensino confiável desde então.

A estrutura da *Teoria Geral*, argumentou Hicks, era consistente com a teoria (neo)clássica. Mas dentro da *Teoria Geral* existe a “Economia da depressão”, chamada de “a teoria especial de Keynes”.

O nível de equilíbrio de emprego depende da força do motivo para a preferência pela liquidez. Se for muito fraca, a teoria neoclássica se sustenta; se for forte, a taxa de juro dos empréstimos de longo prazo não pode cair *abaixo de zero* – e mesmo sendo *real*

*negativa* não incentiva a alavancagem financeira em depressão deflacionária.

Essa versão tornou a *Teoria Geral* uma narrativa muito plausível na época de seu lançamento. Caso os retornos esperados do investimento caíssem, puxariam para baixa a produção (ou o rendimento real), além do emprego da comunidade.

Não haveria poupanças “excedentes” à espera de serem investidas, porque a poupança, sendo uma proporção estável do rendimento, cairia também em linha com o rendimento. Os salários reais (deflacionados) permaneceriam acima da taxa necessária para o pleno emprego, porque o nível de preços (ou demanda por moeda) cairia igualmente.

A taxa de juros de mercado sobre empréstimos seria fixada, acima da eficiência marginal do capital, por conta da preferência por liquidez. Não haveria como escapar do baixo emprego através das exportações, porque a economia mundial estaria toda em recessão.

A recuperação através de melhorias no “espírito animal” dos empresários seria incerta, porque as expectativas diante de um período de Grande Depressão espalhariam seu pessimismo durante um longo período, impedindo uma rápida retoma da atividade. Só uma injeção exógena de demanda agregada por gasto governamental poderia pôr a economia em movimento novamente. Esta era a *posição hidráulica*.

Mas a teoria especial keynesiana vai além da interpretação de Hicks em “*Mr. Keynes and the “Classics”: A Suggested Interpretation*”. Keynes acreditava o “equilíbrio com subemprego” não ser apenas uma condição possível ou excepcional, mas uma condição normal. Ele tinha-se convencido de as economias de mercado normalmente costumarem funcionar abaixo da plena capacidade, por vezes muito abaixo de toda utilização da capacidade produtiva.

Uma economia moderna seria, acima de tudo, uma *economia de investimento*. O incentivo ao investimento dependeria das expectativas de lucro. Mas essas expectativas seriam altamente incertas. Diante de uma incerteza irreduzível, acumular capital no mercado financeiro seria mais racional em vez investir.

Portanto, apenas em “momentos de excitação” (*boom*) a máquina de investimento privado utilizaria plenamente os recursos humanos e técnicos disponíveis para produzir melhorias no bem-estar.

Este foi um salto de intuição muito além da demonstração convencional. Os economistas neoclássicos, anteriores a Keynes, estavam preparados para aceitar a possibilidade de “perdas do pleno emprego”, devido a eventual perturbação das condições “normais”.

Até então, ninguém tinha afirmado “as economias de mercado só alcançam o *pleno emprego em raros momentos de excitação*”. Assim, o conceito de “equilíbrio do subemprego” pretendia salientar: *a economia capitalista raramente alcançaria o seu potencial produtivo*.

Embora o *Tratado da Moeda* use análise de *desequilíbrio e equilíbrio*, as diferenças substantivas entre os dois livros são menores das imaginadas. Primeiro, não diferentemente da hipótese daquele livro, na *Teoria Geral*, Keynes também encarava *a Economia como uma análise estática comparativa*.

Em segundo lugar, o “equilíbrio de subemprego” da *Teoria Geral* é erradamente especificado como desemprego em massa persistente. O “desemprego” propriamente dito é um recurso estatístico entre os requisitos para o recebimento do seguro desemprego.

“Subemprego”, na realidade, é o conceito geral de uma força de trabalho *parcialmente empregada em trabalhos abaixo da sua capacidade* – como imprescindíveis prestadores de serviços urbanos, como jardineiros, piscineiros, motoristas de Uber etc. Assim, uma economia pode estar em *pleno emprego*, mas também em *subemprego* se a força de trabalho não está ocupada no mercado de trabalho formal com carteira assinada como geralmente ocorre na Grande Indústria.

Keynes já tinha percebido, enquanto a maquinaria de produção encolhe, o sistema industrial expulsa os trabalhadores para a extremidade inferior do setor dos serviços com trabalho manual. O “equilíbrio do subemprego” resume assim melhor a sua ideia de como seria um *equilíbrio inferior*.

O ataque de Keynes à teoria (neo)clássica baseia-se fortemente na “falácia da composição” – a suposição de *o verdadeiro para uma parte ser verdadeiro para o todo*. Foi expressa na máxima de Adam Smith: “a prudência na conduta de cada família privada dificilmente provocará loucura em um grande reino.”

A negação desta proposição sustentou a demolição da Teoria Clássica dos Salários e o seu “paradoxo da parcimônia” por Keynes. Ele insistiu na “bilateralidade” de todas as transações econômicas.

Um aumento nas poupanças familiares, ou um corte nos salários, implica em mais adiante ter menos para gastar na compra dos bens – e ficar muito mais pobre. Se os atos de poupança ou os cortes nos salários não forem acompanhados (porque não induzem necessariamente) de um aumento do investimento por outros motivos, por exemplo, inovação tecnológica, então, simplesmente, provocam *a falência da economia*.

O Capítulo 22 da *Teoria Geral* é sobre *o ciclo comercial*. Haveria sempre um “retrocesso” a partir do ponto mais baixo, porque o equipamento capital se desgasta e terá de ser substituído. Como escreve Keynes, “o emprego atual pode ser corretamente descrito como sendo governado pelas *expectativas atuais*, assumidas em conjunto com o equipamento de capital atual”.

A *Teoria Geral* foi o único livro de Teoria Pura de Keynes: ao contrário dos anteriores e ensaios subsequentes, como *How to Pay for the War*, não continha propostas de políticas específicas para decisões práticas. Para extrair uma política de combate à depressão mundial e manutenção do pleno emprego, é necessário recorrer inicialmente ao *método dedutivo-racional*, mas não descartar depois o *método histórico-indutivo* para datar e localizar essas decisões.

As ambições teóricas de Keynes eram, portanto, superiores às reconhecidas pelos *keynesianos hidráulicos*. Afinal, Hicks escreveu o artigo-resenha (a pedido do próprio autor, editor do *Economic Journal*, desejoso de uma avaliação elogiosa de alguém da rival London School), apressadamente, porque seu interesse ou foco naquele momento estava em conhecer o método dinâmico da Escola de Estocolmo para escrever *Valor e Capital* (1939).

## Breves Resumos de Capítulos da Teoria Geral

O capítulo 2, *Os Postulados da Economia Clássica*, apresenta a teoria neoclássica do emprego dependente de dois postulados:

- (1) “o salário é igual ao produto marginal do trabalho”; e
- (2) “a utilidade do salário quando um determinado volume de trabalho é empregado é igual à desutilidade marginal dessa quantidade de emprego”.

A segunda é simplesmente uma forma técnica de dizer: alguém desejará trabalhar até o prazer extra derivado dos bens possível dele comprar com a sua última hora de trabalho ser igual ao prazer obtido de uma hora extra de lazer. O importante corolário disto é os trabalhadores escolherem quanto querem trabalhar e não haver desemprego “involuntário” ou “indesejado”.

Keynes aceitou o primeiro postulado, mas rejeitou o segundo, porque presumia o trabalho como um todo não estava em posição de fixar o seu próprio salário real, porque outras forças são determinantes do nível geral dos salários reais. Portanto, *salários monetários flexíveis não eram o caminho de regresso ao pleno emprego*.

No Capítulo 3, *O Princípio da Demanda Efetiva*, Keynes constrói as suas funções agregadas de oferta e procura a partir da visão marshalliana microeconômica das curvas de oferta e procura.

No breve resumo da teoria do emprego (a ser desenvolvida no decorrer dos capítulos seguintes), Keynes assume o salário nominal e outros custos de fatores como constantes por unidade de trabalho empregado. Mas esta simplificação, da qual dispensará mais adiante, é introduzida apenas para facilitar a exposição. O carácter essencial do argumento é precisamente o mesmo, quer os salários nominais sejam ou não susceptíveis de mudar.

O esboço de sua teoria é expressa da seguinte forma. Quando o emprego aumenta, o rendimento real agregado aumenta. A psicologia da comunidade é de modo a, quando o rendimento real agregado aumenta, o consumo agregado aumenta, mas não tanto como o rendimento.

Portanto, os empregadores sofreriam prejuízos se todo o aumento do emprego fosse dedicado à satisfação do aumento da procura de consumo imediato. Assim, para justificar qualquer quantidade dada de emprego, deve haver uma quantidade de investimento corrente suficiente para absorver o excesso da produção total relativamente ao que a comunidade escolhe consumir quando o emprego está em um determinado nível.

Se não houver este montante de investimento, as receitas dos empresários serão inferiores às necessárias para induzi-los a oferecer o determinado montante de emprego. Segue-se, portanto, dada a chamada de *propensão da comunidade para consumir*, o *nível de equilíbrio de emprego*, isto é, o nível no qual não há incentivo para os empregadores como um todo expandirem ou contraírem o emprego, dependerá do montante do investimento atual.

O montante do investimento atual dependerá, por sua vez, daquilo chamado de *incentivo ao investimento*. Este incentivo para investir dependerá da relação entre o cronograma da eficiência marginal do capital e o complexo de taxas de juros sobre empréstimos de vários prazos e riscos.

Assim, dada a propensão a consumir e a taxa de novos investimentos, haverá apenas um nível de emprego consistente com o equilíbrio. Qualquer outro nível conduzirá à desigualdade entre o preço de oferta agregada do produto como um todo e o seu preço de demanda agregada.

Este nível não pode ser maior daquele ocorrido em pleno emprego, ou seja, o salário real não pode ser inferior à desutilidade marginal do trabalho. Mas não há razão em geral para esperar ele ser igual ao pleno emprego.

A demanda efetiva associada ao pleno emprego é um caso especial, apenas realizado quando a propensão para consumir e o incentivo para investir mantêm uma relação particular entre si. Esta relação particular, correspondente aos pressupostos da teoria neoclássica, é, em um certo sentido, uma relação ótima.

Mas só pode existir quando, por acidente ou intencionalmente, o investimento atual fornece uma quantidade de demanda agregada exatamente igual ao excesso do preço de oferta agregada da

produção resultante do pleno emprego. Sobre ele a comunidade escolherá gastar no consumo quando estiver totalmente empregada.

Assim, conclui Keynes, "exceto nos pressupostos especiais da teoria clássica, o sistema econômico pode encontrar-se em *equilíbrio estável com emprego em um nível abaixo do pleno emprego*".

Além disso, quanto mais rica for a comunidade, maior tenderá a ser o fosso entre a sua *produção real* e a sua *produção potencial*. Portanto, mais óbvios e ultrajantes são os defeitos do sistema econômico.

Isto porque uma comunidade pobre terá tendência a consumir, de longe, a maior parte da sua produção. Desse modo, uma medida muito modesta de investimento será suficiente para proporcionar pleno emprego.

Por sua vez, uma comunidade rica terá de descobrir oportunidades muito mais amplas de investimento para as propensões de poupança dos seus membros mais ricos serem compatíveis com o emprego dos seus membros mais pobres.

Se, em uma comunidade potencialmente rica, o incentivo ao investimento for fraco, então, apesar da sua riqueza potencial, o funcionamento do princípio da demanda efetiva obrigá-la-á a reduzir a sua produção real. Será até o ponto onde, apesar da sua riqueza potencial, tenha tornado tão pobre a ponto de o seu excedente sobre o seu consumo ter diminuído suficientemente para corresponder à fraqueza do incentivo ao investimento.

Embora a própria doutrina neoclássica tenha permanecido inquestionada pelos economistas ortodoxos até a Grande Depressão, o seu evidente fracasso para efeitos de previsão científica prejudicou grandemente, ao longo do tempo, o prestígio dos seus praticantes. Os economistas convencionais ficaram aparentemente indiferentes à falta de correspondência entre os resultados da sua teoria e os fatos da observação.

O homem comum não deixou de observar essa discrepância, resultando na sua crescente relutância em conceder aos economistas aquela medida de respeito dada a outros grupos de cientistas, cujos resultados teóricos eram confirmados pela observação, quando

aplicados aos fatos. O célebre otimismo da teoria econômica tradicional levou aos economistas serem vistos como *simplórios*.

Negligenciaram a tomada em consideração do *entrave à prosperidade exercido por uma insuficiência de demanda efetiva*. Imaginavam, ideologicamente, haver uma tendência natural para o emprego ótimo de recursos em uma sociedade a funcionar à maneira dos postulados clássicos. A teoria neoclássica representava a forma como gostariam a economia se comportar, ou seja, era uma Economia Normativa: *o que deveria ser – e não o que é*.

### Propensão a Consumir: Fatores Objetivos e Subjetivos

Os Capítulos 8 e 9 da *Teoria Geral*, 'A Propensão a Consumir' (1 e 2), tratam do primeiro componente da demanda agregada. A função de consumo de Keynes – a proposição de a propensão marginal a consumir ser inferior a um – foi central para o mecanismo de equilíbrio com subemprego.

Se a propensão marginal a consumir fosse igual à unidade, nenhum mecanismo de equilíbrio seria ativado pelo declínio da produção. Especificamente, enquanto o rendimento (produto) diminuísse, as despesas diminuiriam exatamente no mesmo montante, de modo qualquer diferença inicial entre a demanda agregada e a oferta agregada permaneceria inalterada.

Alternativamente, enquanto o rendimento diminuísse, o excesso inicial da poupança desejada sobre o investimento permaneceria inalterado. Assim, o sistema seria instável.

*A lei psicológica fundamental*, segundo Keynes, "da qual temos o direito de depender com grande confiança, tanto primeiro do nosso conhecimento da natureza humana e dos fatos detalhados da experiência, é os homens estarem dispostos, em regra e em média, a aumentar o seu consumo enquanto o seu rendimento aumenta, mas não tanto quanto o aumento do seu rendimento".

Este é especialmente o caso quando temos em vista períodos curtos, como no caso das chamadas *flutuações cíclicas do emprego*. Durante eles, os *hábitos*, distintos das propensões psicológicas mais

permanentes, não têm tempo suficiente para se adaptarem às novas circunstâncias objetivas.

O padrão de vida habitual de um homem, geralmente, tem o primeiro direito sobre sua renda. Ele é capaz de economizar a diferença (se descobre) entre sua renda real e as despesas de seu padrão habitual, ou, se ajustar as suas despesas às alterações nos seus rendimentos, mas vai fazer, em curtos períodos, de forma imperfeita.

Assim, um rendimento crescente será frequentemente acompanhado por um aumento da poupança, e uma diminuição do rendimento, por uma diminuição da poupança. Ocorrerá em uma escala maior no início em vez de posteriormente.

Um nível de rendimento absoluto mais elevado tenderá, em regra, a aumentar o fosso entre o rendimento e o consumo. A satisfação das necessidades primárias imediatas de um homem e da sua família é geralmente um motivo mais forte diante dos motivos de acumulação de dinheiro. Estes só adquirem influência efetiva quando é alcançada certa margem de conforto.

Estas razões conduzirão, em regra, a uma maior proporção do rendimento ser poupado enquanto o rendimento real aumenta. Mas quer se poupe ou não uma proporção maior, Keynes toma como regra psicológica fundamental de qualquer comunidade moderna, quando o seu rendimento real aumentar, não aumentará o seu consumo em uma proporção igual ao montante da elevação.

Desse modo, um montante absoluto maior deve ser poupado, exceto se uma mudança grande e incomum esteja ocorrendo ao mesmo tempo em outros fatores. Como Keynes demonstrará, posteriormente, *a estabilidade do sistema econômico depende essencialmente da prevalência desta regra na prática.*

Este simples princípio leva à mesma conclusão de antes: *o emprego só pode aumentar passo a passo com aumento do investimento.* Não será assim apenas se, de fato, houver uma mudança na propensão a consumir.

Keynes argumenta: quanto maiores forem as amortizações de empréstimos, “menos favorável ao consumo, e, portanto, ao emprego, será um determinado nível de investimento”.

Quanto mais virtuosos formos, quanto mais decididamente frugais, quanto mais obstinadamente ortodoxos nas nossas finanças pessoais e públicas, mais os nossos rendimentos cairão quando os juros aumentarem relativamente à eficiência marginal do capital. A obstinação só pode trazer alguma penalidade e nenhuma recompensa. Afinal, o resultado é inevitável.

De acordo com Keynes, “as taxas reais de poupança e despesa agregadas não dependem de Precaução, Previsão, Cálculo, Melhoria, Independência, Empreendimento, Orgulho ou Avareza. A virtude e o vício não desempenham nenhum papel”.

Ele sublinha *a lógica das obras públicas*, financiadas por dívida, tal como dada pela teoria do multiplicador da renda e emprego.

“Se o Tesouro enchesse velhas garrafas com notas, enterrasse-as em profundidades adequadas em minas de carvão desativadas, depois enchidas até à superfície com lixo urbano, e deixasse isso à iniciativa privada, com base em princípios bem comprovados de *laissez faire* para desenterrar novamente as notas (o direito de fazê-lo sendo obtido, é claro, por meio de licitação para arrendamento do território portador das notas), *não será necessário mais desemprego* e, com a ajuda das repercussões, o rendimento real da comunidade, e também a sua riqueza de capital, tornar-se-ia provavelmente muito maior do que realmente é”.

Na verdade, pondera Keynes depois dessa ironia, seria mais sensato construir casas e coisas semelhantes. Mas se houver dificuldades políticas e práticas nesse sentido, o que foi dito acima seria *melhor do que nada*.

## Estado da Expectativa de Longo Prazo

O Capítulo 12 da Teoria Geral foi descrito por Keynes como uma “digressão epistemológica” a respeito de o calendário da demanda por investimento depender de *expectativas incertas*. Mostra como a atividade de investimento, governada por essas expectativas, está

fadada a ser instável, também como a instituição do mercado de ações exagera esta instabilidade e porque as expectativas, uma vez frustradas, demoram tanto tempo a recuperar.

Além disso, Keynes utiliza duas ideias do seu trabalho anterior sobre probabilidade: o "*peso*" da evidência (explicitamente) e o *princípio da indiferença* (implicitamente) para explicar por qual razão os investidores, ao formar as suas expectativas, *prestam mais atenção ao presente em vez do possível, senão provável, de acontecer no futuro.*

Utilizado pela primeira vez pelo jovem Keynes como argumento para libertar o julgamento individual das probabilidades do conhecimento das frequências, o *princípio da indiferença* é utilizado na *Teoria Geral* para explicar por qual razão as expectativas de curto prazo determinam as expectativas de longo prazo. A frase "espírito animal" e a analogia entre investimento e um concurso de beleza vêm deste capítulo.

De acordo com ele, "seria tolice, ao formarmos as nossas expectativas, atribuir grande peso a questões muito incertas". Ele observa "por *muito incerto* não quer dizer a mesma coisa de *muito improvável*". Remete ao capítulo 6 de seu livro, *Tratado sobre Probabilidade*, intitulado "O Peso dos Argumentos".

O estado de expectativa de longo prazo, no qual se baseiam as decisões cruciais, não depende apenas da previsão mais provável do possível de fazer. Também depende da *confiança* com a qual foi feita esta previsão, ou seja, se a avaliação da probabilidade da melhor previsão se revelar completamente errada.

Se os agentes econômicos esperam grandes mudanças, mas estiverem muito incertos quanto à forma exata as quais essas mudanças assumirão, então a confiança será fraca.

O objetivo social do investimento qualificado deveria ser derrotar as forças obscuras do tempo e da ignorância envolventes do futuro. O objetivo real e privado do investimento mais qualificado hoje é *enganar a multidão!*

"Para mudar um pouco a metáfora, o *investimento profissional* pode ser comparado aos concursos de jornais na qual os concorrentes

têm de *escolher os seis rostos mais bonitos* entre uma centena de fotografias, sendo o prêmio atribuído ao concorrente cuja escolha corresponda mais de perto às *preferências médias dos concorrentes como um todo*. Desse modo, cada concorrente tem de escolher não os rostos considerados mais bonitos por ele próprio, mas aqueles considerados mais susceptíveis de atrair a atenção dos outros concorrentes, todos os quais encaram o problema do mesmo ponto de vista”.

Outra ideia de Keynes se refere ao chamado *comportamento de manada*: “a sabedoria mundana ensina ser melhor para a reputação falhar convencionalmente em vez de ter sucesso de forma não convencional”. No “popular”: – “Se eu falho por conta das minhas convicções, serei despedido... Seu eu falhar por acompanhar os outros, serei apenas uma vítima de acontecimentos coletivos...”

Estas considerações de Psicologia da Massa não devem estar fora do alcance do economista. Mas eles devem ser relegados à sua perspectiva correta.

Diz Keynes: “se me for permitido me apropriar do termo *especulação* para a atividade de previsão da Psicologia do Mercado, e o termo *empreendimento* para a atividade de previsão do rendimento prospectivo dos ativos, ao longo de toda a sua vida, nem sempre acontece a especulação predominar sobre o empreendimento”.

Os especuladores podem não causar tanto danos, quanto as bolhas de ativos infladas em um fluxo constante de empreendimentos. Mas a situação é grave quando as empresas se transformam *passam de inflar uma bolha para um redemoinho de especulação*. “Quando o desenvolvimento do capital de um país se torna um subproduto das atividades de um casino, o trabalho provavelmente será mal executado”.

O espetáculo dos mercados de investimento modernos levou a Keynes por vezes à conclusão de “*tornar a compra de um investimento permanente e indissolúvel, como o casamento, exceto por motivo de morte ou outra causa grave, pode ser um remédio útil para os nossos males contemporâneos. Isto forçaria o investidor a dirigir a sua mente para as perspectivas de longo prazo e apenas para elas*”.

A maior parte, provavelmente, das decisões de fazer algo positivo, cujas consequências se prolongarão ao longo de muitos dias, só pode ser tomada como resultado de *espíritos animais* – de um impulso espontâneo de ação em vez de inação, e não de inação. Seria como fosse o resultado de uma média ponderada de benefícios quantitativos multiplicados por probabilidades quantitativas.

Se o *espírito animal* se enfraquecer e o otimismo espontâneo vacilar, deixando de os empreendedores depender apenas de uma expectativa matemática, o empreendimento desvanecer-se-á e morrerá. Os receios de perda podem ter uma base não mais razoável em vez das esperanças de lucro anteriores.

É seguro dizer, segundo Keynes, “o empreendimento depende de esperanças estendidas para o futuro e beneficia a comunidade como um todo. Mas a iniciativa individual só será adequada quando o cálculo razoável for complementado e apoiado por *espíritos animais*”.

Desse modo, diz ele, “o *pensamento de perda*, o qual muitas vezes atinge os pioneiros, como a experiência sem dúvida nos diz e a eles, deve ser posto de lado como um homem saudável põe de lado a expectativa de morte”.

Não devemos concluir daí tudo depender de *ondas de psicologia irracional*. Pelo contrário, o *estado de expectativa a longo prazo* é muitas vezes estável e, mesmo quando não o é, os outros fatores exercem os seus efeitos compensadores.

As decisões humanas afetam o futuro, sejam elas pessoais, políticas ou econômicas. Evidentemente, não podem depender de expectativas matemáticas rigorosas, porque não existe a base para fazer tais cálculos.

Na realidade, “é o nosso impulso inato para a atividade aquilo capaz de fazer as rodas girarem, o nosso *eu racional* escolhendo entre as alternativas da melhor forma possível, calculando onde podemos, mas muitas vezes recorrendo ao nosso motivo por capricho, sentimento ou acaso”.

## Teorias dos Juros e Incentivos para a Liquidez

Neste tópico, Keynes alerta quanto a teoria neoclássica dos juros – de os juros serem a recompensa pela poupança ou pela “espera” – ser um caso especial. Ela se aplica apenas a uma economia de “troca real”, na qual não existe procura especulativa por dinheiro.

Uma explicação completa é complexa. Existe, no entanto, uma condição necessária, caso contrário, a existência de uma preferência pela liquidez pelo dinheiro como meio de detenção de riqueza não poderia existir.

Esta condição necessária é a existência de incerteza quanto ao futuro da taxa de juros. É incerto o complexo de taxas de juros para vencimentos variados a prevalecerem em datas futuras.

Se as taxas de juros vigentes em todos os momentos futuros pudessem ser previstas com certeza, todas as taxas de juros futuras poderiam ser inferidas a partir do presente das taxas de juros para dívidas de diferentes vencimentos. Elas seriam logo ajustadas ao se tomar conhecimento das taxas futuras.

Keynes considerou o aumento da preferência pela liquidez como o principal obstáculo à queda da taxa de juros. No entanto, essa sua teoria de *prêmio para renunciar à liquidez*, como explicação da taxa de juro, tendeu a ser abandonada após a sua morte.

Os keynesianos bastardos pensavam o investimento ser relativamente insensível às taxas de juro. Daí, para eles, a questão de saber o determinante dessas taxas era irrelevante.

Os economistas neoclássicos argumentaram também atribuir a determinação de um preço à obtenção do equilíbrio em um mercado não fazia sentido em uma *análise de equilíbrio geral*. Afinal, Keynes permite uma escolha entre apenas dois ativos: dinheiro e obrigações.

No *Tratado da Moeda*, havia uma terceira categoria, “títulos”. Isto prefigura a teoria moderna da escolha de portfólio. Ela afirma, agora, os investidores optarem por armazenar a sua riqueza em uma carteira de ativos, com base em um equilíbrio matemático compensatório entre riscos e retornos.

O efeito desta modificação teórica foi abolir a incerteza na tomada de decisões dos investidores. Pior, restabeleceu a ligação clássica entre poupança e investimento por meio da taxa de juro.

Contudo, a “fuga para o dinheiro”, seguinte ao *crash* de 2008, e a dificuldade das operações de mercado aberto em relançar os empréstimos bancários reavivaram o interesse na teoria de Keynes.

O *motivo especulativo* para demanda por dinheiro necessita de um exame mais detalhado diante dos outros. Ele é particularmente importante na transmissão dos efeitos de uma mudança na quantidade de dinheiro.

Em circunstâncias normais, a quantidade de dinheiro necessária para satisfazer o *motivo de transação* e o *motivo de precaução* é principalmente uma resultante da atividade geral do sistema econômico e do nível de rendimento monetário.

Jogando com o *motivo especulativo*, a gestão monetária – ou, na ausência de gestão, as mudanças fortuitas na quantidade de dinheiro – é exercida sobre o sistema econômico. Isto porque a procura de moeda para satisfazer os primeiros motivos é, geralmente, indiferente a qualquer influência, exceto a ocorrência efetiva de uma mudança na atividade econômica geral e no nível de rendimentos.

O proprietário de riqueza deseja não um determinado rendimento prospectivo, mas o melhor rendimento prospectivo disponível. Desse modo, um desejo crescente de possuir riqueza reduz o rendimento prospectivo com o qual os produtores de novos investimentos têm de ser contentados.

Isto ignora o fato de existir sempre uma alternativa à propriedade de ativos de capital reais, nomeadamente a propriedade de dinheiro e dívidas. Portanto, o rendimento prospectivo com o qual os produtores de novos investimentos têm de se contentar não pode estar abaixo do padrão estabelecido pela *atual taxa de juro* – esta é o *custo de oportunidade*.

A atual taxa de juro depende não da força do desejo de deter riqueza, mas da força do desejo de mantê-la nas formas líquida e ilíquida, respectivamente, juntamente com o montante da oferta de

riqueza em uma forma em relação à oferta dela em outra. Permanecendo inalterada a quantidade de dinheiro, um novo ato de poupança deveria diminuir a soma desejada de manter em forma líquida à taxa de juros existente.

O ponto central da argumentação de Keynes, em linguagem neoclássica, é a *utilidade marginal do dinheiro*, ao contrário da de outros bens, não diminuir quanto mais abundante for...

Na ausência de dinheiro e na ausência de qualquer outra mercadoria com as supostas características de dinheiro, as taxas de juro só alcançariam o equilíbrio quando houvesse pleno emprego.

Daí Keynes expressa uma célebre metáfora. "O desemprego aumenta porque as pessoas querem *a lua*. Os homens não podem ser empregados quando o objeto do desejo, ou seja, *o dinheiro*, é *algo não possível de ser produzido por emprego de trabalho*. Então, sua procura não pode ser facilmente suprimida. Não há outra solução senão persuadir o público de *o queijo verde ser praticamente a mesma coisa da 'lua'* e ter *uma fábrica de queijo verde*, ou seja, um Banco Central, sob controle público".

A *conclusão de Keynes* pode ser formulada da forma mais geral, considerando a propensão a consumir como dada, como se segue. "Nenhum aumento adicional na taxa de investimento é possível quando a maior entre as taxas próprias de juros próprios de todos os ativos disponíveis é igual à maior entre as eficiências marginais de todos os ativos, medida em termos do ativo cuja taxa própria do interesse próprio é maior".

Em uma *posição de pleno emprego* esta condição é necessariamente satisfeita. Mas também pode ser satisfeita *antes de o pleno emprego ser alcançado*, se existir algum ativo, com elasticidades de produção e substituição nulas (ou relativamente pequenas), cuja taxa de juro declina mais estreitamente, enquanto a produção aumenta, em comparação às eficiências marginais de ativos de capital medidos em termos dele.

Keynes não quis dizer com "equilíbrio de subemprego" uma condição de *estagnação*, mas sim uma *oscilação moderada* em torno de uma "condição crónica de atividade subnormal". Ela não é "nem desesperada nem satisfatória".

### “Modelo” da *Teoria Geral*

Keynes, no capítulo 18 – *Novo Enunciado da Teoria Geral do Emprego* –, reúne os fios do seu argumento. Para começar, deixa claro:

1. quais os elementos do sistema econômico são normalmente tomados como dados,
2. quais são as variáveis independentes do sistema, e
3. quais são as variáveis dependentes.

Toma como *dados*:

- a qualificação e a quantidade de mão-de-obra disponível,
- a qualidade e a quantidade de equipamento disponível,
- a técnica existente,
- o grau de concorrência,
- os gostos e hábitos do consumidor,
- a desutilidade das diferentes intensidades de trabalho e das atividades de supervisão e organização, bem como
- a estrutura social, incluindo as forças, além das variáveis abaixo expostas, determinantes da distribuição do rendimento nacional.

Isto não significa assumir estes fatores serem constantes, mas apenas, neste lugar e contexto, não considerar ou levar em conta os efeitos e consequências das mudanças neles.

As *variáveis independentes*, embora, como já mostrado, sejam passíveis de análise mais aprofundada, são:

- a propensão a consumir,
- a evolução da eficiência marginal do capital e
- a taxa de juro.

*As variáveis dependentes são:*

- o volume de emprego e
- o rendimento nacional (ou dividendo nacional) medido em unidades salariais.

A divisão dos determinantes do sistema econômico em dois grupos de determinados fatores e variáveis independentes é, obviamente, bastante arbitrária de qualquer ponto de vista absoluto.

A divisão deve ser feita inteiramente com base na experiência, de modo a corresponder, por um lado, aos fatores nos quais as mudanças parecem ser tão lentas ou tão pouco relevantes de modo terem apenas uma influência pequena e comparativamente insignificante em curto prazo sobre a demanda agregada. Por outro lado, aos fatores nos quais se verifica suas mudanças exercerem, na prática, uma influência dominante sobre a demanda agregada.

O objetivo é descobrir o determinante em qualquer momento do rendimento nacional de um dado sistema econômico e (o que é quase a mesma coisa) o montante do seu emprego. Isso significa, em um estudo tão complexo como o da Economia, no qual não podemos esperar fazer generalizações completamente precisas, os fatores cujas alterações principalmente determinam a demanda agregada.

A tarefa final será selecionar as variáveis possíveis de ser deliberadamente controladas ou geridas pela autoridade central no tipo de sistema no qual realmente vivemos.

Keynes tenta nesse capítulo resumir o argumento dos capítulos anteriores. Toma os fatores na ordem inversa daquela na qual os introduziu.

Haverá um incentivo para empurrar a taxa de novos investimentos até ao ponto de forçar o preço de oferta de cada tipo de ativo de capital para um valor o qual, tomado em conjunto com o seu rendimento prospectivo, faça com a eficiência marginal do capital em geral se aproximar da igualdade com a taxa de juros.

As condições físicas de oferta nas indústrias de bens de capital, o estado de confiança relativamente ao rendimento prospectivo, a atitude psicológica face à liquidez e a quantidade de dinheiro

(preferencialmente calculada em termos de unidades de salário) determinam, entre eles, a *taxa de novos investimentos*.

Mas um aumento (ou diminuição) na *taxa de investimento* terá de implicar um aumento (ou diminuição) na *taxa de consumo*. Isto porque o comportamento do público é, em geral, de tal natureza de só estar disposto a aumentar (ou diminuir) o fosso entre o seu rendimento e o seu consumo se o seu rendimento estiver a aumentar (ou diminuir).

As mudanças na *taxa de consumo* são, em geral, na mesma direção, embora em montante menor, como alterações na *taxa de rendimento*. A relação entre o incremento do consumo e um determinado incremento da poupança é dada pela propensão marginal a consumir.

O relativo, assim determinado, entre um incremento do investimento e o correspondente incremento do rendimento agregado, ambos medidos em unidades salariais, é dado pelo *multiplicador do investimento*.

Finalmente, se assumirmos (como uma primeira aproximação) o *multiplicador de emprego* ser igual ao *multiplicador de investimento*, podemos, aplicando o multiplicador ao aumento (ou decréscimo) na taxa de investimento, provocado pelos fatores descritos em primeiro lugar, inferir o *incremento do emprego*.

Um aumento (ou diminuição) do emprego é susceptível, contudo, de aumentar (ou diminuir) o calendário de *preferência pela liquidez*. Há três maneiras pelas quais tenderá a aumentar a demanda por moeda:

1. enquanto o valor da produção aumentar,
2. enquanto o emprego aumentar, mesmo caso a unidade salarial e os preços (em termos da unidade salarial) permaneçam inalterados, mas, além disso, a própria unidade salarial tenderá a aumentar enquanto o emprego melhorar, e
3. enquanto o aumento da produção for acompanhado por um aumento dos preços (em termos da unidade salarial), devido ao aumento dos custos no curto período.

Assim, a posição de equilíbrio será influenciada por estas repercussões. Há outras repercussões também.

Além disso, não existe nenhum dos fatores acima sem ser suscetível de mudar sem muito aviso, e por vezes substancialmente. Daí *a extrema complexidade do curso real dos acontecimentos*.

No entanto, estes parecem ser os fatores os quais é útil e conveniente isolar. "Se examinarmos qualquer problema real segundo as linhas do *esquematismo* acima, descobriremos ser mais administrável. À nossa intuição prática, levando em conta um *complexo de fatos* mais detalhado diante do possível de ser tratado com base em *princípios gerais*, será oferecido um material menos intratável sobre o qual trabalhar".

O texto acima é um resumo da *Teoria Geral* na argumentação pouco didática de John Maynard Keynes. Mas os fenômenos reais do sistema econômico são também influenciados por certas características especiais da propensão a consumir, do calendário da eficiência marginal do capital e da taxa de juro, sobre as quais podemos generalizar com segurança a partir da experiência, mas não são logicamente necessárias em seu esquema teórico.

Keynes discute ainda, no capítulo 19 – *Variações nos Salários Nominais* –, o efeito da redução dos salários monetários na produção e no emprego. Faz um ataque à simples noção neoclássica de um corte global nos salários monetários melhorar necessariamente o emprego.

Ao refutar esta proposição, baseia-se mais uma vez na "falácia da composição". Este capítulo representa a tentativa dele de emancipar a sua teoria da dependência do argumento de salários monetários "rígidos". No fim do século XX, os novos-keynesianos voltaram a ele.

Ele traça também, no capítulo 21 – *Teoria dos Preços* –, a sua linha de divisão entre a *teoria do equilíbrio estacionário* e a *teoria do equilíbrio mutável* – significando, por esta última, a teoria de um sistema no qual a mudança de pontos de vista sobre o futuro é capaz de influenciar a situação presente. *A importância do dinheiro decorre essencialmente do fato de ser um elo entre o presente e o futuro*.

Tendo satisfeito a tradição ao introduzir um número suficiente de suposições simplificadoras de modo a permitir Keynes enunciar – sem conseguir trocá-la por uma Teoria Alternativa da Moeda – uma Teoria Quantitativa da Moeda, considerando as possíveis aplicações as quais irão, de fato, influenciar os acontecimentos:

- (1) A demanda efetiva não mudará na proporção exata da quantidade de moeda.
- (2) Como os recursos não são intercambiáveis, haverá retornos decrescentes, e não constantes, enquanto o emprego aumenta gradualmente.
- (3) Como os recursos não são intercambiáveis, alguns produtos atingirão uma condição de oferta inelástica, embora ainda existam recursos disponíveis desempregados.
- (4) A unidade salarial tenderá a aumentar, antes de o pleno emprego ser alcançado.
- (5) A remuneração dos fatores, dentro do custo marginal, não mudará todos na mesma proporção.

A teoria dos preços deve, portanto, dirigir-se aos cinco fatores complicadores apresentados acima.

É provável o nível geral de preços não aumentar muito enquanto a produção aumenta, caso existam recursos desempregados eficientes disponíveis de todos os tipos. Mas logo quando a produção tiver aumentado o suficiente para começar a atingir os “gargalos”, é provável haver um aumento acentuado nos preços de certas mercadorias.

Por fim, neste breve resumo da *Teoria Geral*, é necessário destacar no capítulo 22 – *Notas sobre o Ciclo Comercial* –, Keynes contrastar a sua teoria com *outras teorias do ciclo econômico*, particularmente aquelas onde se sublinha o excesso de investimento como a causa da crise. Pode ser considerado como sua resposta a Hayek da Escola Austríaca.

Sua análise, afirma, “pode parecer estar em conformidade com a opinião daqueles defensores da ideia de o excesso de investimento ser a característica do *boom*, evitar este excesso de investimento ser

a única solução possível para a recessão em seguida. Se a queda não pode ser evitada por uma taxa de juro baixa, no entanto, o *boom* poderia ser evitado por uma taxa de juro elevada”.

Há, de fato, força no argumento de uma taxa de juro elevada ser muito mais eficaz contra um *boom* em vez de uma taxa de juro baixa contra uma *recessão*. Trata-se da *assimetria da política monetária*.

Inferir estas conclusões do exposto por Keynes seria, no entanto, interpretar mal a sua análise. Envolveria, na sua opinião, um erro grave.

O termo “sobreinvestimento” é ambíguo. Pode referir-se a investimentos destinados a frustrar as expectativas motivadoras deles ou para os quais não há utilidade em condições de desemprego grave, ou pode indicar uma situação na qual todo tipo de bens de capital é tão abundante a ponto de não haver nenhum novo investimento do qual se espere, mesmo em condições de pleno emprego, render ao longo da sua vida acima do seu custo de reposição.

Apenas esta última situação caracteriza o *excesso de investimento*, estritamente falando, no sentido de qualquer investimento adicional ser um puro desperdício de recursos. Além disso, mesmo se o excesso de investimento neste sentido fosse uma característica normal do *boom*, a solução não residiria em aplaudir uma taxa de juro elevada!

Provavelmente, dissuadiria alguns investimentos úteis e poderia diminuir ainda mais a propensão a consumir. Trata-se sim de tomar *medidas drásticas*, através da redistribuição de rendimentos ou de outra forma, para estimular a propensão ao consumo.

De acordo com a análise de Keynes, contudo, é apenas no primeiro sentido possível dizer o *boom* ter sido caracterizado por um excesso de investimento. A situação, indicada por ele como típica, não é aquela na qual o capital é tão abundante a ponto de a comunidade como um todo já não ter nenhuma utilização razoável, mas sim uma situação na qual o investimento é feito em condições instáveis e insustentáveis, porque é motivada por expectativas destinadas à decepção.

Assim, a solução para o *boom* não é uma taxa de juro mais elevada, mas sim *uma taxa de juro mais baixa!* Isso poderá permitir o chamado *boom* perdurar.

*A solução certa para o ciclo comercial não reside na abolição dos booms e, assim, manter-nos permanentemente em uma semi-recessão. Ao abolir as crises assim mantém-nos permanentemente em uma situação de quase-boom.*

O *boom* destinado a terminar em uma recessão é causado, portanto, pela combinação de uma taxa de juro, em um *estado de expectativa correto*, demasiado elevada para alcançar o pleno emprego. Com um *estado de expectativa equivocado*, enquanto é duradouro, evita esta taxa de juro ser efetivamente dissuasora.

“Um *boom* é uma situação na qual o otimismo excessivo triunfa sobre uma taxa de juro, em uma perspectiva mais fria, considerada excessiva”, afirma Keynes.

Quando a *Teoria Geral* foi publicada, em 1936, Keynes tinha abandonado a sua visão anterior de o capitalismo ser economicamente eficiente, mesmo em longo prazo. O “amor ao dinheiro” já não era visto como o *motor do progresso*, mas, na sua forma de “acumulação”, como *a causa da estagnação*.

Portanto, Keynes ansiava pela “eutanásia do rentista”. Embora aquele estado de coisas calamitoso fosse bastante compatível com alguma medida de *individualismo*, ainda assim significaria a *eutanásia do rentista* e, conseqüentemente, a eutanásia do poder opressivo cumulativo do capitalista para explorar o valor de escassez do capital.

Afirmou: “os juros hoje não recompensam nenhum sacrifício genuíno, assim como o aluguel da terra”. *Eutanásia do rentista* ocorre quando a taxa de inflação supera o juro prefixado...

Keynes defendia, explicitamente, “a *eutanásia do rentista*, do investidor sem função, não ser nada repentino, apenas uma continuação gradual, mas prolongada daquilo visto recentemente na Grande Grã-Bretanha – e não necessitará de revolução”.

Mesmo no seu estado deformado, porém, como um manifesto anticomunista, Keynes achava *o capitalismo era superior ao comunismo*.

Mas, para concretizar a sua promessa emancipatória, o capitalismo tinha de se tornar economicamente eficiente através de uma política estatal deliberada. Isso aceleraria o dia no qual seria seguro livrar-se dele.

Tudo isso indica a atitude crítica de Keynes em relação à *servidão por dívida* e a sua defesa consistente do *perdão da dívida*. Deve ser lido em conjunto com o seu ataque à usura, a sua antecipação da "eutanásia do rentista", a sua insistência no ajustamento dos credores e, mais genericamente, a sua persistente luta contra a deflação.

### Conclusões Parciais: Dicotomias dos Pensamentos Binários

O *dualismo cartesiano*, método desenvolvido por René Descartes (1596-1650), é uma abordagem com separação do mundo em duas categorias distintas e independentes: a mente (ou o *pensamento*) e o corpo (ou a *matéria*). Esse binarismo é reducionista.

Simplifica a complexidade do mundo ao dividir tudo em apenas duas categorias: racionalismo ou materialismo – dialético ou histórico *avant la lettre*. É simplificação excessiva da realidade porque muitos fenômenos e aspectos da experiência humana não podem ser adequadamente explicados por uma divisão binária.

O dualismo cartesiano limita nossa compreensão de fenômenos complexos emergentes de interações entre racionalidades e circunstâncias histórica diversas. Por exemplo, questões relacionadas à mente, como a consciência, a emoção e a cognição, estão intrinsecamente ligadas às funções cerebrais e corporais.

Questionamos como pensamentos econômicos e decisões práticas com considerações financeiras interagem, caso sejam considerados categorias independentes. Essa abordagem dualista é desafiadora para a investigação científica, especialmente, em áreas de conhecimento como a Ciência Econômica e as Finanças, onde a compreensão de distintas racionalidades e da psicologia dos

investidores/rentistas, estudada em Finanças Comportamentais, é fundamental.

O “terceiro incluído” implica, em vez de dividir o mundo em apenas duas categorias, reconhecer a presença de um terceiro elemento ou nível capaz de integrar e transcender essas categorias. Por exemplo:

- o pensamento marxista adota o “Nós contra Eles”, cujo “terceiro incluído” compõe-se de “remediados” entre pobres e ricos;
- a alternativa ao conflito entre trabalhadores e capitalistas é lembrar da classe média ou da mais antiga estratificação social entre diversas castas e párias;
- o pensamento neoliberal contrapõe Estado ou Mercado – e a crítica apela para a existência da Comunidade, ou seja, a predominância da Sociedade;
- contrapõe-se ao reducionismo “público não-bancário” versus “banqueiros” ao salientar todos serem participantes do sistema bancário (clientes PF e PJ, bancos públicos, privados nacionais e estrangeiros, digitais, *fintechs* etc.);
- do mesmo modo, contra a opção binária entre *economia de endividamento* ou *economia de mercado de capitais* se constata a economia possuir crédito com recursos livres, direcionados e repasses externos, debêntures e ações etc.

A abordagem do “terceiro incluído” busca integrar elementos aparentemente opostos ou separados em uma compreensão mais abrangente. Enxerga como eles interagem e se influenciam, mutuamente, em vez de vê-los como entidades separadas.

Reconhece a complexidade da realidade não ser adequadamente explicada por um simples *binarismo*. A Ciência Econômica deve superar as limitações do pensamento dualista e se abrir para *uma compreensão mais holística e integrada da realidade*.

A inovação disruptiva do pensamento econômico no século XX – a Macroeconomia keynesiana/kaleckiana – enfrentou *a dicotomia*

*neoclássica*, na qual os aspectos “reais” e “monetários” da economia são analisados separadamente uns dos outros. O problema foi os keynesianos bastardos terem feito uma ligação entre a despesa total e o nível de atividade interna e deixado o nível geral de preços no “outro lado” da dicotomia.

Sobre a política macroeconômica, no contexto da dicotomia keynesiana, surgiram dois corolários. O primeiro é o *nível de despesa total*, em determinado momento não corresponder a um *nível de atividade desejável*, dado pelo *nível de produção*, relativo à tendência de crescimento, ou pelo *nível de desemprego*, registrado para a economia como um todo. O segundo é a taxa de variação ao longo do tempo de *custos* não corresponder à desejável taxa de variação ao longo do tempo do *índice de preços*.

Por isso, não é à toa os defensores de uma *abordagem keynesiana para as finanças públicas* também serem a favor da *política de preços e rendimentos* como meio de combater a inflação. A dicotomia keynesiana divide-se entre *a produção ser determinada pela demanda agregada* e *os preços serem determinados pelos custos*.

Para os keynesianos, o *nível de preços* é governado principalmente pelo *nível dos salários nominais*. A pressão da demanda não faria qualquer diferença no nível de preços.

O “princípio hidráulico” se encontra incorporado no modelo keynesiano IS-LM-BP. O “princípio do *mark-up*” (inclusive margem de lucro) se encontra incorporado nas teorias da inflação à base de “pressão de custos”, em particular, de “pressão dos salários”.

A âncora da moeda no sistema keynesiano tradicional é o *salário monetário*, pois o valor da moeda está ancorado no *nível geral de preços*. Este, em termos absolutos, é dado pelo *peso do salário nominal agregado*.

Variação nesse salário nominal provocará mudanças nos *custos* e na *função demanda dos consumidores*, e então em diversos preços e no índice geral de preços. Por ser praticamente o único elemento de custo cujas variações afetam diretamente todos os custos, e por explicar a maior parte do poder de compra, o aumento dos salários

pode constituir tanto *um choque de custos* quanto *uma pressão de demanda*.

Porém, o salário nominal é considerado uma *variável exógena*, no modelo keynesiano tradicional, porque é estabelecido não por via de “forças de mercado”, mas sim nas “mesas de negociação” ou por decreto governamental. Sua *rigidez à baixa*, em termos nominais, implica qualquer alteração de preços relativos transformar-se em alta do nível geral de preços. O *índice de preços* é uma média ponderada de todos os preços básicos.

Na verdade, portanto, não só a expansão do custo é a causa de inflação. Sem aumento do poder aquisitivo e da demanda, o aumento do custo levaria ao desemprego e à recessão, mas não à inflação. Enfim, *salário é custo e massa salarial é demanda agregada*.

Tudo isto, porém, é insatisfatório porque *não faz menção a dinheiro ou finanças*. Criar dicotomias como procedimentos analíticos só facilita ao limitado cérebro humano adaptado ao *binarismo*, mas não condiz com *a análise do complexo sistema capitalista*.

Sem a oferta *endógena* (criada pelas forças do mercado) de moeda sancionar, não haveria aumento contínuo de preços, devido ao risco de perda de mercado. A taxa de juro fixada pelo Banco Central atua como “freio” monetário.

A função analítica das “dicotomias”, em geral, é simplificar drasticamente. Para tanto, o complexo sistema capitalista costuma ser decomposto, isto é, pensado como dois subsistemas, cada qual com certo grau de autonomia: *o produtivo e o financeiro*.

A análise das *interações dentro de cada subsistema* costuma ser realizado separadamente da análise de *interações entre os dois subsistemas*. Os procedimentos analíticos envolvem a escala de tempo sobre o qual se acredita os vários modos de interação operarem, distinguindo “efeitos em curto prazo” – talvez explicáveis – e “efeitos em longo prazo” – não importam porque todos estaremos mortos...

Focar distante passou a ser visto como equivocado e obsoleto, porque teria sido ultrapassado pelo *close-up*. Narcisistas da *self* não entendem um sistema complexo...

Integrar a *análise produtiva* (subsistema “real”) e a *análise financeira* (subsistema “monetário”) é essencial para uma compreensão abrangente do desempenho de um sistema econômico-financeiro. Visa melhorar a eficiência operacional, otimizar o uso de recursos, maximizar o lucro etc.

Os dados relevantes, atualizados e relacionados ao mesmo período de análise, para ambas as análises, envolvem informações sobre produção, custos de produção, vendas, receitas, despesas, fluxo de caixa, investimentos, entre outros. É necessário identificar relações causais nas conexões entre os dados de produção e os dados financeiros. Por exemplo, como variações na produção afetam a receita ou os custos e daí como as operações produtivas afetam o ambiente financeiro, inclusive as cotações.

Indicadores de desempenho para avaliar a eficiência operacional incluem métricas como a produtividade da mão de obra, a utilização de recursos, taxa de utilização da capacidade etc. Com eles, avalia-se a rentabilidade das operações com cálculos das margens de lucro, retorno sobre o investimento (ROI) e outras métricas financeiras.

Com base na análise integrada, é possível desenvolver estratégias e planos para melhorar a eficiência produtiva e o desempenho financeiro. Isso inclui decisões sobre alocação de recursos, investimentos em produção, precificação de produtos etc.

Com um monitoramento contínuo e integrado, ajustam-se as estratégias, se as condições mudam. O compartilhamento de informações e a colaboração Interdisciplinar dos responsáveis por produção e finanças facilitam a compreensão dos impactos mútuos.

Enfim, a integração da análise produtiva e financeira requer uma *abordagem holística* e permite uma compreensão profunda das operações de todas as organizações – e da Macroeconomia! Supera o *binarismo simplório* tão assumido por mentes preguiçosas.

## Capítulo 3 - Michal Kalecki

Quero iniciar este capítulo sobre Michal Kalecki lembrando do colega do IE-UNICAMP, Jorge Lobo Miglioli. Lembro-me, no meu mestrado no DEPE-IFCH-UNICAMP, ele ser apresentado como o maior conhecedor desse autor no Brasil. Afinal, seu currículo explica a razão.

Segundo informações coletadas do Lattes, sua graduação em Ciências Sociais foi pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (1960), mestrado em Planificação (1964) e doutorado em Economia, ambos pela Escola Superior de Planificação e Estatística (1968) na Polônia. O título de sua tese foi *A Policy Of Development For Underdeveloped Economies*, sob orientação de Kazimierz Laski.

Conheceu profundamente a vida e a obra de Kalecki. Não à toa, fez selecionou e traduziu os ensaios mais importantes. Escreveu a introdução e organizou dois livros publicados no Brasil sobre Kalecki, um pela Editora Ática em 1980, outro pela Hucitec em 1983.

Além desses, escreveu também a apresentação do livro *Teoria da Dinâmica Econômica [Theory of Economic Dynamics - An Essay on Cyclical and Long-Run Changes in Capitalist Economy]*, a principal obra de Michal Kalecki, na Coleção *Os Economistas* (Nova Cultural, 1984). Em 1976, já tinha sido publicada na Coleção *Os Pensadores*.

Vou, inicialmente, selecionar alguns trechos de suas ótimas apresentações para o leitor fazer uma boa ideia de quem foi Kalecki. Como mostrarei nas Considerações Finais, sua teoria macroeconômica é distinta da keynesiana. Eu sempre simpatizei mais com a dele...

### Vida de Kalecki

Michal Kalecki nasceu em Lodz, em 22 de junho de 1899, cidade industrializada, situada a 120 km de Varsóvia. Nessa época, o território polonês se encontrava dividido entre os impérios germânico, austro-húngaro e russo, este dominando Varsóvia e Lodz.

Sua família era judia da classe média. Em 1917, ano da Revolução Soviética na Rússia, ingressou na Escola Politécnica de Varsóvia, onde estudou dois anos e interrompeu seus estudos para prestar serviço militar. Somente em 1921 reiniciou seus estudos na Politécnica de Gdanski (norte da Polônia), mas não chegou a graduar-se nela e nem tampouco em Economia, aliás, como Keynes. No caso dele, precisou ajudar a manter sua família com a reviravolta política sob o império russo.

Seu primeiro título acadêmico ele o obteve aos 57 anos de idade, quando, já internacionalmente reconhecido, o governo polonês o nomeou professor universitário. Em 1964, a Universidade de Varsóvia lhe conferiu o título de doutor *honoris causa*.

Sua atração pela Economia surgiu quando tomou conhecimento da Economia Marxista. Encantou-se especialmente por Tugan-Baranovsky e Rosa Luxemburgo.

Segundo Miglioli (1980), “foi um *autodidata*. Em sua formação como economista, recebeu profunda influência das obras de Marx e de outros autores marxistas”.

Seu primeiro emprego como fosse economista foi no Instituto de Pesquisa de Conjuntura e Preços, de Varsóvia, em 1927, no qual permaneceu por quase dez anos. Em 1935, quando já tinha publicado seu estudo inovador com uma *teoria dos ciclos econômicos*, viajou para a Suécia com uma bolsa de estudos, onde pretendia trabalhar com Gunnar Myrdal, líder da Escola de Estocolmo.

No ano seguinte, mudou-se para a Inglaterra, onde trabalhou na *London School of Economics*, depois de se demitir do Instituto de Pesquisa de Conjuntura e Preços, devido à perseguição política orquestrada pelo governo stalinista. Passou por Paris, em 1937, para estudar o programa de reformas sociais de um governo progressista.

De volta à Inglaterra, procurou Keynes para solicitar ajuda na obtenção de um emprego por insistência de Joan Robinson, amiga de ambos. Keynes o considerava um simples discípulo, mas com posições sociais e políticas diferentes.

Kalecki obteve um posto na Universidade de Cambridge (1937/39), onde estreitou sua amizade com Joan Robinson e Piero

Sraffa. Em janeiro de 1940, ele se transferiu para o Instituto de Estatística da Universidade de Oxford, para colaborar com estudos econômicos e estatísticos, relacionados à economia de guerra, onde permaneceu até o fim da guerra em 1945.

Terminada a Segunda Guerra Mundial, Kalecki prestou serviços durante algum tempo para a Organização Internacional do Trabalho, no Canadá. Voltou à Polônia, mas não se entendeu com o governo stalinista instaurado lá. Daí foi para o Departamento Econômico do Secretariado da ONU, em Nova York, onde demitiu-se em fins de 1954 por razão de "patrulha ideológica" no apogeu da Guerra Fria.

Retornando à Polônia, a partir de 1956, com a liberalização política e a efervescência intelectual resultante da morte de Stalin, em março de 1953, vítima de um derrame. Ocupou diversos cargos: diretor de pesquisas no Departamento de Ciências Econômicas da Academia Polonesa de Ciências (1955/56), presidente da Comissão de Planejamento de Longo Prazo (1957/60), vice-presidente do Conselho Econômico do Estado (1957/63), e, ao longo de todo esse tempo (de 1956 a 1969), professor na Escola Central de Planificação e Estatística. O foco de seus trabalhos publicados passou a ser os *diferentes problemas das economias socialistas*.

Em 1968, em represália à campanha em favor da democracia, o governo do Partido único empreendeu vasto expurgo. Economistas oportunistas, em busca de seus cargos, o acusaram de não ser marxista!

Demitiu-se, novamente, por razão política. Foi convidado a passar alguns meses em Cambridge, onde recebeu expressiva manifestação de reconhecimento por sua contribuição à teoria econômica. Mas ele já se encontrava doente e abatido pelos tristes acontecimentos na Polônia. Kalecki morreu em Varsóvia no dia 17 de abril de 1970.

Por fim, é interessante conhecer a impressão dele por Jorge Miglioli. "Michal Kalecki era baixo [diferentemente de Keynes] e magro. Tinha cabeça grande, rosto oval, olhos pequenos e pretos como o cabelo antes de se tornar grisalho."

Era irrequieto, ao escrever, interrompia sempre para andar e pensar, e mesmo ao dar aulas não parava sentado. Embora educado, gentil e simples, era extremamente irônico. Nada era sagrado.

Era antidogmático, cético e irreverente. Tinha apego a certos princípios éticos, por exemplo, ser solidário com todos os próximos.

“Kalecki jamais alterou sua atitude ou suas ideias em troca de favores ou por estar sob pressão. Um princípio coerentemente adotado por Kalecki, em toda a sua vida, foi o de *defesa dos trabalhadores*”.

Kalecki detestava dogmas, ideias prontas e jamais aceitava um novo argumento sem meditação e questionamento. Nunca ficava plenamente satisfeito com seus trabalhos e buscava sempre revisá-los.

Por isso, seus trabalhos são, em geral, extremamente concisos e curtos. Ensaios, artigos, capítulos de livros têm, em média, pouco mais de 10 páginas.

Suas conclusões, mesmo as mais originais são apresentadas com simplicidade, sem nenhuma autopropaganda preparatória para os leitores reconhecerem sua originalidade ou genialidade. Muitos não conseguem descobrir sua antecipação daquilo depois conhecido como a “revolução keynesiana” na teoria econômica.

Um dos problemas para isso é a utilização da linguagem matemática. Pressupõe tornar com ela seus escritos mais precisos, mas acaba atendendo apenas à opinião especializada em econometria.

Embora busque facilitar a leitura ao usar apenas a álgebra elementar, mesmo tendo formação sofisticada em Matemática, acaba não atingindo à opinião pública como fazia Keynes. Este era também um *intellectual público*, inclusive por ser jornalista e não se relacionar apenas com economistas.

A formação teórica de Kalecki foi marxista, mas não adotou o jargão comumente adotado na literatura marxista tradicional. Não citava Karl Marx como “argumento de autoridade”, mas empregava o método de sua Economia Política com a divisão da sociedade capitalista em apenas duas classes.

Tinha aversão à classificação de seu pensamento em alguma corrente de pensamento econômico. Dizia “fazer ciência e não religião”.

Alguns economistas destacam sua filiação marxista, para deplorá-la, outros o situam na “ala esquerda” do keynesianismo. A terminologia e o estilo de Kalecki estavam próximo dos adotados por Keynes e seus discípulos. Afinal, ele conviveu muito de perto com eles em sua passagem por Cambridge e foi quem traduziu a *Teoria Geral* para o polonês, publicada nessa língua somente em 1956.

Mas, novamente, como será demonstrado adiante nas resenhas de seus trabalhos de 1933 e 1935, suas ideias sobre o problema da demanda efetiva, tema central da *Teoria Geral*, apareceram antes dela.

### Obra de Kalecki

As principais contribuições intelectuais estão contidas nos trabalhos de Kalecki separados por Miglioli em três grupos:

1. sobre as economias capitalistas desenvolvidas,
2. sobre as economias sub-desenvolvidas e
3. sobre as economias socialistas.

Ele escreveu também acerca de outros temas como: questões de política, estatística, matemática teórica, metodologia econômica etc.

Seus primeiros escritos (1927/32) sobre as economias capitalistas abordavam problemas de produção e comercialização de mercadorias específicas, dominadas por cartéis internacionais. Por isso, jamais aceitou o pressuposto teórico da concorrência perfeita.

A grande crise econômica de 1929/33 exerceu uma influência decisiva sobre as preocupações teóricas de Kalecki. Em 1933, ele publicou *Esboço de uma Teoria do Ciclo Econômico*. Este pequeno livro (55 páginas) se tornou um dos seus trabalhos mais famosos, visto como antecipador de conceitos apresentados na *Teoria Geral* de Keynes.

Até o fim de sua vida ele se empenhou em estudar os problemas da *dinâmica* (flutuações cíclicas e mudanças em longo prazo) das economias capitalistas. Considerar as variações ao longo do tempo era distinto da estática-comparativa de Keynes.

Na primeira metade da década de 1950, ao trabalhar no Secretariado da ONU, Kalecki passou a ter contato com países subdesenvolvidos e a interessar-se por seus problemas econômicos. Como resultado, elaborou vários estudos, tanto práticos como teóricos.

Em português, vários deles estão incluídos em: MIGLIOLI, Jorge (org.), *Kalecki* (São Paulo: Ática, 1980), e KALECKI, Michal, *Crescimento e Ciclo das Economias Capitalistas* (São Paulo: Editora Hucitec, 1983).

Os estudos teóricos se referem a problemas de desemprego, ajuda econômica internacional, desenvolvimento econômico. Dentre esses estudos, o mais importante se intitula *O Problema do Financiamento do Desenvolvimento Econômico*, publicado originalmente no México, em 1954, teve grande influência na formação do pensamento estruturalista da CEPAL.

Voltando para a Polônia, em 1955, no ano seguinte, Kalecki se viu no meio das manifestações políticas. Derrubaram o governo stalinista de então e criaram, no país, um ambiente democrático favorável ao ressurgimento cultural. Na área da Economia, iniciou-se um grande debate desde os princípios básicos da Ciência Econômica até questões muito específicas do sistema produtivo polonês.

De todos seus trabalhos, o mais importante nessa época foi o livro *Introdução à Teoria do Crescimento em Economia Socialista* (primeira edição em 1963 e a segunda, ampliada, em 1968). Foi traduzido para vários idiomas.

A grande contribuição de Kalecki para o entendimento do modo como funciona e se desenvolve a economia capitalista está em sua formulação e seu aprofundamento do Princípio da Demanda Efetiva. Para compreender a grandeza de sua contribuição, é preciso observá-la dentro da história do pensamento econômico.

Jean-Baptiste Say, na França, viria a formular o conhecido posteriormente, a ser como “Lei dos Mercados de Say”, segundo a qual toda produção criava a demanda necessária para absorvê-la. Segundo Say (*Tratado de Economia Política*, 1814): “Um produto, tão logo seja criado, nesse mesmo instante gera um mercado para outros produto sem toda a grandeza de seu próprio valor”.

Ela foi transformada em dogma pelos economistas neoclássicos. A impossibilidade de crise de superprodução, a distribuição de renda entre salários e lucros, a insignificância da exportação e dos gastos públicos para o aumento da produção caíam “como uma luva” para a defesa ideológica da Economia de Livre Mercado.

Se a produção cria a demanda, então, esta última tem um papel passivo. A acumulação de capital e o progresso econômico dependem apenas da produção, não encontrando nenhum obstáculo por parte da demanda.

Na realidade, uma parte da renda gerada no processo produtivo deixa de ser gasta em consumo, ou seja, é poupada. Isso poderia significar essa parte gerar um excedente de produção, um volume invendável de mercadorias.

Isso, porém, não acontece, de acordo com seguidores da Lei de Say. A parte poupada da renda de um capitalista seria usada de dois modos: diretamente para acumulação de capital fixo e/ou indiretamente para empréstimo a outros capitalistas de modo eles usem para investimento.

Assim, toda poupança se transformaria em investimento. Portanto, toda a produção estaria sendo vendida: uma parte para consumo e outra para investimento.

Poderia haver, circunstancialmente, um excesso de produção em alguns setores específicos de atividade, mas isso seria logo corrigido. Afinal, os capitais se deslocariam deles para os setores onde há demanda.

Como a demanda não constitui obstáculo para a produção, porque é criada por esta, então a acumulação de capital e o desenvolvimento econômico passam a ser determinados apenas pelas condições da produção. Entre estas, a taxa de lucro tem um papel

essencial, porque quanto maior ela for, maior será a taxa de poupança e, conseqüentemente, a taxa de investimento.

Considerando-se o preço como dado, isto é, determinado pelas condições da concorrência, o lucro passa a depender do salário: quanto maior este, menor aquele. A suposição fundamental dessa conclusão é a de que a renda total, composta de salários e lucros, ser uma grandeza dada.

Daí, o aumento na parcela dos salários dá como resultado uma redução de igual magnitude na parcela dos lucros. Por isso, o principal empecilho à acumulação, para os neoliberais, é o aumento dos salários.

A suposição adotada nesse argumento tem várias outras implicações. Se a produção cria sempre sua própria demanda, toda a renda gerada na produção é necessariamente gasta na compra dessa mesma produção. Se ela é poupada, tem de ser investida.

Se o crédito vai além da poupança, haverá inflação. Por isso, seus adeptos, como a Escola Austríaca, aponta o crédito como causa de distúrbio!

Supõem o poder de compra da renda não ser afetado pelo modo como ela se distribui. Então, a Lei de Say é chamada também de "lei da preservação do poder de compra".

*Se a renda for redistribuída em benefício dos salários, isso significará apenas os trabalhadores (com seus maiores salários) comprarão mais e os capitalistas (com seus menores lucros) comprarão menos. Nesse caso, segundo a Lei de Say, o montante total da produção e da renda não será modificado.*

De acordo com esse mesmo princípio, *se os tributos forem aumentados*, isso não afetará a produção, mas apenas transferirá para o Estado uma parte do poder de compra dos indivíduos. Do mesmo modo, *se as exportações forem incrementadas*, a produção não será alterada, porque a parte a ser exportada, caso permanecesse no país, seria adquirida pelo poder de compra nacional gerado pela própria produção.

Keynes louva Malthus como um dos melhores economistas britânicos por lhe ter inspirado. De acordo com Malthus (*Princípios de*

*Economia Política*, 1820), a demanda tende a ser inferior à produção. Isso porque, *se os trabalhadores gastam toda sua renda, o mesmo não acontece com os capitalistas.*

Dos lucros totais, os capitalistas usam uma parte para consumir e outra para acumular capital, mas uma parte restante não é gasta em coisa nenhuma. Isto porque, em vez de gastar, os capitalistas manifestam uma “preferência pela indolência” – um conceito muito semelhante ao de “propensão a poupar”, elaborado por Keynes um século mais tarde.

Se a demanda não é necessariamente igual à produção, então, o progresso econômico dependerá não apenas do acréscimo da capacidade produtiva, mas também dos *determinantes do aumento da demanda efetiva*, imprescindível para pôr em operação aquela acrescida capacidade. Entre esses determinantes, Malthus menciona a redistribuição da renda, a expansão das exportações e dos gastos improdutivos, entre os quais se incluem os gastos públicos, ou seja, os futuros componentes da Despesa Final pela Contabilidade Nacional, inspirada em conceitos keynesianos.

Também Karl Marx se opôs frontalmente à Lei de Say. Como os capitalistas, considerados em conjunto, conseguem realizar a mais-valia, auferir um lucro? Comprando, uns dos outros, mais mercadorias, além daquelas correspondentes ao valor de capital constante (máquinas e insumos) e capital variável (salários).

Quais mercadorias são estas? Os capitalistas, enquanto pessoas, precisam consumir. Logo, eles compram bens de consumo.

Os capitalistas, prioritariamente, preocupam-se em acumular capital. Então, eles compram bens de investimento como novos equipamentos, entre outros.

Em conclusão, o montante do lucro auferido pelos capitalistas em conjunto vai depender do quanto eles mesmos gastam na compra de bens de consumo e de investimento. Assim, supondo-se dada a capacidade produtiva total da economia, o lucro é determinado pelo investimento e consumo dos capitalistas.

Essas conclusões, tiradas diretamente da teoria de Marx, seriam claramente explicadas por Kalecki, em linguagem não

marxista. Todavia, nem todos os estudiosos de Marx entenderam devidamente a explicação kaleckiana do *problema da realização* no processo de acumulação de capital.

Portanto, Keynes se inspirou em Malthus e Kalecki se inspirou em Marx. Mas não só na literatura marxista.

A Grande Depressão, iniciada em 1929, acabaria por levar ao reconhecimento da *importância da demanda efetiva no processo de produção*. Isto apesar da esmagadora maioria dos economistas de formação ortodoxa ter continuado a conservar suas convicções neoclássicas, apoiadas na Lei de Say.

Uns poucos, menos apegados à ortodoxia, começaram a ver o problema. Isso aconteceu simultaneamente com dois grupos de economistas europeus nos primeiros anos da década de 1930.

Bertil Gotthard Ohlin (1888-1979), Erik Robert Lindahl (1891-1960) e Gunnar Myrdal (1898-1987), influenciados pela revisão metodológica da obra de Knut Wicksell, questionaram as relações entre poupança e investimento, usadas por Keynes no *Tratado da Moeda*. Mas escreveram em sueco ou alemão, traduzindo as obras da Escola de Estocolmo para o inglês somente a partir de 1939.

Na Inglaterra, John Maynard Keynes e alguns discípulos, entre os quais, Joan Robinson e Richard Kahn, enfrentaram o domínio da Lei de Say. Depois da publicação, em 1936, da *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* de Keynes, graças ao grande prestígio político de seu autor, influente nos meios acadêmicos ocidentais, o *princípio da demanda efetiva* foi ganhando aceitação geral.

Antes de surgir a *Teoria Geral* de Keynes, segundo Jorge Miglioli, Kalecki já havia sido publicado, em polonês, três estudos dele. Constituíram, em conjunto, *a primeira formulação precisa e sistemática do papel da demanda efetiva no processo de reprodução capitalista*.

Nesses estudos pode-se constatar claramente a influência de Marx, Tugan-Baranovski e Rosa Luxemburgo, como o próprio Kalecki reconhece nos ensaios "As Equações Marxistas de Reprodução e a

Economia Moderna” e “O Problema da Demanda Efetiva em Tugan-Baranovski e Rosa Luxemburgo” – ambos constam de *Crescimento e Ciclo das Economias Capitalistas*, organizado por Miglioli em 1980. A partir deles Kalecki foi ampliando e aprimorando suas concepções, culminando com a publicação de sua *Teoria da Dinâmica Econômica* em 1954.

Antes da análise dessa sua *Magnum opus*, resenharei em seguida os três estudos citados: “Esboço de uma Teoria do Ciclo Econômico” e “Comércio Internacional e ‘Exportações Internas’”, ambos de 1933, e “O Mecanismo da Recuperação Econômica”, de 1935. O primeiro foi também publicado, com versões diferentes, em francês e inglês em 1935.

### Demanda Efetiva em Tugan-Baranovski e Rosa Luxemburgo

Vale ler o ensaio *O Problema da Demanda Efetiva em Tugan-Baranovski e Rosa Luxemburgo*, porque nele Kalecki trata as contribuições desses dois autores marxistas ao exame da “realização da produção”, ou seja, *o problema dos mercados determinados por demanda efetiva*. Eles influenciaram suas concepções sobre a *dinâmica da economia capitalista*.

Ele afirma ser necessário construir uma teoria das decisões de investimento de modo a cobrir todos os aspectos dessa dinâmica – e não apenas os relevantes para o ciclo econômico. Porém, ele ainda desenvolvera tal teoria, considerada por ele *o problema central da Economia Política do capitalismo*.

*O problema da demanda efetiva* aparece como *o problema da superprodução*, na literatura marxista.

Devido à redução do emprego nas indústrias de bens de investimento e de bens de consumo duráveis para os capitalistas, haverá também uma diminuição da demanda de bens de consumo para os trabalhadores e uma queda do emprego nas indústrias produtoras desses bens de consumo não duráveis. Com a queda na renda da classe trabalhadora a proporção entre lucros e salários é mantida.

A situação geral de superprodução afeta adversamente as decisões de investimento dos capitalistas. Com estoques acumulados e capacidade produtiva ociosa eles não estão dispostos a investir, contribuindo para deteriorar ainda mais a situação.

Essa é uma *crise típica*. É seguida por um *período de prosperidade*.

O capitalismo sempre se depara com o problema da demanda efetiva e, por isso, é instável. Depende da influência das inovações tecnológicas, da descoberta de novas fontes de matérias-primas, ou de outros fatos similares para abrir novas perspectivas aos capitalistas.

Kalecki conclui: por causa do problema de demanda efetiva, a reprodução ampliada não é um estado natural do sistema capitalista. Tal reprodução não é também necessariamente resultado dos "mercados externos", como concebe a Rosa de Luxemburgo.

Ela erra ao achar irrelevante o problema da demanda efetiva para o desenvolvimento do capitalismo. Ao considerar a tomada de decisões de investimento por parte dos capitalistas, ela não supõe essas decisões serem tomadas pela classe capitalista com um todo.

Essa classe se frustra pelo reconhecimento de não haver um mercado final para o excedente de bens correspondente à acumulação. Por qual razão investir nessas condições?

Os capitalistas fazem muitas coisas como classe, mas certamente, *eles não investem como classe...*

Rosa Luxemburgo vê a possibilidade encontrar mercado para o excedente de bens apenas fora do sistema capitalista. Nesse "resto do mundo", ela coloca os países subdesenvolvidos e os setores não capitalistas das economias desenvolvidas como a agricultura camponesa.

Somente as exportações do sistema capitalistas constituiriam, para ela, a fonte do desenvolvimento. Portanto, *o próprio capitalismo, ao penetrar gradualmente em todo o mundo, eliminaria a possibilidade de seu posterior desenvolvimento!*

Pior, ela considera o mercado para o excedente em termos do valor total das exportações. Não percebe o impacto na renda nacional se dar pelas *exportações líquidas*, isto é, descontadas as importações.

Interessante foi ela, no início do século XX, incluir, em seus "mercados externos", *o mercado criado pelas compras do governo*, em particular, as compras de armamentos. No entanto, repete o erro teórico de considerar a despesa total do governo – e não avaliar com base em saldo fiscal e/ou o tipo de financiamento de eventual déficit.

Se essa despesa for coberta por tributos incidentes sobre a classe trabalhadora, eles não terão qualquer efeito no sentido de absorver o produto nacional, porque os novos mercados de armamentos serão compensador por igual redução no consumo dos trabalhadores.

Se as compras de armas são financiadas pela emissão de títulos de dívida pública, então, o excedente de bens é vendido pelos capitalistas em troca do dinheiro obtido pelo governo através das vendas desses títulos aos capitalistas financeiros. Os capitalistas garantem o crédito ao governo por meio do sistema bancário para ele comprar o excedente de bens.

Quando o gasto governamental em armamentos é coberto pelo imposto sobre lucros, ele também constitui um modo de absorver a acumulação, mas diferentemente do caso no qual o financiamento é feito por endividamento público. Os lucros não aumentam então como o resultado das novas vendas de armas e excedente é absorvido por meio desse confisco governamental.

Rosa Luxemburgo não previu a possibilidade de contrapor-se a essa crise causada pela exaustão dos mercados por meio das compras governamentais. Mas acertou no papel central dos "mercados externos" no funcionamento do capitalismo moderno.

Esses autores marxistas anteciparam o caráter paradoxal de um "sistema antagônico", cujo principal objetivo não é o de prover as necessidades humanas. *Visa sim produzir armas para matar humanos.*

Na visão de futuro, apresentada um século atrás, já previam: *as máquinas devem produzir máquinas para a produção de máquinas...* O processo de automação e robotização atual com a dispensa de trabalhadores das indústrias para sobreviverem nos serviços urbanos sem direitos trabalhistas corresponde à essa antecipação.

## Mecanismo de Recuperação Econômica

Este ensaio de Michal Kalecki, traduzido por Jorge Miglioli, *The Mechanism of the Business Upswing*, foi reproduzido no livro *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy*, e originalmente publicado em polonês no *Polska Gospodarcza* n. 43 em 1935. Portanto, antes da publicação da *Teoria Geral* de Keynes.

Por ser mais didático, Miglioli recomenda sua leitura antes dos dois seguintes. "Esboço de uma Teoria do Ciclo Econômico" [*Outline of a Theory of the Business Cycle*], foi publicado antes em 1933. "Comércio Internacional e Exportações Internas", foi publicado em 1935. Resenharei também "Aspectos Políticos do Pleno Emprego" de 1943. Finalizarei esse panorama da Macroeconomia de Kalecki com a resenha do livro *Teoria da Dinâmica Econômica*, publicado em 1954.

Na Ciência da Complexidade, um sistema complexo é um composto por muitos componentes interconectados, cujo comportamento emergente não pode ser facilmente previsto apenas pela análise das partes individuais isoladamente. Esses sistemas são caracterizados por sua dinâmica não linear e interações não triviais.

A emergência de propriedades coletivas não podem ser deduzidas a partir das características das partes isoladas. Um sistema econômico-financeiro, bem como a própria sociedade como um todo, enquadra-se, perfeitamente, na definição acima de sistema complexo.

Em sistemas complexos, pequenas mudanças nas condições iniciais ou nas interações entre os componentes podem levar a resultados surpreendentes e imprevisíveis. Nesse campo de conhecimento, ainda sem esses conceitos e/ou definições, Michal Kalecki (1899-1970), economista polonês, foi vanguardista com sua Macroeconomia dinâmica.

Com formação marxista, mas jargão keynesiano, em 1933, ele publicou *Esboço de uma Teoria do Ciclo Econômico*. Ele se tornou um dos seus trabalhos mais famosos, visto como antecipador de conceitos apresentados na *Teoria Geral* de John Maynard Keynes (1883-1946), publicado em 1936. Mas *Mecanismo de Recuperação Econômica*, originalmente publicado em polonês, em 1935, é mais didático (menos econométrico) – e aqui o usarei como referência para análise de seu pioneirismo na Macroeconomia.

A Ciência da Complexidade busca entender e modelar sistemas, utilizando a teoria dos sistemas dinâmicos, a teoria das redes complexas e a teoria do caos. Procura desvendar os padrões emergentes, propriedades auto-organizadas e comportamentos coletivos surgidos nesses sistemas, útil em economia e finanças.

Em seu excepcional ensaio, pioneiro de sua Teoria dos Ciclos Econômicos, Kalecki salienta entrelinhas o papel-chave do complexo sistema financeiro emergente de interações de todos esses componentes destacados. Sua leitura comprova a literatura de denúncia da “financeirização” ter sido uma regressão mental de economistas, apesar do jargão marxista, sem entendimento adequado do sistema capitalista.

“A pré-condição do sucesso da intervenção governamental – e da recuperação natural – é a possibilidade de suprir a acrescida demanda por crédito através do sistema bancário, sem aumentar demais a taxa de juro. Se a taxa de juro for elevada, de forma o investimento privado ser diminuído em uma magnitude exatamente igual à do empréstimo tomado pelo governo, então, obviamente não se criaria qualquer poder de compra. Só haveria uma mudança em sua estrutura [participações relativas dos componentes do sistema]”, disse Kalecki.

Vou resumir uma parte de sua argumentação. Na década de 30 do século XX, o desemprego em massa era o mais evidente sintoma da depressão econômica. Economistas neoclássicos diagnosticavam a causa desse desemprego ser a carência de equipamento de capital fixo relativamente ao aumento da população.

Kalecki afirmou a situação ser justamente a inversa. Durante a depressão, o existente equipamento de capital é utilizado em

pequeno grau, ou seja, o equipamento ocioso corresponde à força de trabalho desempregada.

Qualquer empresário individual diria não utilizar o equipamento ocioso para a produção, nem tampouco contratar desempregados, porque não seria lucrativo. Os preços possíveis dele vender sua produção sequer cobririam seus custos correntes, isto é, despesas com matérias-primas, salários, impostos etc. Daí economistas neoclássicos recomendavam uma redução dos salários para superar a depressão!

Kalecki salientou uma das principais características do sistema capitalista – como um sistema complexo conforme diagnosticaria hoje a Ciência da Complexidade – é o vantajoso para um empresário individual não necessariamente beneficiar a todos os empresários como classe.

“Se um empresário reduzir os salários, *ceteris paribus*, ele poderá expandir sua produção com lucro, mas se todos os empresários fizerem a mesma coisa, o resultado será inteiramente diferente”. Salário é custo microeconômico e massa salarial é demanda!

Caso os capitalistas desejassem se aproveitar do baixo custo de mão-de-obra e expandissem a produção, os bens produzidos teriam de ser vendidos. A parte deles não consumidas pelos trabalhadores (sem fazerem poupança) teria de ser adquirida pelos capitalistas. Ora, o “consumo de luxo” sofre mudanças, mas são pequenas, no decorrer do ciclo econômico. Afinal, dinheiro nunca foi problema para gente rica!

Portanto, o efeito imediato dos maiores lucros de alguns empresários será uma acumulação de reservas financeiras deles nos bancos. Desse modo, nem todos os bens produzidos, para gerar maiores lucros, serão vendidos. Seus estoques aumentarão, se não for feita uma liquidação, isto é, uma redução dos preços para dar liquidez aos detentores dos estoques dessas mercadorias – e não terem custo de oportunidade.

Assim, o efeito da redução de custo salarial será anulado. No fim das contas, somente terá ocorrido uma redução de preços, cancelando a vantagem da redução de custo para os empresários e

reaparecendo o desemprego junto com a subutilização do equipamento disponível.

Depois da redução dos salários e antes dos empresários tentarem aumentar a produção com o equipamento existente já teria ocorrido uma queda dos preços. Como os empresários não usam imediatamente os recursos, extraídos da exploração de trabalhadores, para comprar bens de consumo ou de investimento, a renda agregada é reduzida no mesmo montante, dissipada por meio do declínio dos preços.

Kalecki, em 1935, observou: "tudo isso pode ser observado em todos os países, durante a depressão mundial dos anos 1931-1932, quando a onda de reduções salariais provocou uma rápida queda dos preços em vez de um aumento da produção". Foi uma Grande Depressão deflacionária!

A doutrina neoclássica dos cortes de salário como saída da depressão é, às vezes, complementada com um remédio contra a queda de preços. A criação de cartéis é vista como a possibilidade de pôr fim à "competição exacerbada" de fazer dumping.

É muito improvável, segundo Kalecki, os cartéis investirem os lucros derivados das reduções salariais mais prontamente em comparação aos empresários em "livre concorrência". Em um sistema cartelizado, também as receitas diminuirão quanto seus custos: embora os preços permaneçam inalterados ("rígidos"), as quantidades das vendas dos produtos cairão na mesma proporção.

Kalecki salienta: "em um sistema misto, composto de um setor cartelizado e um setor concorrencial, o resultado dos cortes de salários será algo intermediário: haverá uma queda da produção, mas será mais fraca diante de um sistema inteiramente cartelizado".

A conclusão é, novamente, uma redução dos salários não constitui uma saída da depressão. Eventuais ganhos não são usados imediatamente pelos capitalistas, para a compra de bens de investimento e aumento da capacidade produtiva, com contratação de trabalhadores desempregados.

Kalecki testa e prova o caso contrário: o aumento do investimento per se, sem uma diminuição do salário, causa uma elevação da produção.

Supõe como resultado de alguma inovação tecnológica disruptiva haver um aumento do investimento associado à sua propagação. Para os capitalistas, estimula seus investimentos, mesmo se seus lucros não aumentarem por não ter havido uma redução de salários, tampouco diminuam seu consumo de luxo para sobrar mais do lucro.

O financiamento do investimento adicional é realizado pela criação do poder de compra, dada a concessão de crédito pelos bancos, diante da demanda empresarial. Os recursos usados pelos empresários para a construção de novos estabelecimentos atingem as indústrias de bens de investimento.

Essa demanda adicional põe em operação o equipamento ocioso e trabalhadores desempregados. O aumento do emprego é fonte de demanda adicional por bens de consumo e isso, por sua vez, gera um nível mais elevado de emprego nas indústrias.

“A despesa de investimento adicional vai, diretamente ou através dos gastos dos trabalhadores, para os bolsos dos capitalistas”. Kalecki supõe os trabalhadores não pouparem: gastam o recebido, enquanto os capitalistas ganham tudo gasto.

Os lucros adicionais retornam aos bancos como depósitos. Os créditos bancários aumentam em montante igual ao investimento adicional e os depósitos em valor igual aos lucros adicionais.

Kalecki oferece assim uma *abordagem sistêmica financeira* em sua Macroeconomia. Foi um pioneiro ou vanguardista, cuja obra propicia conhecimento útil até hoje.

### Papel-chave do Sistema Financeiro na Recuperação Econômica

Michal Kalecki (1899-1970), economista polonês, vanguardista na sua Macroeconomia dinâmica no ensaio *Mecanismo de Recuperação Econômica*, publicado em 1935, analisa a seguinte sequência. “Os empresários, ao se engajarem em investimento adicional, impelem para os bolsos de outros capitalistas os lucros

iguais aos seus investimentos – e tornam-se devedores desses capitalistas em igual montante através dos bancos”.

Antes, o problema era se os lucros resultantes da redução de custos salariais seriam investidos. Agora, paradoxalmente, os lucros são investidos antes mesmo de existirem! Ocorre através da *antecipação propiciada pelo crédito* (de confiança) aos empresários.

Caso os lucros não sejam investidos, não podem ser mantidos, porque são eliminados pela subsequente queda da produção e dos preços. A criação de poder de compra para financiar o investimento adicional eleva a produção do baixo nível atingido durante a depressão e, assim, cria lucros iguais a esse investimento.

O aumento da produção causará um acréscimo na demanda por dinheiro em circulação e requererá uma tolerância por parte do Banco Central. Pior será este reagir, automaticamente, pensando em “expectativas desancoradas” (*avant la lettre*), quanto ao alcance da meta de inflação, e elevar a taxa de juro básica para um nível exagerado.

Provocará o declínio do investimento total em um montante igual ao investimento adicional, causado, por exemplo, por *inovação tecnológica*. Em consequência, não haverá subsequente acréscimo do investimento e melhoria da situação econômica.

Portanto, a condição para a recuperação econômica, inclusive durante uma longa *estagflação*, como a vivenciada na economia brasileira desde os anos 80s, é a taxa de juro básica de referência, sobre a qual há um acréscimo de *spread* para determinar as taxas de juro de empréstimos, não ser elevada automaticamente em resposta a uma demanda maior por dinheiro. O Banco Central do Brasil faz isto independentemente de ser demanda por crédito aos consumidores ou crédito aos investidores.

Quando a inovação tecnológica se difundir e dissipar o estímulo ao investimento, a depressão não será inevitável. Nesse meio tempo, a maior rentabilidade vigente na economia como um todo terá dado como resultado uma elevação sustentada do investimento. Este, em função da expectativa de maior rentabilidade, entrará em cena, enquanto sairá de cena o efeito da nova invenção ou inovação disruptiva.

Caso a economia se estabilizar no fundo da depressão, em um nível muito baixo de atividade econômica, o investimento pode ter caído de forma a nem mesmo propiciar a reposição do antigo equipamento de capital. Só depois da destruição por obsolescência de muito equipamento, em um longo prazo, iniciar-se-á o *movimento de recuperação*.

Devido à eliminação do equipamento obsoleto, a mesma demanda passará a ser atendida por menos estabelecimentos, elevando o *grau de utilização da capacidade produtiva disponível*. Aumentará, assim, a rentabilidade do restante equipamento de capital e com esse estímulo o *nível de investimento também se elevará*.

Os recursos financeiros para isso serão fornecidos, seja pela criação de poder de compra adicional em circulação, seja por depósitos nas contas correntes dos devedores, por parte dos bancos credores. A expectativa da demanda por bens de consumo dos trabalhadores recém-empregados causará um maior emprego nas indústrias de bens de consumo populares em um *círculo virtuoso*.

Esse *processo cumulativo* causará uma firme recuperação sustentada em longo prazo. Caso o investimento começar a exceder aquele nível da necessária reposição de capital fixo, então, aparecerão novamente os freios da expansão econômica.

Durante a depressão, a retirada de equipamento de capital depreciado ou obsoleto foi o começo da recuperação. No caso de ampliação excessiva do equipamento, a *ociosidade* acaba por provocar a interromper a expansão econômica e dar início à fase descendente.

“O processo de parada da expansão é o reverso do processo iniciador da recuperação a partir do fundo da depressão”, afirmou Kalecki. Quando a demanda for atendida por um número crescente de estabelecimentos, como resultado, o grau de utilização dos menos competitivos diminuirá, será acompanhada por um declínio no investimento e resultará em menor rentabilidade geral.

Tal como o acréscimo de investimento, no fundo da depressão, significou o começo da recuperação da produção e do emprego, no caso contrário, haverá uma queda da produção e um aumento do

desemprego. Esse movimento “para baixo” (*círculo vicioso*) se acelerará do mesmo modo como no período da recuperação as tendências ascendentes eram cumulativas.

Kalecki salientou: “o objetivo deste ensaio [em 1935] não é o de apresentar uma *teoria completa das flutuações econômicas*. Procura-se aqui dar uma ideia geral do mecanismo de uma recuperação natural e, particularmente, esclarecer um de seus aspectos”.

O investimento tem um efeito favorável sobre a situação econômica somente no tempo de sua efetivação quando provê uma saída para o poder de compra adicional. O caráter produtivo do investimento contribui para o enfraquecimento e recuperação e, finalmente, estanca, porque a ampliação do equipamento de capital causa o colapso da expansão econômica.

Um paradoxo notável do sistema capitalista é: “a ampliação do equipamento de capital, isto é, o aumento da riqueza nacional, contém *a semente de uma depressão* no curso do qual a riqueza adicional se comprova ser apenas potencial. Como uma parte considerável do capital permanece ociosa, ela somente torna-se útil na próxima recuperação”.

Daí Kalecki trata do *problema da intervenção governamental antidepressiva* por meio do investimento público.

Depois de estudar o mecanismo do ciclo econômico, faz analogia com o caso no qual a recuperação se inicia com uma *nova inovação tecnológica* estimulante de alguns empresários embarcar em investimentos para atualização técnica. Com esse objetivo, após fazer uso de poder de compra adicional, via crédito, eles põem em movimento o mecanismo de recuperação.

Esse caso é muito parecido com o da *intervenção governamental antidepressiva*. Para trocar os estudos de casos, basta substituir os empresários estimulados a investir por causa da inovação pelo governo realizador de investimentos de infraestrutura, por exemplo. Ele é igualmente é financiado por meio de *criação do poder de compra adicional*, via endividamento público, com o objetivo anticíclico.

Tal como ocorre no setor privado, também no caso do setor público acontece aquilo denominado depois por Richard Kahn (discípulo de Keynes) de *efeito multiplicador de empregos e renda*. Este novo dinheiro, da mesma forma, quando não está em *circulação industrial*, é depositada nos bancos para *a circulação financeira*.

Do lado dos ativos bancários, o débito governamental cresce em forma de carteira de títulos de dívida pública. Do lado dos passivos, há um aumento de depósitos igual aos lucros adicionais surgidos no sistema econômico.

Assim, o governo se torna devedor dos capitalistas, através dos bancos, em montante igual ao valor do investimento público efetuado. Existe uma completa analogia entre o caso de intervenção governamental e o caso da recuperação resultante de uma inovação disruptiva.

“Em ambos os casos, a maior rentabilidade da indústria como um todo estimulará o investimento e assim sustentará a recuperação mesmo se o governo, depois, reduzir gradualmente sua atividade de investimento produtivo. Do mesmo modo, uma recuperação iniciada por uma inovação continua apesar do impacto inicial se diluir”.

O padrão adotado de investimento público ser em gasto produtivo ou em gasto social não é essencial para *o efeito da intervenção governamental*. O importante é esse investimento ser financiado por um poder de compra adicional.

A criação de poder de compra para financiamento do déficit orçamentário, independentemente da causa, provoca um efeito similar. A diferença consiste apenas no mecanismo de transmissão desse poder de compra adicional fluir inicialmente para outras indústrias – e daí para outras pelo *efeito multiplicador de renda*.

A maior atividade de investimento, financiada pela criação de poder de compra pelo sistema financeiro, sustentará a recuperação econômica – e ela continuará mesmo depois de desaparecerem os déficits orçamentários. Isto ocorre graças ao aumento das receitas tributárias resultantes da elevação das rendas e das vendas.

“Depois de algum tempo, o investimento privado encampa o investimento público. A prosperidade ‘artificial’ é substituída por uma

'natural'. Cedo ou tarde terminará em decorrência da ampliação do equipamento de capital". Este o *ciclo oscilatório* em torno de, espera-se, uma *tendência de crescimento em longo prazo*, segundo Kalecki.

### Esboço de uma Teoria do Ciclo Econômico

Como disse antes, embora o ensaio "Esboço de uma Teoria do Ciclo Econômico" [*Outline of a Theory of the Business Cycle*], tenha sido publicado antes do resenhado no último tópico, em 1933, é muito menos didático, por isso, será brevemente apresentado neste tópico. Ao construir um modelo econométrico, Kalecki restringiu seu interesse para a opinião especializada entre os economistas.

Inicialmente, ele levanta alguns supostos com abstrações da realidade. Considera um sistema econômico fechado e desprovido de tendência de crescimento em longo prazo, isto é, após cada ciclo, a economia retorna ao seu estado original.

A partir das principais conclusões desse seu modelo formal, Kalecki deduz *o mecanismo do ciclo econômico*.

Destaca o intervalo entre o aumento nas encomendas de investimento e o acréscimo nas despesas com a produção de bens de investimento. Esta representa a acumulação bruta. Sem ainda ser conhecido o conceito de *multiplicador de renda e emprego*, salienta ela causar um posterior aumento na atividade de investimento.

Há também considerável intervalo entre a realização das encomendas de investimento e as entregas de novo equipamento produzido. Pelas defasagens nas entregas de novos ativos fixos, em uma economia de mercado sem planejamento central, haverá um aumento no volume do equipamento de capital acima das necessidades de reposição.

Após as encomendas de investimento excederem essas necessidades, o volume de equipamento de capital começará a crescer "além da conta", isto é, de o manter plenamente ocupado. Inicialmente, isso restringirá a taxa de crescimento da atividade de investimento e mais adiante causará um declínio das encomendas de investimento.

Com livre-mercado, não é possível estabilizar a atividade de investimento em um certo nível planejado de capacidade ociosa, além das necessidades de reposição de capital. Portanto, as encomendas de investimento são uma *função crescente* da acumulação bruta e uma *função decrescente* do volume de equipamento, ou seja, quanto mais este cresce, menos encomendas serão feitas.

Em tais condições dinâmicas, isto é, variáveis ao longo do tempo, as encomendas de investimento começarão a diminuir. A estabilidade da atividade de investimento será perturbada.

Durante a depressão, esse processo descrito por Kalecki é invertido. As encomendas de investimento deixam de ser suficientes para cobrir as necessidades de reposição. Isso leva a um decréscimo no volume do equipamento de capital e, eventualmente, a uma retomada do aumento das encomendas de investimento.

Em economia com decisões descentralizadas, descoordenadas e desinformadas umas das outras, há uma incerteza a respeito do futuro. Estabilizar a atividade de investimento em um nível inferior àquele capaz de prover uma adequada reposição de capital é tão impossível quanto estabilizá-la em nível excedente às necessidades de reposição.

A parte final do ensaio com o modelo formal pelo qual funciona o mecanismo do ciclo econômico apresenta descobertas ainda mais interessantes. Como Kalecki sempre busca refinar suas ideias, elas são reexaminadas, depois de serem expostas no artigo anterior.

Levam à conclusão de o aumento do consumo dos capitalistas elevar seus lucros. É uma visão contraditória com a crença comum dos economistas neoclássicos de "quanto mais é consumido, menos é poupado". Essa crença é aparentemente correta de acordo com o *individualismo metodológico*, ou seja, em relação a um capitalista individual, mas não se aplica à classe capitalista como um todo.

O *holismo metodológico* e o *sofisma da composição* são conceitos relacionados, mas em sentidos opostos. O holismo é uma abordagem na qual se considera *o todo ser algo mais além (algo distinto) da soma de suas partes*.

Enfatiza o funcionamento de um sistema complexo não ser totalmente compreendido apenas examinando suas partes individuais. Valoriza a interconexão e a influência mútua entre as partes de um sistema e como elas se combinam para criar algo único.

O Sofisma da Composição é um *erro de raciocínio*. Ocorre quando alguém assume erroneamente o verdadeiro para as partes individuais ser verdadeiro para o todo. Essa falácia lógica ocorre quando se faz uma generalização inadequada com base nas experiências pessoais, ou seja, partes de um todo.

Ocorre quando economistas neoclássicos aplicam o pensamento reducionista (analisando as partes individuais) a um *sistema holístico*. Ao considerá-lo, reconhece-se as propriedades do todo serem diferentes das propriedades das partes isoladas.

Em resumo, o *holismo* enfatiza a importância do todo e das interações entre as partes, enquanto o *Sofisma da Composição* ocorre quando os reducionistas erroneamente assumem as partes serem representativas do todo sem considerar essas interações.

Kalecki antecipa, em seu ensaio pioneiro, a ideia do Sofisma da Composição, depois exposta por Keynes através do *Paradoxo da Parcimônia*: se todos os consumidores resolvem a poupar, todos afinal pouparão menos pela conseqüente queda do consumo, das vendas e das rendas.

Se alguns capitalistas gastam dinheiro em investimento ou em bens de consumo seu dinheiro vai, em forma de lucro, para outros capitalistas. O investimento ou o consumo de alguns capitalistas cria lucros para outros.

Os capitalistas como classe ganham exatamente tanto quanto investem ou consomem. Se, em um sistema fechado, parassem de investir e consumir, eles absolutamente não ganhariam qualquer dinheiro.

Assim, os capitalistas como um todo determinam seus próprios lucros na grandeza de seus investimentos e de seu consumo pessoal. Em certo sentido, eles são "donos de seu destino", mas o modo como o "dominam" é determinado também por fatores objetivos alheios às

vontades individuais, porque as flutuações dos lucros são, afinal, inevitáveis.

O consumo dos capitalistas é uma função da acumulação bruta. Esta, igual à produção de bens de investimento, é determinada pelas encomendas de investimento.

Por sua vez, as encomendas são feitas em período anterior com base na rentabilidade prevalente naquele período. Baseia-se na acumulação bruta e no volume de equipamento de capital de um período já ultrapassado.

Quantos aos *meios financeiros*, para aumentar a produção dos bens de investimento ou seu consumo pessoal, os capitalistas como um todo não precisam de dinheiro a fim de atingir isso, porque a despesa de alguns capitalistas se converte em lucro de outros. O gasto na construção de um ativo fixo, absolutamente, não é “congelado” e “liberado” somente quando o capital investido for gradualmente recuperado.

Na verdade, ele já dá retorno no decorrer da construção, sob a forma de lucro das firmas, cujas vendas de bens de investimento ou de consumo sejam, diretas ou indiretamente, relacionadas a essa construção.

Se, durante um dado período, mais dinheiro é gasto com pagamentos por ordens de transferências de depósitos bancários, então, mais dinheiro no mesmo montante volta aos bancos credores sob a forma de lucros realizados. Desse modo, a soma dos depósitos permanece inalterada, segundo Kalecki, não existindo ainda o *conceito do multiplicador monetário* em várias rodadas de empréstimos-depósitos-empréstimos da rede bancária.

Na realidade, *a inflação de crédito é inevitável*, devido ao aumento da produção de bens de investimento ou de consumo dos capitalistas, isto é, aumento dos lucros reais, refletir-se no acréscimo da produção agregada. Esse acréscimo de renda, conjuntamente com o usual acompanhamento de elevação de preços, engendra uma demanda maior por dinheiro em circulação, seja papel-moeda, seja depósitos correntes, coberta pela *inflação de crédito*.

Assim, a demanda por dinheiro em circulação aumenta durante a *fase ascendente* do ciclo e diminui durante a *fase descendente*. É acompanhada pela subida e queda da taxa de juro.

Esta necessita se elevar suficientemente devagar, em relação à rentabilidade bruta, para o efeito estimulante desta sobre o investimento se sobrepôr à influência restritiva da elevação dela. Se a taxa de juro aumentar suficientemente rápida, anula a influência de uma maior rentabilidade bruta – e não haverá expansão econômica.

“Há, assim, uma estreita conexão entre o fenômeno do ciclo econômico e a resposta do sistema bancário ao aumento da demanda por dinheiro em circulação a uma taxa de juro não proibitiva para a ampliação do investimento”.

Brevemente, Kalecki trata melhor o dinheiro integrado à sua teoria geral do ciclo econômico em relação ao *Tratado da Moeda* e à *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* do Keynes! Este oscila entre ser financista ou ser economista...

### Comércio Internacional e “Exportações Internas”

Michal Kalecki retoma o tema desenvolvido no seu ensaio “O Problema da Demanda Efetiva em Tugan-Baranovski e Rosa Luxemburgo”, resenhado aqui antes.

Ele escreveu um ensaio onde se analisam os papéis dos mercados externos e das “exportações internas” ao longo do ciclo econômico. Em época quando ainda não tinha naturalizado a intervenção governamental, a analogia “exportações internas” designava as vendas do “setor capitalista” ao “setor não capitalista”, sendo este, no caso, o governo.

Aos olhos de hoje, é curioso ver como ainda os economistas de formação marxista, como Kalecki, ainda digladiavam contra a expansão do capitalismo. Imaginavam ainda “setores” como possíveis resistências – e não viam todos os componentes interconectados e interativos para a emergência do sistema capitalista global.

Na Ciência da Complexidade, um sistema complexo é um composto por inúmeros componentes interconectados, cujo

comportamento global não pode ser facilmente previsto apenas pela análise das partes individuais isoladamente. A Macroeconomia, com análise macrossistêmica, procura desvendar os padrões emergentes, as propriedades auto-organizadas e os comportamentos coletivos surgidos nesse sistema.

O sistema capitalista abrange uma ampla variedade de setores produtivos e atividades econômico-financeiras, incluindo manufatura, serviços, agricultura, tecnologia, finanças, entre outros. Cada um desses componentes tem características próprias dinâmicas.

Esse sistema capitalista envolve a tomada de decisões descentralizadas por uma ampla gama de agentes econômicos e políticos, incluindo empresas, consumidores, investidores e governos. Cada um desses atores toma decisões com base em interesses individuais. Isso ao interagir leva a resultados imprevisíveis e dinâmicas complexas.

A competição entre empresas é uma característica central do capitalismo. Empresas competem por recursos, mercado e lucros, criando um ambiente concorrencial em constante mudança.

Os mercados financeiros desempenham um papel crucial no capitalismo, com fluxos financeiros de capital, investimentos e especulação afetando o “meio-ambiente” (institucional) do funcionamento dos mercados e das empresas.

A inovação tecnológica é outra força motriz do capitalismo. Inovação tecnológica disruptiva afeta as atividades econômicas, criando oportunidades na atualização.

As relações de trabalho entre empregadores e empregados também são complexas. Há questões com negociação coletiva, salários, condições de trabalho e demandas sindicais, cujos conflitos afetam o funcionamento das empresas – e a economia como um todo.

Houve uma globalização, antes da I Guerra Mundial, mas não tão envolvente como no capitalismo moderno. Este é altamente globalizado, com interações econômicas transfronteiriças que envolvem comércio internacional, investimento estrangeiro, cadeias

de suprimentos globais e fluxos de capital. Entreguerras, houve protecionismo.

Por fim, quando Kalecki escreveu esse ensaio, as políticas econômicas governamentais, como tributação, regulamentação e políticas monetárias, ainda não eram totalmente aceitas como necessárias na economia capitalista. As decisões políticas influenciam o crescimento econômico, a distribuição de renda e outros aspectos fundamentais.

A interconexão e a interdependência desses componentes citados resultam em dinâmicas econômicas imprevisíveis para a tomada de decisões econômicas e políticas. Como resultado, o estudo e a compreensão do sistema capitalista envolvem uma análise multidisciplinar, abrangendo economia, política, sociologia e outras áreas.

Por exemplo, Kalecki observa: "a conquista de um novo mercado estrangeiro é frequentemente mencionada como um meio de sair da depressão econômica. Mas não se costuma esclarecer o essencial nesse processo não ser o aumento das exportações, mas sim a obtenção de um maior saldo no comércio exterior".

O aumento das exportações, para o incremento do superávit comercial, necessita obter sempre um montante adicional capaz de sustentar a elevação das importações, indispensável para a expansão da produção. A fim de estimular a expansão por meio do comércio externo, deve-se incrementar o componente "superávit comercial" dos lucros, isto é, deve-se conseguir um novo excedente de exportação sobre importação.

Este excedente, assim como a ampliação da atividade de investimento, leva a aumento geral da produção e do lucro por unidade de produto. Desse modo, os lucros agregados se elevam em montante igual ao incremento do saldo do comércio exterior.

Kalecki ainda não pensava em termos de Estado capitalista. "Se o governo toma empréstimos dos capitalistas do país e o aplica, por exemplo, em armamentos, donativos ou obras públicas, o resultado é muito semelhante ao da obtenção de um saldo no comércio exterior". Ao excedente de exportações sobre importações corresponde, no caso, à venda de mercadorias usadas para os objetivos mencionados.

O equivalente dessas vendas de mercadorias é o aumento dos créditos dos capitalistas para o governo, assim como o equivalente do saldo obtido no comércio exterior é o aumento dos créditos no exterior ou a redução das dívidas externas.

O aumento dos débitos governamentais absorve os lucros capitalistas do mesmo modo como um aumento dos créditos ao exterior ou uma queda dos débitos externos, isto é, pagamentos do endividamento. Em consequência, a fórmula dos lucros deve ser modificada: além do consumo dos capitalistas, investimento, saldo do balanço comercial, os lucros também incluem o chamado por Kalecki de "exportações internas", iguais ao endividamento do governo junto aos capitalistas.

Essa tosca analogia foi mais adiante substituída nas Contas Nacionais. Esta considera o gasto governamental como um componente normal das despesas finais, bem como as exportações líquidas, isto é, descontadas das importações. Keynes o naturalizou...

A conclusão antecipada por Kalecki foi o impulso das "exportações internas" estimular a expansão econômica do mesmo modo como o saldo obtido no comércio exterior. Ele é acompanhado por um aumento tal da produção e do lucro por unidade de produto capaz de dar lugar a uma elevação dos lucros agregados igual a essas "exportações internas" e, por sua vez, também estimular a ampliação da atividade de investimento.

Os processos financeiros, ligados à obtenção de um saldo no comércio exterior e às "exportações internas", são muito semelhantes. A analogia é evidente no caso no qual os capitalistas de um dado país concedem ou um empréstimo internacional ou um empréstimo ao seu governo, usado para compras de mercadorias do país.

Os capitalistas emprestam dinheiro em troca de títulos de dívida, seja externa, seja pública. Os fundos obtidos por um país estrangeiro ou pelo governo voltam por meio das compras de mercadorias aos capitalistas, abstraindo-se eventual poupança dos trabalhadores, embora não necessariamente aos mesmos capitalistas.

Como resultado, os lucros da classe capitalista, em um dado período, aumentam em montante igual ao valor do empréstimo concedido ao exterior ou ao governo. É igual ao saldo do comércio exterior ou às “exportações internas”, respectivamente.

Kalecki preocupou-se com uma falsa contradição entre o impulso das “exportações internas” e a queda do saldo de comércio exterior. No balanço de pagamentos, o déficit pode ser coberto por entrada de capital estrangeiro; suspensão dos pagamentos das dívidas externas; saída de ouro (na época do padrão-ouro) ou moeda estrangeira das reservas.

Como as “exportações internas” (gastos governamentais) elevam a rentabilidade, haverá uma tendência para a entrada de capital estrangeiro. Entretanto, ela é prejudicada quando há inquietações dos capitalistas estrangeiros com relação à solvência do país, posta em causa pela deterioração do balanço comercial – e não por “risco fiscal”, exceto no caso do endividamento externo ser público (em moeda estrangeira ou não nacional).

Como o Investimento Direto Estrangeiro não é imediato, o ouro ou a moeda estrangeira das reservas cambiais começam, de fato, a sair do país. Isso pode ser evitado, no caso de um país devedor, pela suspensão do serviço das dívidas externas.

Para Kalecki, se as “exportações internas” excedem um certo nível, o saldo do balanço comercial – como resultado da elevação substancial da produção e das importações – torna-se negativo. Outra vez, o ouro e a moeda estrangeira saem do país.

Finalmente, as reservas de ouro e moeda estrangeira declinam a tal ponto de modo o único modo de manter as importações é tentando incrementar as exportações por meio da *desvalorização da moeda nacional*. Como resultado dessa desvalorização, caem os preços dos produtos internos cobrados em moedas estrangeiras, levando a um aumento das exportações e, apesar dos termos de intercâmbio desfavoráveis, torna possível comprar com as receitas das exportações um maior volume de produtos estrangeiros.

Assim, assegura-se haver as importações exigidas para a produção, aumentada pelo estímulo das “exportações internas”.

Porém, Kalecki ressalta haver um certo nível máximo de importação, obtido através da desvalorização cambial.

Além desse ponto, a desvalorização da moeda nacional levará não a um aumento, mas a uma queda da capacidade de importar do país. De forma análoga, o estímulo à expansão econômica por meio das "exportações internas" teria um limite: a produção total não poderia atingir um nível tal no qual as importações indispensáveis sejam superiores às importações máximas alcançáveis através da desvalorização.

Isso pode resultar em uma situação na qual a expansão causada pelas "exportações internas" não levará à plena utilização da capacidade produtiva ociosa por causa da deficiência de produtos estrangeiros, especialmente matérias-primas, um fator complementar indispensável à produção.

Quanto mais uma economia depende de importações pode ser mais difícil para essa economia aumentar suas exportações através da desvalorização. Poderá haver a elevação dos direitos alfandegários por parte dos outros países, em *retaliação comercial*. Caso contrário, mais cedo a expansão engendrada pelas "exportações internas" alcançará seu limite.

Com a progressiva desvalorização, a renda real poderá atingir seu máximo em um ponto anterior ao da produção interna. Decresce o montante de renda real decrescente, pois uma parte dessa produção é trocada por produtos estrangeiros a termos decrescentes de intercâmbio.

### Aspectos Políticos do Pleno Emprego

Michal Kalecki é mais conhecido por suas contribuições à Macroeconomia, onde inclui a teoria do ciclo econômico e a análise das relações entre classes sociais na economia. Aponta as diferenças entre consumo entre duas classes sociais: capitalistas e trabalhadores.

Embora tenha examinado as relações entre essas classes sociais, seu foco principal estava nas implicações macroeconômicas dessas relações, como o impacto das políticas governamentais sobre

a demanda agregada e a distribuição de renda. Por sua vez, as decisões de gasto das classes sociais afetariam o desempenho macroeconômico, como o nível de emprego e a inflação.

A antipatia da casta de líderes empresariais quanto à política de gastos do governo, para alcançar o pleno emprego, se torna mais forte quando ela considera o dinheiro público ser gasto em investimento estatal e/ou em subsídio ao consumo popular. Ela exige o investimento público limitar-se a atividades nas quais não ocorra concorrência com os interesses das empresas privadas. Afinal, mercantilizou até a saúde e a educação!

Caso contrário, ameçam, sendo a rentabilidade do investimento privado prejudicada, os efeitos positivos do investimento público sobre o emprego serão neutralizados pelo efeito negativo do declínio do investimento privado. Não percebem se houver endividamento público, em lugar de aumento de impostos, o poder de compra aumentará em geral e será benéfico aos seus negócios privados.

Seus ideólogos economistas sugerem o subjetivo “estado de confiança” empresarial ser uma emoção tênue com a qual todo cuidado é pouco. Essa ideologia se adequa muito bem aos mercadores manterem o Estado sob controle.

Dizem o maior perigo de um governo populista é ele ousar com a adoção de uma política de investimentos públicos, indiferente ao comando empresarial privado. Acreditam, eventualmente, ele ser tentado a nacionalizar ou estatizar todos os serviços de utilidade pública, principalmente, a energia (elétrica e hidrocarbonetos), de modo a executar investimentos considerados estratégicos para a autonomia da Nação.

Em vez de criticar esses investimentos públicos, seria o caso dos líderes empresariais e seus economistas-chefe serem mais favoráveis aos subsídios ao consumo massivo por meio de transferências às famílias, subsídios para manter baixo os preços dos bens de primeiras necessidades etc.? Subsidiar o consumo popular evitaria o governo embarcar em algum tipo de empreendimento concorrencial com os interesses privados?

Na prática, afirma Michal Kalecki em sua palestra "Aspectos Políticos do Pleno Emprego", em 1943, denuncia este não ser o caso. Acha a oposição feita ao subsídio ao consumo popular ser muito mais violenta se comparada ao investimento público.

O argumento é um princípio moralista, espécie de fundamento da ética capitalista: "você só pode ganhar o seu pão com seu próprio suor" – a menos, lógico, você tenha herdado propriedades e recursos privados. Nesse caso, seus antecedentes suaram. E você simplesmente obteve a "sorte do berço". Fazer o que contra o destino, né?

Mesmo se as razões políticas para a oposição à política de criação de emprego via gastos governamentais fossem superadas, sob a pressão dos votos dos párias eleitores, em uma democracia, a *manutenção do pleno emprego aumentaria o poder de barganha sindical*. Isso daria um novo impulso à oposição dos líderes empresariais.

Com efeito, sob um regime de pleno emprego permanente, a demissão deixaria de desempenhar o seu papel-chave. É usada como "medida disciplinar" preventiva contra a organização sindical dos trabalhadores.

Com pleno emprego e elevação do poder de barganha sindical o status social do patrão seria prejudicado pelo aumento de seus custos caso eles não fossem repassados para os preços. A autoconfiança e a consciência do *Éthos* da casta dos trabalhadores organizados cresceriam. As greves por aumentos salariais e melhorias nas condições de trabalho criariam tensão política.

Sob o ponto de vista microeconômico, os lucros seriam mais elevados sob um regime de pleno emprego em relação à média em hipotético livre mercado com desemprego. O aumento dos salários decorrente do maior poder de barganha dos trabalhadores é menos propenso a reduzir os lucros por causa do repasse dos custos aos preços.

Porém, nesse caso haveria inflação e afetaria negativamente os interesses rentistas dos acionistas de empresas não-financeiras também carregadores de títulos de dívida pública com juros

prefixados. Elevaria o *risco de eutanásia dos rentistas* com a taxa de inflação superior à taxa de juro prefixada.

Kalecki argumenta a “disciplina nas fábricas” e a “estabilidade política” serem mais apreciadas em comparação aos lucros pelos líderes empresariais. Seu instinto de classe lhes diz um pleno emprego duradouro ser inaceitável a partir do seu ponto de vista.

Então, o desemprego seria uma parte integrante da condição de normalidade da economia de mercado. Em um sistema complexo, se um setor de bens intermediários já utilizar toda sua capacidade produtiva ele será uma barreira para os setores dependentes de seu fornecimento também alcançarem o pleno emprego se não tiverem capacidade de importação para suprir a carência desses bens.

Talvez o argumento possa ser atualizado para a Era da Financeirização. O combate à inflação torna-se o argumento principal, devido ao *risco da eutanásia dos rentistas*. Elevação de custos e diminuição de lucros produtivos podem ser uma notícia desfavorável à atribuição de valor às ações no mercado secundário. A raquítica bolsa de valores, em economia de endividamento e não de mercado de capitais, está mais sob influência do mercado de rumores e boatos – e não sob fundamentos microeconômicos, setoriais ou macroeconômicos.

Pior, algo inimaginável de ser repetido na história, dada sua catástrofe em vidas humanas, ressurgiu novamente a partir dos efeitos mundiais da Grande Crise de 2008. Segundo Kalecki, “uma das funções importantes do *fascismo*, como tipificado pelo sistema nazista, foi remover as objeções capitalistas ao pleno emprego”.

A aversão à política de gastos do governo, componente fundamental da ideologia neoliberal, é superada sob o *neofascismo eleito*. Nesse caso, a máquina do Estado passa a estar sob o controle direto de uma aliança das grandes corporações com os extremistas de direita. A necessidade do mito das “finanças públicas saudáveis”, antes capaz de impedir o governo de ocasião, inclusive sob hegemonia trabalhista, de causar uma crise de confiança, devido aos gastos públicos, é removida.

“Em uma democracia, não se sabe como será o próximo governo. Sob o fascismo não há próximo governo”, disse Kalecki.

No caso do fascismo belicoso, a antipatia aos gastos do governo, seja em investimento público, seja em subsídio ao consumo popular, é superada pela concentração dos gastos governamentais em armamentos. No caso de abandono da democracia, a “disciplina nas fábricas” e a “estabilidade política” sob o pleno emprego são mantidas pela “nova ordem” com violência fascista. Varia de supressão dos sindicatos aos campos de concentração. A supressão política substitui a pressão econômica do desemprego.

A indústria bélica, em geral, se torna a espinha dorsal da política de pleno emprego fascista. Ela tem uma profunda influência sobre o caráter da política econômica de pleno emprego sob tacão.

“Armamentos em larga escala são inseparáveis da expansão das Forças Armadas e da preparação de planos para uma guerra de conquista. Eles também induzem o rearmamento competitivo de outros países. Isso faz o objetivo principal do dispêndio mudar gradualmente do pleno emprego para maximizar o rearmamento”, disse Kalecki.

Como resultado, o emprego cresce em ritmo muito maior. Não só é o desemprego abolido, mas uma aguda escassez de mão de obra prevalece. Gargalos surgem em todas as atividades. Estes são tratados através de inúmeros de controles, inclusive de salários.

Esse tipo de planejamento militar tende a aparecer sempre quando, em uma economia de mercado transformada em “economia de guerra”. É quando se estabelece uma alta meta de produção em uma atividade particular como a indústria bélica. Envolve uma redução do consumo em comparação ao possível de ocorrer sob o pleno emprego.

O *sistema fascista* começa com aceitação popular por causa da superação do desemprego. Desenvolve-se em uma economia de armamentista até levar à escassez de mão-de-obra. Submetida à lógica militar, termina, inevitavelmente, em guerra, seja externa, seja interna, e em um tremendo fracasso histórico, depois de imensa mortandade.

## Teoria da Dinâmica Econômica

Segundo a excelente apresentação do livro clássico de Michal Kalecki, *Teoria da Dinâmica Econômica*, cuja publicação original em inglês foi em 1954, na coleção Os Economistas, escrita por Jorge Miglioli, constitui “a versão mais completa das ideias de Kalecki sobre o problema da dinâmica das economias capitalistas”.

Quase todos os temas tratados na *Teoria da Dinâmica Econômica* foram sendo aprimorados em sucessivos trabalhos, muitos dos quais publicados como artigos de revistas.

De que trata a *Teoria da Dinâmica Econômica*? Embora seu subtítulo seja *Ensaio sobre as Mudanças Cíclicas em Longo Prazo da Economia Capitalista*, o livro abrange também o problema da determinação do nível da renda (ou da produção) em curto prazo. As economias capitalistas em geral se desenvolvem dentro de um padrão cíclico, ou seja, elas se expandem, mas com flutuações periódicas.

Como explicar o comportamento da produção no decorrer do tempo? A explicação geral para essa pergunta responderia simultaneamente as três referidas questões:

1. a tendência crescente da produção,
2. seu movimento cíclico e
3. o nível atingido em cada ano.

O comportamento da produção nada mais é senão *uma sucessão de produções anuais*.

Metodologicamente, contudo, a Ciência Econômica separa o problema geral nas três questões específicas. A primeira questão é usualmente conhecida como “determinação do nível da renda” ou, em termos mais gerais, “da atividade econômica”. Constitui um problema de “estática econômica”, pois *não envolve mudanças ao longo do tempo*, porque trata-se de explicar o nível da renda em um único período, isto é, em um ano.

As duas outras questões são de “dinâmica econômica”: em ambas o objeto de estudo são exatamente as variações do nível de

renda ao longo do tempo. Mas essas duas questões se diferenciam pelo fato de que o objeto de estudo, em uma delas, são as mudanças cíclicas e, na outra, é o *crescimento da renda*.

A análise dos ciclos e a do crescimento econômico raramente são integradas em uma única teoria. A primeira causa decorre de injunções históricas. Durante muitos anos, depois da grande crise econômica de 1929/33, surgiu uma vasta literatura sobre os ciclos. Depois, quando as economias capitalistas entraram em um ritmo de firme expansão, predominava a elaboração de “modelos de crescimento econômico” imaginando-se ter ocorrido o fim dos ciclos. Na década de 1970, quando as economias capitalistas voltaram a apresentar flutuações, as teorias dos ciclos foram resgatadas.

A segunda razão está na dificuldade de integrar consistentemente em uma única formulação teórica o problema dos ciclos e o do crescimento. Principalmente, se recorre a modelo matemático como faz Kalecki.

Afirma Miglioli: “o objetivo da *Teoria da Dinâmica Econômica* é o de explicar como, nas economias capitalistas, sendo dadas suas condições próprias de produção, a renda nacional e cada um de seus componentes (lucros e salários, pelo ângulo da renda, e consumo e investimento, pelo prisma da despesa) são determinados”.

Sobre “determinação de Lucros, Salários e Renda Nacional”, os lucros realizados pelos capitalistas como um todo são tanto maiores quanto mais eles investem e consomem. Por sua vez, se a taxa de salário, isto é, o salário por trabalhador, não se altera, então, quanto maior a produção, maior o emprego de força de trabalho e, portanto, maior o montante de salários. Logo, este depende da produção.

Em última instância, o volume total de salários é determinado também pelo investimento e consumo dos capitalistas. O montante de salários e a renda nacional dependem não apenas dessas variáveis dos capitalistas, mas também da repartição da renda entre salários e lucros na economia como um todo.

Em cada ramo, a distribuição da renda é função de dois fatores:

- 1) o grau de monopólio e

2) a relação entre o custo dos insumos/materiais e os salários.

Quanto maior o grau de monopólio, maior é o preço e, dentro dele, o lucro, possível de uma indústria cobrar por sua mercadoria em relação ao custo de sua produção, no qual se incluem o custo dos insumos e os salários. Logo, maiores são os lucros em relação aos salários, isto é, maior é a participação dos lucros na renda gerada.

Em relação ao segundo fator, quanto maior o custo dos insumos em relação aos salários, como os lucros são auferidos sobre a soma de insumos e salários, então maiores são os lucros em relação aos salários.

O ponto fundamental dessa explicação da distribuição da renda é o grau de monopólio, o qual implica toda uma *teoria da formação dos preços*. Por isso, Kalecki, antes de formular aquela explicação, trata de estabelecer sua teoria dos preços.

Excetuando a agricultura, onde os produtos são pouco diferenciados e, em curto prazo, a oferta é rígida e os preços são determinados pela demanda, nos demais setores existe reserva de capacidade produtiva. Então, as empresas, devido à concentração obtida pela propaganda, diferenciação real ou fictícia de suas mercadorias etc. detêm poder sobre seus mercados para fixarem os preços de seus produtos.

Para isso, cada empresa toma por base seu custo médio de produção (insumos e salários) e acrescenta sua margem de lucro, levando em conta o preço médio das outras firmas. Quanto maior o domínio sobre o mercado, isto é, o "grau de monopólio" por parte de uma empresa, maior será o preço por ela fixado para seu produto em relação a seu custo médio e, portanto, maior será seu lucro.

Ao relacionar a determinação do produto nacional com a distribuição de renda e com o processo de formação dos preços, Kalecki conseguiu integrar em uma só teoria três problemas usualmente tratados em separado na Ciência Econômica ortodoxa. Elas separa a Microeconomia e a Macroeconomia.

O investimento e o consumo dos capitalistas, juntamente com o déficit orçamentário do Governo e o saldo de exportações diante de importações, constituem as variáveis fundamentais na determinação

do nível da atividade econômica. Em termos dinâmicos com variações ao longo do tempo, *a variável realmente estratégica é o investimento*. Ela determina o nível da renda nacional em dado ano e suas variações (ciclos e tendência de crescimento) no decorrer do tempo.

Estabelecido o papel estratégico do investimento, antes de examinar seus determinantes., Kalecki faz uma parada para analisar as taxas de juros de curto prazo e de longo prazo. De acordo com muitos autores, destacadamente Schumpeter e Keynes, embora baseados em supostos diferentes, a taxa de juros assume grande importância na determinação da *taxa do investimento: esta variaria em sentido contrário ao da taxa de juros*.

Kalecki separa as taxas de juros de curto prazo e as de longo prazo. Isso raramente é feito pelos outros autores, mas deve ser feito porque os empréstimos para investimentos são efetuados a taxas de longo prazo.

O argumento de Kalecki é as taxas de curto prazo apresentarem grandes oscilações, mas as de longo prazo, relevantes para o investimento, permanecerem relativamente estáveis durante períodos longos. Por exemplo, no decorrer de todo um ciclo econômico de oito a dez anos, consegue-se crédito com uma taxa de juro prefixada com correção monetária. Portanto, essas taxas de juro têm pouca influência no processo de investimento.

A quase totalidade dos investimentos é efetuada por pessoas (físicas ou jurídicas) já proprietárias de capital. A propriedade de capital por parte de uma empresa (o capital empresarial) limita o montante de investimento possível de a empresa efetuar por dois motivos:

- 1) quanto maior for seu capital próprio, a empresa terá maior acesso ao mercado de crédito, ou seja, poderá obter maiores empréstimos para investimento;

- 2) dado o grau de risco assumido pela empresa, o montante de empréstimos possível dela tomar para investimento vai depender de seu capital próprio.

Kalecki denominou isso de Princípio do Risco Crescente: ao tomar empréstimos para investimento, o risco assumido pela empresa, em caso de fracasso, será tanto maior quanto maior for o valor dos empréstimos em relação ao valor de seu capital próprio. Com um mesmo grau de risco, as empresas maiores podem recorrer a mais empréstimos se comparadas às empresas menores.

O investimento se refere apenas à acumulação de capital fixo. Seu montante, em dado momento, depende de três "fatores":

1. a disponibilidade de recursos financeiros próprios,
2. a variação nos lucros de acordo com o ritmo de vendas, e
3. a variação no estoque de capital fixo.

Além dessas três variáveis, na equação dos determinantes do investimento é incluído um outro fator, considerado não flutuante conjunturalmente. Assim, independentemente das três variáveis, haveria sempre um certo montante de investimento decorrente desse fator, o qual refletiria a soma de outras diversas influências, principalmente das *inovações tecnológicas*, sobre o processo de investimento.

Os referidos recursos financeiros são constituídos pela *poupança bruta das empresas* (os lucros brutos não distribuídos por meio de dividendos aos acionistas) e pela poupança pessoal dos proprietários controladores das empresas. Esses recursos elas dispõem para investimento sem precisarem recorrer ao mercado de capitais.

Essas reservas se destinam a aumentarem o capital próprio das empresas. Por essa garantia colateral, ampliam o acesso ao mercado de capitais e de crédito para a *alavancagem financeira*, conceito ainda não usual na época de Kalecki.

O investimento efetuado pelas empresas em dado momento pode ser menor, igual ou maior diante do volume de seus recursos financeiros próprios, dependendo da atuação dos outros dois "fatores" no momento anterior: a elevação dos lucros influencia positivamente, mas o aumento do estoque de capital fixo tem uma influência negativa.

Miglioli informa poucos anos antes de sua morte, Kalecki publicou um trabalho onde apresentou uma nova explicação dos determinantes do investimento, eliminando dois pontos fracos antes:

1. destacou a maior influência do progresso técnico, e
2. reconheceu, em certas circunstâncias haver investimento apesar da existência de capacidade produtiva ociosa.

De acordo com essa última explicação, o estímulo ao investimento decorre da concorrência entre os capitalistas: um capitalista é levado a introduzir inovações tecnológicas e, portanto, a investir porque as inovações estão embutidas nos novos equipamentos de capital, apesar da existência de capacidade ociosa, para *captar lucros auferidos por seus concorrentes*. Diz isso nas entrelinhas de um ensaio econométrico: "Tendência e Ciclo Econômico", incluído no livro organizado por Miglioli sob o título *Crescimento e Ciclo das Economias Capitalistas*.

Na Teoria da Dinâmica Econômica, da *equação dos determinantes do investimento*, da qual constam os três fatores destacados – a poupança interna bruta das empresas, o aumento dos lucros e o aumento do estoque de capital fixo –, Kalecki deriva a *equação do ciclo econômico*. Para obter a tendência de crescimento, ele introduz "de fora" um novo fator: *as inovações tecnológicas*.

Já no referido ensaio, o progresso técnico passa a ser o principal determinante do investimento. Daí Kalecki obtém tanto a equação do ciclo como a da tendência.

Em síntese, a variável estratégica na explicação do nível da atividade econômica, seja em um ano ou seja ao longo do tempo, é o investimento. Essa variável, através do seu *efeito multiplicador*, determina o volume geral dos gastos, isto é, da demanda efetiva, e, assim, a *renda nacional* em dado ano. Essa variável, adicionada ao existente estoque de capital, amplia a capacidade produtiva e permite o *crescimento econômico em longo prazo*. Por fim, essa variável, com suas oscilações, gera *os ciclos econômicos*.

Por fim, para encerrar essa breve apresentação das ideias básicas de Kalecki, há a famosa resposta à questão 'qual é a causa das crises periódicas?'. Ele a responde brevemente: é o fato de o

*investimento não apenas ser produzido, mas também ser produtivo – gerar capacidade produtiva ociosa.*

O investimento considerado como despesa é a fonte de prosperidade. Cada aumento dele melhora os negócios e estimula uma posterior elevação do investimento.

Mas, ao mesmo tempo, cada investimento é uma adição ao equipamento de capital. Este compete com a geração mais velha desse equipamento. *A tragédia do investimento é ele causar crise justamente por ser útil!*

### Decisões de Investimento: Produtivo e Financeiro

Alguns autores de Ciência Econômica, como Michal Kalecki, consideram o estudo das decisões de investimento como *o problema central da Economia Política do capitalismo*. Sua teoria deveria cobrir todos os aspectos da dinâmica da economia capitalista, destacando os relevantes para a explicação do ciclo econômico.

Kalecki considera a taxa de decisões de investimento, como primeira aproximação, *função crescente* da acumulação interna de capital, isto é, “poupança bruta das firmas”, e da taxa de modificação do montante dos lucros. Será *função decrescente* da taxa de modificação do estoque de equipamentos se houver ociosidade em sua utilização.

Supondo uma relação linear, a equação do investimento em capital fixo (com *defasagem em relação à decisão*) possui ainda “fatores de desenvolvimento”, entre os quais, as inovações tecnológicas e os fatores demográficos. Não flutuam, conjuntamente, ou seja, estão sujeitos a modificações apenas em longo prazo.

O primeiro determinante dos investimentos é a chamada, convencionalmente, “poupança bruta” das firmas. Liga as decisões de investimento à acumulação interna de capital: a reserva para depreciação; a retenção dos lucros correntes (não distribuídos através de dividendos); a subscrição de ações pelos grupos controladores.

Esse *autofinanciamento* expande os limites impostos aos planos de investimento pelas restrições do mercado de capitais. Contempla o *Princípio do Risco Crescente*: dado o volume do capital da empresa, o *risco de devedor* aumenta caso a quantia investida seja, crescentemente, tomada emprestada.

O segundo fator a influenciar a taxa de decisões de investimento é o *ritmo das vendas e os consequentes lucros*. Quando se avalia a rentabilidade dos novos projetos de investimento, os lucros esperados devem ser considerados com relação ao *valor presente* do novo equipamento.

Assim, os lucros são tomados com relação aos *valores presentes* (e não aos "históricos") dos bens de capital. O *valor de mercado* de cada ativo é, conceitualmente, igual aos fluxos futuros de caixa descontados desse ativo.

O *valor presente* é o valor do esperado fluxo futuro de rendimentos (e custos) trazido para um valor atual. Para tanto, é utilizada uma taxa de desconto (do custo de oportunidade) sobre a estimativa desses recebimentos (e custos) futuros.

O *valor futuro* torna-se *valor presente* através de processo de desconto por meio de uma fórmula, onde a taxa de desconto é o *juro de mercado esperado* (ao mês ou ao ano), ou seja, desconta-se o custo de oportunidade em certo número de períodos (meses/anos). Logo, ele é inversamente proporcional aos juros e ao tempo dos fluxos futuros.

O terceiro fator – o incremento líquido de equipamento ao longo do tempo – afeta, de modo adverso, a taxa de decisões de investimento. Kalecki argumenta o aumento no volume de equipamentos – se os lucros se mantiverem constantes – significa *redução da taxa de lucro* (lucro / capital) ou *rentabilidade patrimonial* (lucro líquido / patrimônio líquido). Com o mesmo efeito negativo, quando há expansão da capacidade ociosa, de maneira inesperada ou não-planejada, as empresas adiam os planos de investimento.

As *modificações na taxa de juros* têm efeito oposto ao das *modificações dos lucros*. Porém, não foram considerados por Kalecki como determinantes diretos das decisões de investir. Essa exclusão baseou-se no fato de a taxa de juros em longo prazo – tomando

como referência os rendimentos dos títulos de dívida pública – não apresenta flutuações cíclicas nítidas como ocorre na atividade econômica.

A justificativa de Kalecki parte da Equação de Trocas inspirada na Teoria Quantitativa da Moeda. A velocidade de circulação da moeda depende da taxa de juros em curto prazo.

Quanto mais alta a taxa de juros em curto prazo – ela é o *prêmio pela renúncia à liquidez* –, maior será o incentivo a investir dinheiro, por períodos curtos, ao invés de mantê-lo como reserva em caixa. As transações podem ser realizadas, seja com quantidade de moeda maior, seja com menor.

A acomodação com *crédito* – a endogeneidade da oferta monetária criada pelas forças de mercado – em relação ao volume de negócios significa, em princípio, a realização mais lucrativa das transações por *alavancagem financeira*. A taxa de juros em curto prazo, diferentemente, é determinada pela relação entre o valor das transações e a oferta de moeda, por sua vez, regulada pela política monetária do Banco Central.

A taxa de juros em curto prazo, normalmente, cai em período de depressão e se eleva na prosperidade, porque a oferta de moeda por parte dos bancos sofre, segundo Kalecki, flutuações menores diante do valor das transações. Segundo sua hipótese pioneira, haveria racionamento de crédito contraciclo a depender da avaliação de risco.

Mas a taxa de juros em longo prazo, baseada em expectativas, reflete essas flutuações apenas em certa medida. Ela se baseia sim na *média das taxas em curto prazo esperadas*, para os próximos anos, e não na taxa de juros no curto prazo corrente.

Esta é a *teoria das expectativas sobre o futuro da taxa "curta"*: a taxa em longo prazo se modifica bem menos se comparada à taxa em curto prazo. Isto porque a expectativa de sua elevação, ou seja, a queda nos preços dos títulos, tornará menos provável o risco de sua depreciação adicional.

Qualquer agente econômico, pensando em como investir suas reservas, tenderá a comparar os resultados obtidos a partir dos

investimentos nos diversos tipos de títulos financeiros no decorrer de alguns anos. Ao fazer a comparação dos rendimentos possíveis de serem obtidos, ele leva em consideração: *a média das taxas em curto prazo esperadas*, ou seja, a taxa de desconto para esse período futuro, e *a taxa atual de juros*, paga por aplicação em longo prazo, por exemplo, a parte do rendimento pré-fixado em títulos de dívida pública de longo prazo com índice de preços.

O investidor deve atentar para a possibilidade de perda de capital dos títulos financeiros de renda fixa, devido à depreciação de seu valor de mercado, no mercado secundário, durante o período considerado. O investimento em longo prazo não possui tanta incerteza possuída pelas aplicações em curto prazo a respeito da taxa de juros a estar vigorando, quando ocorrerem suas necessárias renovações.

O preço dos títulos financeiros (de dívida) em longo prazo se acha em proporção inversa aos seus rendimentos. Quando a taxa de juros “longa” aumenta, o risco da depreciação desses títulos, podendo ser “levados aos seus vencimentos”, subiu e os preços caíram.

O aumento de taxa de juros “curta”: eleva a taxa de desconto aplicável a seus fluxos de caixa e reduz o valor de mercado do ativo. Inversamente, a queda de taxa de juros “curta” aumenta os valores de mercado de ativos.

Por exemplo, se algum investidor adquirir título em longo prazo com renda fixa, seu *valor de face* (ou de resgate) será dado. Pagará certos juros ao ano em relação a esse valor nominal, terá um rendimento fixo anual.

Pelas flutuações, decorrentes da instabilidade inerente ao mercado financeiro diante das flutuações das “taxas curtas”, esse título será negociado em várias ocasiões diferentes, a preços superiores ou inferiores ao seu valor de face nominal. As taxas de juros a serem efetivamente recebidas pelos diferentes compradores estarão relacionadas aos preços pagos pelos títulos, quando esses foram adquiridos nesse mercado secundário.

A expansão (ou redução) da *taxa de juros efetiva* reflete a redução ou a elevação do preço do título financeiro. Quanto maior o

*deságio* com o qual o título é negociado, no mercado secundário, mais aumenta o rendimento a ser recebido. Isto porque o investidor desembolsará menos para comprar título com *o mesmo valor de face*, sobre o qual incidem *os mesmos pagamentos de juros nominais*.

Kalecki aponta dois fatores explicativos da estabilidade da taxa em longo prazo em comparação com a volatilidade da taxa de juros em curto prazo. Primeiro, cada modificação de breve duração (volatilidade) na taxa de juros em curto prazo reflete-se apenas em parte da estimativa da *média das taxas em curto prazo esperadas* para os próximos anos. Segundo, a taxa de juros em longo prazo *modifica-se em menor proporção* ao refletir essa taxa média esperada.

A taxa em longo prazo e não a “curta”, portanto, seria a relevante quanto à determinação de uma decisão de longo prazo como é a do investimento. Tendo em vista ela não apresentar flutuações cíclicas pronunciadas, Kalecki a releva, isto é, *não a considera relevante no mecanismo do ciclo econômico*.

Esse autor se insere na tradição de colocar como *o fator fundamental das flutuações cíclicas* a característica na produção de instalações e ociosidade dos equipamentos.

No entanto, o conceito contemporâneo de *alavancagem financeira*, referente ao uso de dívida para financiar investimentos e operações empresariais, poderia ser acrescentado hoje à teoria do investimento de Michal Kalecki. Afinal, ele considera outros fatores influentes indiretamente nas decisões de investimento das empresas, entre os quais, a demanda efetiva, a distribuição de renda, as políticas governamentais e as expectativas empresariais.

A *alavancagem financeira* influencia as expectativas empresariais e as condições de financiamento. Ela afeta os custos de financiamento das empresas, cujas despesas financeiras serão comparadas com os lucros operacionais esperados em escala maior.

Empresas ao utilizarem mais dívida enfrentam (ou não) custos de juros significativos. Portanto, as taxas de juros e as condições de financiamento desempenham um papel-chave nas decisões de investimento porque afetam a rentabilidade dos projetos de investimento.

A expectativa de futuras receitas e lucros é crucial para as decisões de investimento das empresas. A *alavancagem financeira* influencia essas expectativas, pois a dívida pode diminuir os lucros operacionais diante das despesas financeiras assumidas pelos empréstimos – e aumentar os riscos. Portanto, o *grau de alavancagem financeira* de uma empresa afeta suas decisões de investimento e a disposição para assumir riscos.

Em uma análise mais ampla, *a alavancagem financeira também está relacionada ao ciclo econômico*. Durante *períodos de expansão econômica*, as empresas podem estar mais dispostas a usar dívida para financiar investimentos, enquanto em *recessões*, a aversão ao risco crescente pode aumentar e levar a decisões de investimento mais cautelosas.

Portanto, o conceito de *alavancagem financeira*, incorporado à teoria do investimento de Kalecki como parte das considerações influentes nas decisões de investimento das empresas, propiciaria um contexto mais amplo para a análise econômica. O sistema financeiro não seria colocado como “algo à parte”... e “esquecido” por muitos analistas!

## Capítulo 4 - Keynes X Kalecki

### Diferenças entre Obras dos Macroeconomistas

Quanto ao conteúdo da obra de Kalecki sobre as economias capitalistas, para Jorge Miglioli (1980: 18-19), “é inegável apresentar algumas semelhanças, muito importantes, com a *Teoria Geral*”.

Essas semelhanças se referem aos seguintes pontos fundamentais:

- o nível de renda não é automaticamente determinado pelo nível da capacidade produtiva da economia, ou seja, pelo produto potencial;
- o nível de renda é função da demanda agregada, isto é, do volume de despesas efetivadas;
- quando se abstrai o comércio mundial e as finanças internacionais, ou seja, considera uma economia fechada e, pior, sem governo, o volume de despesas compreende apenas os gastos privados em consumo e investimento;
- como os gastos em consumo podem ser considerados como dependentes da própria renda, abstraídos o crédito e o estoque de riqueza, então, o investimento passa a ser a variável fundamental para explicar o nível de renda.

Qual (ou quais) é (são) o(s) determinante(s) do investimento?

Neste ponto, as concepções de Kalecki e Keynes divergem, consideravelmente, sendo as do polonês mais completas, mas eles concordam um ponto: o montante de investimento não é, diferentemente do suposto pelos economistas neoclássicos, determinado pela poupança e pela taxa de juro. A necessária igualdade contábil entre poupança e investimento não ocorre pelo mecanismo da taxa de juro, mas sim através de alterações no nível de renda.

Em *método dinâmico* mais preciso da Escola de Estocolmo, o investimento *ex ante* depende do autofinanciamento e/ou do crédito

para a *alavancagem financeira*: o maior lucro operacional superar as despesas financeiras. O investimento *ex post* se iguala contabilmente à poupança *ex post*, através de alterações no nível de renda, sendo o multiplicador gerador desta renda e a poupança uma variável residual, depois de descontado o consumo da renda.

As divergências entre Kalecki e Keynes são resultantes das diferenças de formação de cada qual: à esquerda, *a formação política e teórica marxista do polonês*; à direita, *a formação neoclássica do inglês*, do qual ele se liberta inclusive por ser, politicamente, *um liberal clássico reformista*. Não era um reles neoliberal, adepto apenas do “liberismo econômico”, pois reconhecia a necessidade de reformas no sistema capitalista no sentido de uma evolução democrática para um estado de bem-estar social, inclusive antevia uma futura conquista social de menor jornada de trabalho semanal.

Miglioli (1980: 19) lista as principais divergências teóricas entre Kalecki e Keynes.

Primeira, enquanto o economista inglês permanece adotando o pressuposto do livre-mercado ou livre-concorrência, o polonês aborda a economia capitalista não *como ela deveria ser*, mas *como ela é*, ou seja, como uma economia oligopolizada, onde as firmas detêm maior ou menor grau de controle sobre o mercado e sobre os preços de seus produtos.

Segunda, Keynes não demonstra grande interesse pelo problema da distribuição da renda entre capital e trabalho, mas apenas entre empreendedores e rentistas, considerando as atividades destes seus “parceiros” como perniciosas para a expansão econômica. Por sua vez, Kalecki discutia a distribuição social (“funcional”) da renda entre capitalistas e trabalhadores como parte integrante de sua teoria da demanda efetiva.

Terceira, Keynes trata apenas de explicar o nível de renda em curto prazo, enquanto Kalecki se preocupa também com os problemas em longo prazo ao integrar os fenômenos dos ciclos e da tendência de crescimento em longo prazo, para o desenvolvimento econômico, em uma única teoria macroeconômica. Leva em conta, entre outros fenômenos, a inovação tecnológica e o fator demográfico, temas não considerados pela *Teoria Geral* reducionista de Keynes.

Quarta, a diferença fundamental entre Kalecki e Keynes – base das demais divergências segundo Miglioli – está nas distintas concepções da sociedade capitalista. A *formação marxista* de um e a *formação elitista* de outro não combinam...

Kalecki não trata a sociedade como um conjunto de indivíduos dotados de livre-iniciativa. Para ele, a sociedade se divide em *classes antagônicas de renda e riqueza*, onde o conflito trabalhista é contumaz.

Em sua teoria macroeconômica, não só interessa a renda agregada de todos os indivíduos, mas pelo menos a divisão classista entre salários e lucros. Tampouco interessa apenas o consumo agregado de todos os indivíduos, mas o consumo dos trabalhadores e o consumo dos capitalistas.

Em sua época, era nítida a divisão entre *bens de consumo populares* (não-duráveis como alimentos e roupas) e *bens de consumo de luxo* (duráveis como automóveis, viagens aéreas e hotéis). Depois, “a revolução *comunista* (chinesa) provocou uma revolução *consumista* (global)”... Graças à economia de escala e ao barateamento dos bens industriais, tornou-os acessíveis a uma maior massa popular via exportação.

Sendo assim, cabe pensar se o pensamento marxista impor a ideia de luta de classes, como uma “camisa-de-força” aos seus adeptos, levou à desatualização de parte da obra de Kalecki. Ele não dividia a sociedade em consumidores/poupadores de um lado e empreendedores do outro, mas sim em trabalhadores e capitalistas.

Os proletários ganhavam salários apenas suficientes para sua sobrevivência. Só os capitalistas teriam a opção de gastar em consumo e/ou em investimento ao escolher as proporções de seus lucros usados em cada finalidade.

Como os gastos dos trabalhadores eram supostos já dados, somente os gastos dos capitalistas poderiam preencher eventual capacidade produtiva ociosa para combater o desemprego. Por isso, Kalecki disse: “os trabalhadores gastam o ganho e os capitalistas ganham o gasto”.

Esse reducionismo será hoje verdade? Não houve mobilidade social de boa parte dos trabalhadores a ponto de eles acumularem reservas financeiras para suas aposentadorias e cuidados com a saúde?

Nesse sentido, Keynes não acertou mais quanto ao futuro de haver sim uma massa de subempregos em serviços urbanos no nível de subsistência? Não há um “adeus ao operariado industrial”?

### Demanda Efetiva, Investimento e Dinâmica: Contribuições Teóricas Comparadas

Fui calouro do Mario Luiz Possas no Mestrado e aluno no doutorado de Ciência Econômica na UNICAMP. Foi um excelente professor de Macroeconomia, preparando-me para eu ser capaz de inovar e oferecer um curso até então (1994) inédito no IE-UNICAMP de *Macroeconomia Aberta*. Fui responsável por ele até ir ocupar o cargo de Vice-Presidente da Caixa Econômica Federal, durante o primeiro governo Lula (2003-2006).

Talvez seu ensaio *Demanda Efetiva, Investimento e Dinâmica: A Atualidade de Kalecki para a Teoria Macroeconômica* (1999) ofereça a melhor síntese das ideias aprendidas com ele por mim. Discute a importância da contribuição kaleckiana para a reconstrução de uma teoria macroeconômica capaz de explicar, pelo Princípio da Demanda Efetiva, as relações básicas de determinação causal das variáveis econômicas *sem qualquer referência ao equilíbrio*, superando assim o falso papel relevante atribuído à poupança e colocando a macro dinâmica no centro da análise do funcionamento da economia capitalista.

Inicialmente, apresenta a *formulação do princípio da demanda efetiva* por Kalecki. Mais simples e mais geral em relação à de Keynes, ressalta especialmente a relação unívoca de causalidade gasto-renda, jogando a noção habitual de equilíbrio para “a lata-de-lixo” da História do Pensamento Econômico.

A demonstração é essencialmente idêntica à de Keynes, porém, mais simples e direta. O investimento determina uma poupança necessariamente igual e simultânea, a qual representa a liberação de recursos líquidos de igual montante.

Assim a poupança, estando condenada contabilmente a ser contraparte *ex post* ao investimento, não tem nenhuma importância econômica. Vai também para “a lata-de-lixo” da História do Pensamento Econômico.

A economia capitalista, mesmo caso esteja operando em condições de rotina econômica e estrutura estável, não tende para nenhum estado estacionário e/ou de equilíbrio geral, mas sim para *flutuações*. Ela é dinamicamente (ao longo do tempo) *instável*.

O crescimento em longo prazo, independentemente da sua trajetória temporal (crescente ou declinante), depende de fatores autônomos de demanda como as *decisões cruciais* de investimento autônomo. Essas *mudam o contexto de maneira irreversível* a não ser à custa de grande prejuízo para repor as perdas.

### Princípio da Demanda Efetiva

O Princípio da Demanda Efetiva é a antídoto contra a famigerada Lei de Say. É apresentado tanto por Keynes quanto por Kalecki.

Mas em Keynes ele é obscurecido pela dificuldade do autor em expô-lo claramente quando pretende, simplesmente, enfatizar a determinação *ex ante* da produção e do emprego, mas, talvez por o desconhecer por ainda não ter publicações a respeito em inglês, antes de 1936, não usa esse método dinâmico da Escola de Estocolmo. Em Kalecki, o *nível de emprego* é uma decorrência implícita da validação de um certo volume de produção pelas vendas, ou seja, pela demanda efetiva.

Ele coloca o foco exclusivo no resultado *ex post* e torna mais claro o essencial: o Princípio da Demanda Efetiva consiste na *determinação unilateral das receitas (rendas) pelo gasto*. Diante disso, nas transações mercantis, *a única decisão autônoma é a de gastar*, ou seja, comprar ou converter dinheiro em mercadoria.

Ao contrário do senso comum, a determinação se dá do gasto para o rendimento (no caso, os lucros), porque nenhum capitalista pode a priori decidir seu ganho, só pode decidir o gasto em investimento ou em consumo. Logo, *a soma dos seus gastos*

*agregados determina a renda de cada qual* – e não o sentido contrário do lucro para o gasto como pregavam os neoclássicos.

Possas (1999) apresenta a formulação mais simples do Princípio da Demanda Efetiva: “em dada economia mercantil, portanto, *monetária*, onde o dinheiro cumpre todas as suas funções (meio de circulação, unidade de conta, meio de pagamento) —, em toda transação de compra e venda existe apenas uma *decisão autônoma*: a de gastar. Em consequência, *todo gasto determina uma receita de igual magnitude*. Por agregação, *o total do gasto em um dado período contábil é sempre igual e determina o total da receita*” (itálicos meus).

A implicação da presença do *dinheiro*, em uma economia mercantil, de acordo com Marx, como um intermediário obrigatório de todas as trocas, ele se torna, não apenas *um meio* (de pagamentos), mas *um fim* em si para acumulação de reserva de valor. Cada produtor individual necessita dela ao se defrontar, obrigatoriamente, com o mercado — sem o qual uma sociedade baseada na divisão social do trabalho não poderia se reproduzir.

Só o gasto, com o pressuposto da posse de poder de compra universal — a finalidade de todo o processo de troca —, pode resultar de uma *decisão efetivamente autônoma*, na medida da disponibilidade livre desse poder de compra com recursos próprios ou de terceiros.

Possas (1999: 21) salienta: “o *resultado agregado* é um mero corolário: como em cada operação de compra e venda o gasto determina a receita, durante um período de tempo contábil arbitrário o total de gastos sempre será igual e determinará o total da receita”.

Também não é preciso formular o Princípio da Demanda Efetiva em termos de valor adicionado ou renda: “a relação de causalidade se estabelece em nível mais genérico, a partir da assimetria entre dinheiro e mercadoria, e, portanto, entre gasto e receita”. *Receita, subtraído o custo intermediário, gera valor adicionado ou renda*.

Da mesma forma, não é preciso relacionar o Princípio da Demanda Efetiva — e, em consequência, a refutação da lei de Say — com a *função consumo*. Não depende da suposição de Keynes de

uma propensão marginal a consumir abaixo de um para gerar investimento.

O *poder de compra* pode ser mais ou menos influenciado pela renda prévia, no caso, a depender principalmente do *nível do estoque de riqueza líquida*, acumulado por cada agente considerado. Mas, certamente, pode ser afetado por diversas outras variáveis, especialmente, o *crédito*. Nesse sentido, sob um ponto de vista lógico, *todo gasto é autônomo em relação à renda prévia*.

“Não é preciso invocar a ocorrência de ‘entesouramento’, no jargão clássico e marxista, ou de ‘preferência por liquidez’, na terminologia keynesiana, ou qualquer outro tipo de ‘vazamento’ monetário de renda entre um dado rendimento e o gasto subsequente, para validar o Princípio da Demanda Efetiva e invalidar a lei de Say” (Possas, 1999: 22).

Ao se gastar não “a renda”, mas sim a partir de um dado poder de compra, apenas com relação parcial e indireta com a renda, torna irrelevante a tradicional questão de “quanto” de uma renda prévia é ou não gasto. A propensão a poupar vai também para “a lata de lixo” da História do Pensamento Econômico!

A simples presença do dinheiro é suficiente para rejeitar a Lei de Say e assim mostrar a possibilidade teórica das crises. Autores da Escola Austríaca acusam o crédito por levar às oscilações cíclicas e à inflação, afinal, “o coitado” é difamado por *desequilibrar a demanda agregada diante da oferta agregada...*

Seria um erro considerar a divisão social do trabalho e a ausência de coordenação consciente do processo de troca, em lugar da “anarquia da produção”, de algum modo, a responsável isolada pelas crises, pelo desemprego etc. Esse erro teórico levou a uma longa tradição de identificação incorreta do Princípio da Demanda Efetiva com o suposto “problema da insuficiência da demanda efetiva”, no campo heterodoxo, de marxistas a keynesianos de esquerda.

Finalmente, seria altamente enganoso expressar o Princípio da Demanda Efetiva, em termos de *equilíbrio*, seja entre oferta e demanda (agregadas ou não), seja entre produto e renda, seja entre investimento e poupança. Ele independe de qualquer *hipótese de*

*equilíbrio*, seja de qual tipo for. Até mesmo é compatível com qualquer *padrão de racionalidade*, inclusive todos os estudados em Economia Comportamental.

Possas (1999: 23) reafirma: “o *equilíbrio* não é um conceito necessário do ponto de vista da determinação teórica das variáveis em Macroeconomia”. Não se encontra já na “lata de lixo” da História do Pensamento Econômico?!

A abertura para a análise dinâmica, apenas latente em Keynes, mas bem desenvolvida por Kalecki, é facilitada pela *exclusão do equilíbrio*. Além de enganoso, é teoricamente desnecessário e de compatibilidade mais problemática com uma análise dinâmica.

### Relação Investimento-Poupança

Quanto à poupança, “pelo menos sua definição contábil tornou-se razoavelmente consensual a partir do desenvolvimento das técnicas de Contabilidade Social, especialmente após a obra de Keynes” (Possas, 1999: 25). Desde então, aceita-se amplamente a *poupança* ser definida como o fluxo de renda correspondente à diferença entre a renda disponível (após impostos) e o consumo no período de cálculo.

Como decorrência lógica do Princípio da Demanda Efetiva, a relação de determinação é unilateral do gasto para a renda. Neste caso, vai do investimento, somado ao saldo do balanço comercial e ao déficit público, para a poupança. Se os saldos do governo e do setor externo forem nulos, a poupança será contabilmente igual ao investimento — sendo por ele necessariamente determinada.

Daí, “a poupança não financia o investimento, em nenhum sentido teoricamente inteligível” (Possas, 1999: 26). Inexiste, logicamente, uma poupança *ex ante*.

Ela é por definição um fluxo de rendimentos simultâneo ao investimento – e por ele é determinada. O que financia o investimento é o *crédito*, este sim, um estoque (ou saldo) de poder de compra, criado *ex nihil* pelo sistema bancário e precedente, lógica e temporalmente, ao investimento.

Neste ponto, Possas (1999: 42) coloca um pé-de-página (20) muito didático, merecedor de destaque, a respeito da *distinção entre estoques e fluxos*.

“Em Economia, diferentemente das Ciências Físicas, os *fluxos* não são comumente definidos como derivadas temporais de variáveis de estoque, mas como resultados instantâneos de transações realizadas — medidos tanto pelo lado do dispêndio (gastos) como da receita (rendimentos, produto etc.). *Todo fluxo, ao contrário de um estoque, “desaparece” após ser criado*, ou seja, o fluxo de dinheiro recebido vira saldo financeiro.

Em nível agregado, são definidos como um somatório dos fluxos individuais ao longo de um período contábil discreto arbitrário — não mais instantâneo, apenas porque as transações geralmente não são sincrônicas. *A poupança, como o investimento, é por definição um fluxo, e não um estoque, ao contrário do crédito concedido em depósito à vista do cliente devedor*.

Como todo fluxo, é definida no *nível desagregado* (das transações individuais) de maneira instantânea, e no *agregado* no mesmo período contábil no qual se queira definir o investimento determinante, no caso simplificado (abstraindo saldos do setor externo e do governo). *Só o poder de compra, por definição, um estoque* resultante de reservas líquidas ou criado pelo crédito, pode financiar (no sentido de liberar liquidez para um dispêndio) algum gasto, incluindo o investimento”.

Por isso, o destaque de Kalecki à entrada de um novo poder de compra na economia através do crédito bancário, seja pelo endividamento interno, seja pelo endividamento externo, assumido pelo governo e pela empresas não-financeiras. No caso, *a circulação financeira abrange a circulação industrial*.

“A alegação, às vezes encontrada em autores pós-keynesianos, de a poupança, se não contribuir para o financiamento do investimento, é importante para gerar seu *funding*, mediante o alongamento dos prazos de aplicação essenciais para viabilizar o investimento em escala agregada significativa, incorre em um erro conceitual” (idem; ibidem).

Quem contribui para os passivos bancários é a “poupança” em sentido coloquial, isto é, “financeira”. É associada a aplicações em depósitos, títulos e valores mobiliários, e fundos de investimento.

Esta constitui um *estoque* e nada tem a ver com o fluxo macroeconômico chamado *poupança*. No máximo, esta dá indiretamente uma contribuição marginal para eles, dependendo de se o estoque de riqueza, derivado da poupança, é transformado em aplicação financeira – e não dispendido logo em consumismo.

Quando Kalecki afirma o investimento se “financia a si próprio”, o melhor entendimento é o crédito liberar um igual montante de liquidez à disposição do conjunto dos capitalistas no sistema bancário. “A poupança não resulta de ‘atos’ voluntários por parte dos agentes econômicos: ela é, como qualquer outra variável de renda, estritamente *residual*, isto é, determinada por variações de gasto” (Possas, 1999: 27).

A determinação de um montante qualquer, individual ou agregado, de poupança contábil não pode, em nome de nenhuma opção teórica, e por razões de ordem lógica derivada do Princípio da Demanda Efetiva, ser objeto ou resultado da vontade ou da decisão dos agentes individuais.

Não se pode decidir *o que se ganha*, mas sim *o que se gasta*. Logo, não se pode decidir a diferença entre *o que se ganha* — no caso, a renda — e *o que se gasta* — no caso, o consumo.

A mal chamada “poupança financeira” é uma aplicação de capital-dinheiro. Envolve *estoque de riqueza*, e não um eventual *fluxo* já extinto economicamente. “A poupança é tão residual e involuntária quanto a renda” (id.; *ibid.*).

A poupança macroeconômica *ex post* é sempre *involuntária* e não pode resultar do esforço de ninguém. Ela não financia nenhum gasto.

Em nenhuma hipótese, um eventual nível baixo da “poupança privada” poderia ser “reforçado” por um aumento quer da “poupança do governo” (superávit primário), quer da “poupança externa” (superávit do balanço de transações correntes). A poupança privada é determinada pelo investimento e pelas outras duas “despoupanças”

(governamental e externa), não tendo possibilidade de apresentar qualquer variação autônoma.

A poupança privada sempre se reduz diante a um aumento autônomo das “poupanças” pública e externa, tanto quanto frente a uma redução autônoma do investimento.

Por fim, a poupança não requer nenhuma noção de equilíbrio para ser definida. com base no Princípio da Demanda Efetiva, a poupança não é função de coisa alguma — pela simples razão de ser totalmente determinada pelo investimento no caso simplificado e, *mutatis mutandis*, no caso geral.

A Contabilidade Social e o Princípio da Demanda Efetiva, conjuntamente, asseguram a poupança ser sempre igual e determinada pelo investimento. Assumir alguma função consumo não implica supor o consumo ser sempre uma proporção desejada da renda.

O *multiplicador* é um mecanismo potencial, típico de *estática comparativa*. Por isso, *não tem definição temporal precisa*, porque depende totalmente de como se comportam as expectativas de curto prazo (ligadas às decisões de produção), além de supor o investimento constante durante o ajuste.

O “tempo” de o *efeito multiplicador* “levar” para completar-se é uma *falsa questão*, tanto do ponto de vista lógico, porque é um efeito apenas potencial, e não dinâmico, quanto em suas implicações para a determinação da poupança.

Possas (1999: 30) conclui: “todo o peso da teoria recai sobre o investimento, e nenhum sobre a poupança”.

### Investimento, Dinâmica e Instabilidade

A *centralidade do investimento*, para explicar o funcionamento da economia capitalista, em seu conjunto, pelos seus impactos quer sobre a determinação do *nível de atividade*, quer sobre a sua *dinâmica*, não deriva certamente do peso percentual do investimento no produto, muito inferior ao do consumo. Deve-se à sua muito *maior autonomia* em relação ao nível de atividade.

Isso o torna uma *variável-chave* para a determinação endógena não apenas desse mesmo nível de atividade, como também de suas variações, eventualmente, de suas flutuações e mesmo de sua possível instabilidade. *Endogeneidade* se refere às forças de disputa de mercado.

O papel crucial do investimento como variável determinante macroeconômica decorre da *ênfase na demanda como determinante do nível de atividade*. Isso irrita os adeptos da Economia da Oferta.

O *efeito multiplicador* foi abandonado por essa corrente de pensamento econômico. No entanto, é a ilustração mais didática dessa vinculação entre *a importância macroeconômica do investimento*, comparativamente ao consumo e aos demais componentes “exógenos”, ou melhor, *autônomos*, da demanda agregada, e *a importância da demanda efetiva como princípio de determinação causal do nível de atividade econômica*.

#### Seleção da Carteira de Ativos em Keynes e Riscos Passivos em Kalecki

Nesse ponto aparece a única afirmação do meu ex-professor, Mário Possas, a qual eu questionaria se estivesse em sala-de-aula.

“Embora Kalecki não tenha chegado a elaborar uma teoria do investimento tão completa e sofisticada como a de Keynes, inclusive pela *abrangência monetária e financeira deste último*, teve ao menos o mérito de formulá-la de modo diretamente voltado para os seus efeitos dinâmicos” (Possas, 1999: 31).

Discordo porque o primeiro determinante do investimento, exposto pelo Kalecki, abre espaço para a inclusão do *crédito* (e *alavancagem financeira*) de maneira muito mais explícita em comparação à simplória relação keynesiana entre juros (sem explicitar de curto prazo ou de longo prazo) e Eficiência Marginal do Capital. Prefiro até a relação entre *juros de mercado* e *juro natural* apresentada por Knut Wicksell na virada do século XIX-XX.

Possas acha ser uma premissa metodológica central de Kalecki *a estrutura econômica estável*. Significa a ausência conjuntural de

mudanças tecnológicas, das estruturas produtiva e de mercado, e mesmo da política econômica.

Do ponto de vista da estrutura do modelo kaleckiano, o investimento (particularmente em capital fixo) é função de:

- (i) *o nível de atividade*, em geral por influência da acumulação interna de lucros das empresas com tendência a reinvesti-los;
- (ii) *as variações desse nível*, expressas geralmente em termos de variações da taxa de lucro; e
- (iii) *os componentes exógenos*, relacionados com oportunidades de investimento não derivadas da atividade corrente.

O primeiro termo de equação kaleckiana dos determinantes do investimento procura captar, basicamente, a influência positiva sobre as decisões de investir da *capacidade de autofinanciamento* das empresas. Explicitamente, alerta sobre o Princípio do Risco Crescente, ou seja, sobre *o abuso do endividamento*, para aumento da economia de escala, com a expectativa de obtenção de maior lucro operacional, depois de cobertas as despesas financeiras. *Keynes não considera esse estímulo crucial da alavancagem financeira.*

#### Expectativas na Obra de Michal Kalecki

Discordo também da seguinte digressão teórica de Possas (1999: 33). “Em comparação com a teoria de Keynes, as principais lacunas do modelo de Kalecki seriam a ausência de *tratamento da taxa de juros* e da *formação de expectativas de longo prazo*” (itálicos meus).

Ora, a expectativa de obtenção de maior lucro operacional está explícito no segundo termo de sua equação dos determinantes do investimento inclusive com base em um fundamento objetivo: *o ritmo de vendas gera expectativa quanto ao lucro futuro.*

Na verdade, discordo da acusação de pós-keynesianos de os modelos de investimento e ciclo de Kalecki “conterem pouca historicidade e excesso de mecanicismo” só por ele usar esse termo em um título de importante ensaio aqui resenhado. Os pós-keynesianos são adoradores da *palavrinha-mágica*, usada e abusada,

“incerteza”, e cobram da obra de Kalecki a ausência de uma *análise de expectativas*!

Esse “psicologismo” rasteiro já deu! Convince quem adota o *individualismo metodológico*, mas não a quem é atualizado com a Ciência da Complexidade, incorporando o conhecimento do *holismo metodológico* e da *Economia Comportamental*. As expectativas de agentes irracionais são coletivas e homogêneas?!

Os múltiplos indivíduos, Pessoas Físicas e Pessoas Jurídicas, interagem entre si com perspectivas diversas. Suas posturas financeiras, seus graus de endividamento e seus estoques de riqueza, seja por valor, seja por liquidez, são diferentes.

Segundo Kalecki, a expectativa de futuras receitas e lucros é crucial para as decisões de investimento das empresas. A *alavancagem financeira* pode influenciar essas expectativas, pois a dívida pode amplificar os lucros, mas também os riscos, contrariando sua *disposição para assumir riscos*.

A *generalização de expectativas* refere-se à tendência das pessoas de formar expectativas com base em experiências passadas e aplicá-las a situações semelhantes. As expectativas individuais podem ser influenciadas por uma série de fatores, incluindo as experiências pessoais, a personalidade, as crenças e os valores de cada indivíduo.

Embora seja possível algumas pessoas generalizarem suas expectativas com base em experiências passadas, essas expectativas ainda serão moldadas por suas *psicologias individuais*. Pessoas com experiências semelhantes podem interpretar e generalizar essas experiências de maneiras diferentes devido a diferenças em suas psicologias individuais.

Além disso, as expectativas também podem ser moldadas por influências sociais, culturais e contextuais. As normas sociais, as crenças culturais e as informações disponíveis em um determinado momento podem afetar as expectativas de uma pessoa em uma situação específica.

Portanto, seria um equívoco dos pós-keynesianos a *generalização de expectativas*. A forma como as expectativas são

formadas e aplicadas é altamente individual e pode variar significativamente de pessoa para pessoa com base em suas psicologias individuais e nas influências externas enfrentadas.

Além disso, as pessoas com capacidade de decisões empresariais (ou mesmo governamentais) se submetem às decisões coletivas. No caso de empresas, são tomadas pela diretoria e pelo Conselho de Administração – e não dependem necessariamente de expectativas homogêneas. Na realidade, essas decisões geralmente são influenciadas por diversas perspectivas, informações e opiniões dentro da organização.

Dentro da diretoria e do Conselho de Administração, os membros podem ter experiências, conhecimentos e visões diferentes. Isso leva a uma *diversidade de opiniões e expectativas* em relação a projetos futuros.

As decisões são frequentemente baseadas nas *informações disponíveis no momento*. Se as informações são incompletas ou ambíguas, diferentes membros da diretoria e do Conselho podem interpretá-las de maneiras diferentes, afetando suas expectativas.

Em muitos casos, as decisões são alcançadas através de negociações e deliberações através dos votos da maioria. Isso significa as opiniões evoluírem em busca de um *consenso* quando os membros debatem os méritos e riscos de um projeto.

Infelizmente, muitos acham se comportar de modo correto quando apenas se comporta como outros. Simplesmente por mais pessoas acharem uma ideia correta, não torna correta essa ideia! Esta é a *Falácia da Prova Social*.

Há também o *erro de pensamento grupal*. Um grupo de pessoas inteligentes toma decisões absurdas porque cada um ajusta sua própria opinião ao suposto consenso.

Nesse ponto cabe uma pequena digressão sobre a diferença entre “convenção” e “expectativas individuais”. São conceitos relacionados, mas têm significados diferentes na economia e em outras áreas.

Uma *convenção* refere-se a um comportamento ou padrão socialmente aceito e seguido por um grupo de pessoas – e não todas

–, muitas vezes sem uma base lógica ou racional óbvia. Convenções, por exemplo, abrangem uma ampla variedade de áreas, desde normas de etiqueta social até práticas econômicas e financeiras.

Elas são frequentemente mantidas porque as pessoas acreditam outras seguirão o mesmo padrão, criando assim uma *expectativa compartilhada*. Convenções mais permanentes podem influenciar as decisões individuais e as expectativas conjunturais?

As *expectativas individuais* são as crenças, as previsões ou as suposições feitas por um indivíduo sobre eventos futuros com base em sua interpretação de informações conjunturais disponíveis, diante de suas experiências passadas e com um julgamento pessoal. Essas expectativas podem ser racionais ou irracionais, otimistas ou pessimistas – e variam de pessoa para pessoa!

As *expectativas individuais* afetam as ações e decisões de uma pessoa, como suas decisões de gastos, investimentos ou escolhas de carreira. Elas são muito influenciadas por fatores como informações disponíveis, experiências pessoais e influências sociais, mas são particulares!

Embora as convenções possam influenciar as expectativas individuais, *elas não são a mesma coisa*. As convenções são *padrões aceitos socialmente*, enquanto as *expectativas individuais* são as crenças pessoais de um indivíduo.

No entanto, as convenções podem moldar as expectativas individuais. As pessoas inseguras consideram o comportamento predominante ao formar suas próprias expectativas.

Voltemos analisar as decisões econômico-financeiras, nas quais os objetivos da empresa desempenham um papel importante. A diretoria e o Conselho optam entre se concentrar em metas de curto prazo, como *lucratividade imediata*, ou em metas de longo prazo, como *expansão e crescimento*.

Além das perspectivas internas, as decisões também são influenciadas pelo *feedback* de partes interessadas externas, como investidores-acionistas, clientes e reguladores.

Portanto, enquanto as expectativas são vistas por economistas como suficientes, e não apenas parte do processo de tomada de

decisões, a diversidade de opiniões e a consideração de uma variedade de fatores tornam as expectativas dentro da diretoria e do Conselho de Administração *uma questão complexa e frequentemente heterogênea*.

O processo decisório nas empresas costuma ser caracterizado por debates, análises críticas e consideração de múltiplas perspectivas. Visa tomar decisões de modo a melhor atenderem aos interesses da *organização corporativa* – e não “familiar” de um dono único.

As decisões de investimento geralmente envolvem *avaliação de riscos*. A percepção de risco, comumente, varia de pessoa para pessoa e influencia as expectativas sobre a probabilidade de sucesso de um projeto.

Os bancos, por exemplo, utilizam uma abordagem abrangente para *avaliar os riscos de clientes devedores*, levando em consideração tanto *os perfis dos clientes* quanto *os projetos específicos* apresentados, em busca de financiamento. A avaliação de riscos em instituições financeiras é um processo complexo, envolvendo várias etapas e considerações.

Os bancos avaliam *a capacidade financeira do cliente* para determinar se ele tem a capacidade de cumprir suas obrigações de pagamento. Isso envolve a análise das finanças pessoais ou empresariais, incluindo receitas, despesas, ativos e passivos.

O histórico de crédito do cliente inclui informações sobre empréstimos passados, pagamentos atrasados ou inadimplência, é cuidadosamente examinado. Isso é fundamental para avaliar a probabilidade de inadimplência futura.

Os bancos consideram a estabilidade do emprego e da renda do cliente, no caso de Pessoas Físicas. Analisam também qualquer histórico de instabilidade financeira das Pessoas Jurídicas.

Se o empréstimo se destina a um projeto específico, os bancos realizam uma análise detalhada da viabilidade desse projeto. Isso pode incluir revisão de planos de negócios, projeções financeiras e estudos de mercado.

Empréstimos para projetos podem envolver a avaliação de ativos oferecidos como garantia (colateral), caso o devedor não cumpra suas obrigações. Os bancos avaliam o valor e a qualidade desses ativos como parte do processo de avaliação de riscos.

Os bancos também consideram a *diversificação de riscos* em suas carteiras de empréstimos. Eles buscam evitar a concentração excessiva de empréstimos em um único setor ou cliente, para evitar o aumento do risco.

Consideram fatores macroeconômicos, como taxas de juros, condições econômicas gerais e tendências do mercado. Tudo isso pode afetar a capacidade do cliente de pagar o empréstimo.

Os profissionais de crédito dos bancos também aplicam julgamento e experiência para avaliar *aspectos qualitativos não facilmente quantificáveis*, como caráter moral e reputação. Intuição e experiência também afetam as decisões de concessão de crédito: são “expectativas”?

Portanto, a avaliação de riscos pelos bancos é uma combinação de análise de perfil do cliente e análise do projeto ou finalidade do empréstimo. Essa *abordagem multifacetada* visa a garantir os empréstimos concedidos estarem alinhados com os critérios de risco do banco e as chances de inadimplência serem minimizadas.

A análise de riscos é uma parte fundamental da atividade bancária para proteger os interesses financeiros da instituição e manter a estabilidade do sistema financeiro. Evita o risco sistêmico.

Não seria um *reducionismo simplório* englobar tudo isso em “expectativas”?!

\*\*\*

Por fim, para esta resenha comparativa entre os dois grandes macroeconomistas, cabe destacar também outro pé-de-página (38) de Possas (1999: 44). Ele faz um breve comentário sobre a diferença de escopo das teorias de Keynes e de Kalecki.

“Este último só está desobrigado de introduzir a taxa de juros em sua análise porque *ela não pretende ser uma discussão teórica geral da aplicação de capital*, o que certamente também incluiria

ativos financeiros e moeda. Nesse caso, *os juros seriam vistos como remuneração alternativa ao capital*, como em Keynes, e *não apenas como custo financeiro do investimento*, como em Kalecki”.

Sendo assim, Keynes seria um precursor da Teoria de Portfólio de Harry Markowitz (1952), Teoria de Portfólio de James Tobin (1958), CAPM (sigla para *Capital Asset Pricing Model* ou Modelo de Precificação de Ativos de Capital) do William Sharpe (1962), entre outras. Kalecki seria um precursor do “Teórico dos Passivos”, Hyman Minsky.

Evidentemente, a *visão holista* exige a análise da seleção da carteira de ativos conjuntamente com a do seu financiamento. Portanto, engloba também a estrutura dos passivos, em especial, a relação entre capital próprio e capital de terceiros.

Se fosse necessário optar, prefiro Kalecki e Minsky! Mas não é, portanto, adoto também as boas ideias de Keynes – e descarto as más.

## Teorias dos Ciclos Comparadas

As *teorias dos ciclos* incluem-se entre as *teorias do investimento*, pois embora várias delas identifiquem as causas do movimento cíclico na esfera monetária, os efeitos sobre as indústrias de instalação-equipamento têm de desempenhar algum papel. Schumpeter, em seu clássico livro *História da Análise Econômica*, afirma: “a maior parte das teorias dos ciclos nada mais é senão diferentes ramos de um tronco comum: ‘instalações e equipamentos’”.

Pode-se explicar o mecanismo causador das flutuações econômicas em termos da interação mútua de dois principais determinantes do investimento:

1. o efeito estimulante da rentabilidade maior;
2. o efeito depressivo do crescimento da ociosidade da capacidade produtiva.

Observe não estar considerado aí outro determinante-chave, segundo Michal Kalecki, ligado à alavancagem financeira e ao

consequente Princípio do Risco Crescente. De novo, é relevante identificar também as causas do movimento cíclico no sistema financeiro.

O que provoca as *crises periódicas*? Kalecki responderia, brevemente, ser o fato de “o investimento não só é produzido, mas também produz”.

O investimento, considerado de acordo com sua *capacidade de multiplicar renda*, é a fonte da prosperidade. A cada incremento melhora os negócios e acelera o aumento adicional do próprio investimento.

Ao mesmo tempo, acrescenta equipamento adicional à capacidade produtiva e, logo que esta entra em funcionamento, passa a competir com o equipamento pré-existente. Inicialmente, isso restringe a taxa de crescimento das atividades de investimento e, mais tarde, causa declínio das encomendas de investimento.

Kalecki diz outra frase-de-efeito propícia à memorização: “a tragédia do investimento é ele provocar a crise, justamente, porque é útil”. Sua atração para diversas decisões descoordenadas, descentralizadas e desinformadas umas das outras gera essa *situação de excesso de capacidade produtiva instalada* – e consequente ociosidade.

Ele distingue, na atividade de investimento, *três etapas defasadas*:

1. as encomendas de investimento;
2. a produção de bens de investimento;
3. as entregas de equipamentos concluídos.

Durante a *fase de recuperação*, as encomendas de investimento excedem o nível das necessidades de reposição do usado. No entanto, as entregas de novo equipamento são ainda menores diante das necessidades de reposição do velho equipamento. Por isso, as encomendas de investimento elevam-se, acentuadamente.

Durante a *fase de expansão*, as entregas de novo equipamento já excedem as necessidades de reposição e, conseqüentemente, o

equipamento em crescimento causa o declínio das encomendas de investimento. Isso, ocorrendo na *segunda parte da fase de expansão*, é seguido por queda da produção dos bens de investimento.

Em economia, *recessão* é uma *fase de contração* no ciclo econômico, isto é, de retração geral na atividade econômica – menores taxas de crescimento, após dois trimestres consecutivos, e não queda absoluta do Produto Interno Bruto (PIB), como na *depressão*. Há não só queda no nível da produção (medida pelo PIB), aumento do desemprego, queda na renda familiar, redução da taxa de lucro, aumento do número de falências e concordatas, aumento da capacidade ociosa e queda do nível de investimento.

Durante a *recessão*, as encomendas de investimento ficam abaixo do nível das necessidades de reposição. No entanto, o volume de equipamentos existentes, devido à continuidade das entregas das encomendas anteriores de novo equipamento, continua crescendo.

Por fim, a queda da produção de bens de investimento e o aumento da capacidade produtiva ociosa levam à queda da relação produto/capital ( $Y / K$ ) e acentuam a queda das encomendas de investimento. Economista quando fala em “produto” quer dizer também *renda* ou valor adicionado na produção de bens e serviços.

Caso ocorra uma *depressão*, as entregas de novo equipamento passam a ser menores diante das necessárias para a reposição, devido à depreciação, isto quando não há obsolescência diante de uma inovação disruptiva. A conseqüente carência no volume de equipamento existente causa o aumento das encomendas de investimento. Isso, na *segunda parte da fase da depressão*, é acompanhado por elevação da produção de bens de investimento.

O *ciclo econômico*, de acordo com Michal Kalecki, é resultado das mudanças interrelacionadas (e *defasadas*) entre:

1. as encomendas de investimento;
2. a acumulação bruta (efeito da produção de bens de investimento); e
3. o volume do equipamento.

É interessante comparar com a concepção de John Maynard Keynes, na qual *a demanda agregada assume o papel determinante do produto*. Dentro dela, o componente investimento reflete a relação entre a taxa de juro e a Eficiência Marginal do Capital: a expectativa de retorno de um investimento, ou seja, a taxa de desconto capaz de equacionar o preço de um ativo de capital fixo com o valor descontado atual da renda esperada – o *valor presente* ou TIR (Taxa Interna de Retorno), para a comparação.

A hipótese dos salários (e preços) rígidos não é necessária para explicar o impacto da demanda sobre o produto. Com o desemprego, mesmo se os salários reduzirem, se as expectativas de vendas forem pessimistas, não haverá contratação de mão-de-obra adicional.

No Modelo do Multiplicador, o seu impacto seria via passagem direta de um nível de renda para outro, sem gerar ciclos nesse processo. Variações inesperadas da demanda agregada provocam, inicialmente, variações no nível de estoques. Alterações do nível de estoques, por sua vez, afetam as decisões de produção das empresas, tanto para atender a demanda como para repor estoques.

O aumento da demanda agregada é dependente de decisões incertas. Leva, primeiro, ao aumento da produção e, depois, à redução dos estoques (o inverso do ocorrido no caso de contração da demanda). Depois, as empresas deverão produzir para atender à maior demanda e repor os estoques.

A transição de um nível de renda para outro faz-se de forma não direta, mas sim *cíclica*. Em determinado momento, produção situa-se acima do novo produto de equilíbrio e, em outros, abaixo. *Equilíbrio* ocorre, hipoteticamente, quando todos os planos dos agentes econômicos se conciliam entre si e com a disponibilidade de recursos.

O investimento é determinado de acordo com a variação da produção (ou renda), ocorrida no período anterior, ou seja, possui um *componente autônomo* (“espírito animal”) mais um *componente decorrente do comportamento anterior da renda*.

A elevação do *investimento autônomo* (independente da demanda agregada) leva ao crescimento do produto. Isto, por sua vez, levará a crescimentos adicionais do investimento, cujos impactos

só irão diminuindo conforme vai diminuindo a variação da renda, em *ajustamento com caráter cíclico*.

O *investimento induzido* é o realizado em decorrência de aumento do mercado. Ele é destinado a atender à demanda gerada pelo aumento da renda.

O *investimento autônomo* ocorre em virtude de fatores exógenos ao mercado, como a política governamental, uma inovação tecnológica, guerra etc. Não está relacionado com alterações no nível da renda.

O *coeficiente da aceleração* é a relação entre variações no investimento provocadas por variações nos gastos dos consumidores. O aumento de renda impulsiona a capacidade de consumo da economia, há maior utilização da capacidade produtiva. Quando essa se esgota, é aumentada por meio de novos investimentos.

Há flutuações decorrentes de variações dos gastos autônomos. Determinada queda do consumo pode ser decorrência de *desvalorização da riqueza*, por exemplo, pela quebra da bolsa.

O Estado pode atuar como *regulador da demanda agregada*, através da política econômica (monetária e fiscal) ou de investimento a fundo perdido por razões sociais. A política econômica keynesiana sofre crítica dos liberais e monetaristas, pois consideram-na como principal fonte de perturbações e fator de instabilidade.

Há *economistas ortodoxos e obtusos*: ainda acreditam em os mercados sempre se ajustarem, por si só, com os livres preços relativos desempenhando a função de igualar a oferta e a demanda agregada em mercado de concorrência livre. Para esses *ideólogos do neoliberalismo*, é a existência de problemas informacionais a causa de os agentes se enganarem sobre os valores reais das variáveis ao tomarem suas decisões. Lastimável...

## Debate entre Kalecki, Ohlin e Keynes

Como Michal Kalecki e Bertil Ohlin já tinham suas próprias ideias sobre Macroeconomia, quando foi publicado a *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, em 1936, por John Maynard Keynes, e logo reagiram com comentários críticos. Keynes tinha solicitado a

John Hicks, professor da rival *London School of Economics*, um artigo-resenha para promover seu livro – o qual foi resumido no famoso esquema IS-LM.

Kalecki criticou a teoria keynesiana do investimento, atribuindo-lhe um *caráter estático*. A partir das ideias dos membros da Escola de Estocolmo, Ohlin lançou uma série de *críticas metodológicas* à *Teoria Geral*, em especial, à teoria keynesiana da taxa de juro.

Dada a qualidade dos oponentes, Keynes sentiu-se obrigado a responder às críticas. Vou, em seguida, resumir as principais ideias surgidas nesse histórico debate.

#### *Algumas Observações sobre a Teoria de Keynes por Michael Kalecki*

O texto traduzido primeiramente do polonês publicado em *Ekonomista*, n. 3, 1936, para o inglês *Some Remarks On Keynes Theory*, discute a teoria de Keynes sobre investimento e sua relação com o equilíbrio em curto prazo na economia. Enfatiza o investimento ser o fator-chave determinante desse equilíbrio, afetando o nível de emprego e renda social.

O montante de investimento é influenciado pela Eficiência Marginal do Capital. Esta é a taxa de desconto da renda bruta futura esperada de um objeto de investimento.

Se a lucratividade esperada do investimento for superior à taxa de juros, o investimento é atrativo e aumenta, mas isso leva a um aumento nos preços dos bens de investimento, reduzindo a lucratividade esperada. Portanto, o investimento atinge um equilíbrio onde a lucratividade esperada é igual à taxa de juros.

O texto aponta duas deficiências na teoria de Keynes.

Primeiro, a *Teoria Geral* não aborda as decisões de investimento dos empresários, baseadas em seus cálculos nos preços de mercado existentes. A teoria de Keynes determina apenas o nível de investimento, após os ajustes, mas não fornece informações sobre o nível de investimento planejado anteriormente (*ex ante*). Além disso, não analisa suficientemente a influência da lucratividade atual sobre o investimento.

Kalecki destaca, na *Teoria Geral* de Keynes, o investimento ser o fator decisivo para o equilíbrio de curto prazo e, por conseguinte, em certo momento, o tamanho do emprego e da renda social. De fato, seu montante irá decidir o contingente de força de trabalho a ser absorvido pelo aparato produtivo existente.

A poupança não determina o investimento, mas, ao contrário, é precisamente o investimento o criador da poupança. O equilíbrio entre demanda por capital e oferta de capital sempre existe, seja qual for a taxa de juros, porque o investimento sempre “força” uma poupança do mesmo montante.

Dessa forma, a taxa de juros não pode ser determinada pela demanda e oferta de capital. Seu nível, de acordo com a teoria de Keynes, deve ser determinado por outros fatores, especificamente, a oferta e a demanda por meios de pagamento.

Se, por exemplo, uma certa quantidade de dinheiro está em circulação e a renda social cresce, a demanda por meios de pagamento aumentará e a taxa de juros subirá tanto quanto for necessário para provocar o uso desta quantidade de dinheiro, apesar do maior nível de atividade. Este é um esboço muito geral da Teoria da Taxa de Juros de Keynes, elaborado por Kalecki.

O conceito fundamental da teoria keynesiana do investimento é a *eficiência marginal de um dado capital*. Keynes a define como aquela taxa de desconto da renda bruta futura esperada (diferença entre receitas e despesas) do referido projeto de construção, durante a sua “vida útil”. Compara o valor atual (descontado) daquela renda ao seu preço de mercado presente.

Naturalmente, quanto maior a renda esperada e menor o preço dos bens de investimento, maior será esta eficiência marginal do investimento, a qual Kalecki chamará, subsequentemente, de *lucratividade esperada*. A dimensão do investimento é determinada, na análise de Keynes, pela equiparação da lucratividade esperada com a taxa de juros.

Se, em dado momento, a primeira for superior à segunda, o investimento será atrativo e seu nível subirá. Entretanto, devido à maior demanda por bens de investimento, os preços destes subirão, caindo, em consequência, a lucratividade esperada. Assim, o

investimento atinge, finalmente, o nível no qual os preços dos bens de investimento igualam a lucratividade esperada e a taxa de juros.

De acordo com Kalecki, esse conceito simples tem duas deficiências sérias. Primeiro, não diz nada sobre a esfera das decisões de investimento do empresário, o qual faz seus cálculos em "desequilíbrio", baseado nos preços de mercado existentes para os bens de investimento.

Keynes mostra apenas se a lucratividade esperada, calculada com base neste nível de preços, não for igual à taxa de juros, haverá uma mudança no nível de investimento. Isto irá alterar a situação existente, passando a lucratividade esperada a ser igual à taxa de juros.

Usando a terminologia dos economistas suecos, Kalecki afirma a teoria de Keynes determinar apenas o nível *ex post* do investimento, mas não diz nada sobre o seu nível *ex ante*.

Mas a crítica de Kalecki não acaba aí. Na análise subsequente surgem novas dificuldades.

Keynes afirma, em outra parte de seu livro, em virtude de "os elementos da situação atual exercerem uma influência marcante na formação das expectativas de longo prazo", estas se tornarão mais *otimistas* em caso de estar com resultados favoráveis. Assim, surge novamente uma diferença entre a eficiência marginal do investimento e a taxa de juros.

Consequentemente, o "equilíbrio" não é alcançado, subsistindo o crescimento do investimento. Segundo Kalecki, "estamos tratando aqui, como se pode ver facilmente, de um *processo cumulativo wickseliano*".

O conceito keynesiano – qual montante o investimento deve alcançar para certo "desequilíbrio" transformar-se em "equilíbrio" – encontra uma séria dificuldade também nessa linha. De fato, o crescimento do investimento não resulta em um processo condutor do sistema rumo ao "equilíbrio".

Dessa forma, segundo Kalecki, "é difícil considerar a solução de Keynes para o problema do investimento satisfatório. A razão para

esta falha reside em *abordagem basicamente estática de um problema, por sua natureza, dinâmico*".

Keynes toma como *dado o estado de expectativa de retornos* e, a partir daí, deduz certo nível determinado de investimento, subestimando os efeitos deste, por sua vez, sobre as expectativas.

Neste ponto se pode ver um esboço do caminho a seguir para se construir *uma teoria realista do investimento*. Seu ponto de partida deve ser a solução do problema das decisões de investimento, ou seja, do *investimento ex ante*.

As decisões concernentes ao investimento, correspondentes ao *estado inicial*, não serão iguais ao *nível efetivo de investimento*. No período seguinte, o montante do investimento será em geral diferente, e o equilíbrio de curto prazo mudará juntamente com ele.

Assim, afirma Kalecki, "deveríamos tratar agora de um estado de expectativas, em geral, diferente daquele do período inicial, com preços diferentes tanto para os bens de investimento como para a taxa de juros. A partir daí, surgirá um novo nível de decisões de investimento, e assim por diante".

A análise detalhada desse processo dinâmico vai além do escopo deste artigo, diz ele. Enfim, "Keynes não explicou com clareza *a causa de alterações no investimento*, mas, por outro lado, fez um exame completo da estreita ligação entre estas alterações e os movimentos globais no emprego, na produção e na renda".

### *Teorias Alternativas da Taxa de Juros* de John Maynard Keynes

O texto "Teorias Alternativas da Taxa de Juros", de John Maynard Keynes, foi publicado originalmente no *Economic Journal*, p. 245-252, volume 9, de junho de 1987.

Keynes crê haver uma diferença de opinião entre ele e um grupo de economistas, o qual se manifesta como se concordasse com ele quanto a abandonar a teoria de a taxa de juros ser – nas palavras do prof. Ohlin – "determinada pela condição de equiparação da oferta e da demanda de poupança ou, em outras palavras, por equiparar poupança e investimento". O objetivo da primeira seção é destacar a esta diferença.

A teoria da preferência pela liquidez da taxa de juros, apresentada na sua *Teoria Geral de Emprego, Juros e Dinheiro*, faz a referida taxa depender da oferta atual de dinheiro e da curva de demanda de uma exigência presente de dinheiro, em nome de acumular mais no futuro, mantendo o credor um direito futuro sobre parte dele. Isto pode ser rapidamente explicado dizendo-se: *a taxa de juros depende da demanda e da oferta de dinheiro*.

O conceito pode ser enganador porque torna obscura a resposta à pergunta: "demanda de dinheiro em termos de quê?" A teoria alternativa, suposta por Keynes ser sustentada pelo prof. Ohlin e seu grupo de economistas suecos, Hicks (simpatizante deles) e, provavelmente, por muitos outros, faz a taxa depender da *demanda e oferta de crédito* ou, alternativamente, de *empréstimos a diferentes taxas de juros*.

Alguns dos autores – como Keynes tenta comprovar com citações – acreditam a sua teoria, em conjunto, ser a mesma deles, e a diferença está, sobretudo, em ser expressa de maneira um tanto diversa. Não obstante, crê as teorias se oporem radicalmente.

Para explicar como as taxas de juros são realmente determinadas, seria mais precisa uma análise causal processada em termos *ex ante*. Keynes reconhece *a importância do método da Escola de Estocolmo*. Afirma, expressamente, "espero voltar mais tarde à discussão daquilo chamado pela escola sueca, convenientemente, os conceitos de *ex post* e *ex ante*".

Em um pé-de-página (12), salienta: "o investimento agregado *ex post* pode, em qualquer período, ser relacionado ou comparado com o investimento agregado *ex ante*, em qualquer data anterior especificada. Quanto ao conceito de poupança *ex ante*, não consigo atribuir-lhe nenhum sentido".

O que determina a demanda e a oferta do crédito? Dois tipos de raciocínio são possíveis.

Um é *líquido* e considera apenas *o crédito novo*. O outro é *bruto* e inclui os *créditos velhos* remanescentes.

O desejo de certos indivíduos, durante um período determinado, de aumentar a proporção de sua propriedade de vários

títulos e outros tipos de ativos, menos o desejo de outros de reduzir suas propriedades correspondentes, fornece *as curvas de oferta para os diferentes tipos de crédito novo* durante o período.

Naturalmente, as quantidades as quais cada indivíduo está disposto a oferecer dependem das taxas de juros. Para Keynes, os planos se diferenciam de acordo com *a natureza de planos alternativos de compras e vendas*.

Da mesma forma, a oferta total de novos títulos menos a redução do volume remanescente de títulos velhos representa *a demanda* – também uma função das taxas de juros – das diferentes espécies de crédito durante o período. Os preços fixados no mercado para esses diferentes títulos – e, em função disso, as taxas de juros – são governados por esta oferta e demanda na forma usual.

A demanda líquida de crédito a diferentes taxas de juros é exatamente a mesma coisa de dizer a quantidade de investimento líquido a diferentes taxas de juros.

Keynes lança a pergunta: por qual razão essa teoria da oferta e demanda de crédito para determinar a taxa de juros se torna plausível aos olhos de tanta gente? Outra: por qual razão o prof. Ohlin começa sua explicação dizendo, “para explicar como as taxas de juros são realmente determinadas, precisamos, todavia, de uma análise causal a ser processada, sobretudo, em termos *ex ante*”, muito embora a distinção entre *ex ante* e *ex post* desapareça do resto de sua argumentação?

Quanto à ambiguidade daquilo tratado como “crédito”, por “crédito” o prof. Ohlin quer dizer *a oferta total de empréstimo por todas as fontes*. Mas outros autores querem dizer *a oferta de empréstimos por bancos*.

Ora, diz Keynes, “embora *alterações na quantidade de empréstimos bancários* possam, sob certas condições, ser iguais às *alterações na quantidade de dinheiro bancário*, a semelhança desta situação, também relativamente à minha teoria, seria apenas superficial, porque se refere a *mudanças na demanda de empréstimos tomados aos bancos*, enquanto minha preocupação é com *mudanças na demanda de dinheiro* – e aqueles com desejo de

manter o dinheiro em suas mãos apenas parcial e temporariamente se sobrepõem aos com *desejo de dever aos bancos*".

Keynes passa à terceira possível fonte de confusão no debate de sua Teoria dos Juros. Ela se deve ao fato de uma decisão de investimento – o investimento *ex ante* do prof. Ohlin – pode algumas vezes envolver *uma demanda temporária de dinheiro*, antes de ser posta em prática, inteiramente distinta da demanda de saldos ativos. Esta surgirá como resultado da atividade investidora, enquanto ela se processa.

O *investimento planejado* – isto é, o *investimento ex ante* – precisa garantir sua "provisão financeira" antes mesmo de ocorrer, de fato, o investimento, ou seja, antes da poupança correspondente se processar. É como se uma determinada porção de poupança tivesse de ser reservada para uma determinada porção de investimento antes de qualquer dos dois se concretizar. Ainda não se sabe sequer *quem vai fazer aquela determinada poupança*.

Consequentemente, diz Keynes, "deve haver uma técnica de eliminação desta lacuna, entre o momento quando há a decisão de investir e o momento quando o investimento e a poupança correspondente efetivamente ocorrem".

Esse serviço pode ser prestado pelo mercado de capitais com novas emissões de ações ou pelos bancos – qual dos dois, não faz diferença. Mesmo caso o homem de negócios se utilize da *provisão financeira* combinada antecipadamente *pari passu* com sua despesa real com o investimento, seja exigindo o pagamento em relação à sua emissão de ações, seja conseguindo facilidades de *saque a descoberto* com o seu banco, ainda assim *compromissos do mercado serão superiores à poupança real no momento*.

Haverá um limite para os compromissos aos quais o mercado concordará em assumir antecipadamente. Se, porém, o cliente acumula previamente um saldo em dinheiro pode ocasionar, de momento, *uma especialíssima demanda de dinheiro*.

Para evitar confusão, Keynes vai chamar a esta provisão antecipada de dinheiro de "financiamento" [*finance*] requerido para as decisões correntes de investir. Neste sentido, o financiamento para

investimento é, certamente, apenas um caso especial do financiamento exigido por qualquer processo produtivo, mas, como está sujeito a flutuações especiais próprias, Keynes assume “eu deveria ter-lhe dado ênfase, quando analisei as diversas fontes da demanda de dinheiro”.

Reconhece “é possível, então, ter havido confusão entre 1. crédito no sentido de *financiamento* [*finance*], 2. crédito no sentido de *empréstimos bancários* e 3. crédito no sentido de *poupança*. Não tentei tratar aqui do segundo, e a confusão entre o primeiro e o último se dá entre um fluxo e um estoque”.

Crédito, no sentido de “financiamento” [*finance*], cuida de um *fluxo de investimento*. É um *fundo rotativo* a ser usado quantas vezes for necessário. Não absorve nem exaure recursos de qualquer natureza. O mesmo financiamento [*finance*] pode tratar de um investimento após outro”.

Mas crédito, na acepção de *poupança*, conforme dá o prof. Ohlin, refere-se a *um estoque*. Cada novo investimento líquido tem vinculada a si uma nova poupança. Esta só pode ser usada uma vez e relaciona-se com a adição líquida ao *estoque de ativos reais*.

Lembre a *crítica* de Mário Possas: essa concepção de poupança como estoque é apenas *ex post*. Foi apresentada anteriormente.

Continua Keynes. “Se por crédito queremos dizer *financiamento* [*finance*], não faço objeção alguma a admitir a demanda desse dinheiro como um dos fatores influentes sobre a taxa de juros. Porque o financiamento [*finance*] constitui, como vimos, mais *uma demanda de dinheiro líquido em troca de uma exigência futura*. É, em sentido literal, uma demanda de dinheiro”.

Mas o financiamento [*finance*] não é a única fonte de demanda de dinheiro. Os termos nos quais é oferecido, seja por meio de bancos ou do mercado provedor de novos fundos, devem ser mais ou menos os mesmos segundo os quais outras demandas de dinheiro – *motivadas por transação, precaução e especulação* – são atendidas.

Keynes relaciona a taxa de juros e a renda com a demanda por moeda. Segundo sua teoria, *a moeda é tratada como ativo financeiro*.

Assim, é precisamente o *prêmio de liquidez do dinheiro* predominante no mercado o determinante da taxa de juros segundo a qual é possível a obtenção do financiamento [*finance*]. Este passa a ser um quarto motivo para demanda por dinheiro.

“O controle do financiamento [*finance*] é, na verdade, um método poderoso, porém por vezes perigoso, para regulamentação da taxa de investimento – *embora seja muito mais poderoso quando usado como um freio em vez de como um estímulo*. Contudo, esta é apenas outra maneira de expressarmos o poder dos bancos exercido por meio do seu controle sobre a oferta de dinheiro – isto é, sobre a liquidez”.

A teoria de taxa de juros prevalecente antes desse debate encarava-a como o fator capaz de garantir a igualdade entre poupança e investimento. Nunca ninguém tinha sugerido a poupança e o investimento poderem ser desiguais.

A novidade, no tratamento dado por Keynes à poupança e ao investimento, não consiste na sua defesa de uma necessária igualdade agregada, mas na proposição de *não ser a taxa de juros, mas sim o nível de renda* – em conjunção com certos outros fatores – *capaz de assegurar esta igualdade*.

Poupança agregada e investimento agregado, com os sentidos com os quais Keynes os definiu, são necessariamente iguais. É tal como o conjunto das compras de qualquer coisa no mercado é igual ao agregado das vendas.

A novidade está na opinião defendida por Keynes de não ser a *taxa de juros*, mas sim o *nível de renda*, a variável capaz de assegurar a igualdade entre poupança e investimento. Os argumentos condutores a esta conclusão inicial são independentes da sua teoria subsequente da taxa de juros e, na realidade, chegou a ela antes de chegar a esta última teoria.

Mas o seu resultado foi deixar no ar *a questão da taxa de juros*. Se esta não é determinada pela poupança e pelo investimento, da mesma forma como o preço é determinado pela oferta e pela demanda, de qual maneira ela é determinada?

A teoria keynesiana resultante é sumamente simples, ou seja, a taxa de juros sobre um empréstimo de determinada qualidade e vencimento tem de ser estabelecida no nível de, na opinião daqueles com a oportunidade da escolha, isto é, os detentores da riqueza, *tornar iguais as características de atração de conservar nas mãos tanto o dinheiro ocioso quanto o empréstimo.*

Se por “entesouramento” queremos dizer *conservar em mãos saldos ociosos*, então a sua teoria da taxa de juros poderia ser expressa dizendo-se: “a taxa de juros serve para igualar a demanda e a oferta de tesouros – isto é, precisa ser suficientemente elevada para compensar uma aumentada *inclinação para entesourar* relativamente à oferta de saldos ociosos disponíveis”.

A *função da taxa de juros* é modificar os preços monetários de outros ativos de capital de modo a equiparar a atração de retê-los à de reter dinheiro. Isto nada tem a ver com poupança corrente ou com investimento novo.

Além disso, nenhum grau de ansiedade do público para aumentar suas reservas pode afetar o montante de entesouramento. Este depende da disposição dos bancos para adquirir – ou dispor de – ativos adicionais, além do requerido para compensar alterações nos saldos não ociosos.

Se os bancos se mantêm firmes, *um aumento na propensão para o entesouramento eleva a taxa de juros*. Desse modo, baixa os preços dos ativos de capital fora o dinheiro vivo, até as pessoas desistirem da ideia de vendê-los ou de se privar de comprá-los com a finalidade de aumentar suas reservas.

A taxa de juros é, de acordo com Keynes, *o preço dos encaixes*, no sentido de medir o sacrifício pecuniário considerado pelo detentor de uma reserva monetária compensador, ao preferi-la em vez de outros títulos e ativos de igual valor presente.

Ao falar da Teoria da Preferência pela Liquidez da Taxa de Juros Keynes reconhece estar, realmente, exaltando-a demais. “Estou simplesmente afirmando *o que ela é*, sendo subsequentes as teorias sobre o assunto capazes de ter significado. E, ao afirmar o que ela é, acompanho os livros de Aritmética e aceito a exatidão do ensinado nas escolas secundárias”. *Ele jamais abandona seu esnobismo...*

### *Teorias Alternativas da Taxa de Juros: Réplica de Bertil Ohlin*

O texto "Teorias Alternativas da Taxa de Juros: Réplica", de Bertil Ohlin, foi publicado originalmente no *Economic Journal*, n. 47, volume 9, junho 1937.

Segundo Ohlin, "na opinião do sr. Keynes, o argumento possível de ser usado contra a noção de a taxa de juros ser determinada pela condição de ser o elemento capaz de igualar a oferta e a demanda de poupança é igualmente válido para refutar o ponto de vista de a taxa de juros ser governada pela oferta e pela demanda de crédito".

Ao fazer esta afirmação, Ohlin crê, "mais uma vez, o sr. Keynes deixou de avaliar suficientemente a diferença entre 1. o que é verdadeiro *ex post* e 2. o que é verdadeiro *ex ante*".

*Ex post*, isto é, baseado em conhecimento após os fatos transcorridos, sempre existe igualdade entre oferta e demanda, tanto para *poupança*, quanto para *crédito*, assim como para *mercadorias*. Isto porque uma transação creditícia, como a compra e venda de uma mercadoria, é uma *transação bilateral*.

Esse fato não prova o preço do crédito ou o preço de uma mercadoria não ser determinado pela condição de, em um mercado livre, oferta e demanda a esse determinado preço serem tornadas iguais. Neste ponto, na opinião de Ohlin, "o sr. Keynes está errado".

O preço do crédito é determinado pelas curvas de oferta e demanda *de crédito* ou, o que vem a dar no mesmo, *de títulos*. O raciocínio causal é *ex ante*.

Se um governo autoritário fixa uma taxa de juros muito mais baixa diante da taxa a prevalecer, em um mercado livre, durante qualquer período, a poupança e o novo investimento *ex post* permanecem, ainda assim, iguais, muito embora se verifique a quantidade de crédito oferecida ter sido menor diante da demandada, ocorrendo uma espécie de "acionamento". O mercado de crédito reage da mesma maneira como o de bens, quando são fixados *preços máximos* – no caso de títulos, correspondentes a *juros mínimos*.

Com o crédito, tendo em vista certa disposição para concessão e endividamento, seja da parte de indivíduos, seja de empresas ou bancos, apenas um certo nível de juros é possível em um mercado livre. Mas, em uma análise mais completa, é necessário considerar o fato de apenas certas taxas de juros, como a do rendimento das obrigações, serem determinadas de maneira similar à das mercadorias em um mercado livre.

Outras taxas de juros, como as de *desconto*, são fixadas pelos fornecedores de empréstimos – os bancos comerciais e os Bancos Centrais em (“redescontos”) – de modo muito parecido como os preços das mercadorias são fixados pelos fabricantes e varejistas. Isto tem importantes consequências quanto à discrepância entre rendas *ex ante* e *ex post*, poupanças etc.

Há um *mercado de crédito* – ou melhor, diversos mercados –, mas não existe um para a poupança, nem preço para esta, com as definições usadas pelo sr. Keynes e por Ohlin.

No entanto, Ohlin adota a *definição convencional de poupança pessoal ou financeira*, dependente de parcimônia e/ou comedimento no seu planejamento. Este conceito tem um *caráter moralista*, pois se relaciona com *frugalidade*: a qualidade de ser frugal, poupador, econômico, prudente no uso dos recursos de consumo, como dinheiro, ao evitar desperdício, esbanjamento ou extravagância.

“Se um homem pretende poupar, não tem de planejar um investimento ou um empréstimo? Não será, então, a *oferta de crédito planejada* igual à *poupança planejada*, se o uso da poupança pessoal para novos investimentos for tratado como concessão de crédito a si mesmo? Não, não exatamente. É possível o planejamento de poupar e aumentar o montante de dinheiro, em vez de tomar emprestado”.

A teoria sugerida por Ohlin não contesta a taxa de juros “equiparar as vantagens da posse presente do dinheiro e do direito futuro sobre este”. Diz não haver contradição entre esta afirmação e o ponto de vista de *a taxa de juros ser o preço do crédito*, ou seja, ser fixada no mercado para diferentes títulos. Neste mercado ocorre a troca de títulos por dinheiro quando se verifica uma equiparação de vantagens.

Tampouco, afirma Ohlin, "há qualquer contradição entre a teoria do sr. Keynes e a minha, quando ele salienta as alterações no nível da renda ajudarem a garantir a igualdade entre poupança e investimento. Uma redução da taxa de juros aumentará o investimento e, assim, a poupança (*ex post*), por meio da renda aumentada e da conseqüente elevação na *poupança não intencional* e, mais tarde, também na *poupança planejada*.

Bertil Ohlin aceita igualmente a opinião do sr. Keynes de não haver "ligação entre *saldos ociosos* e a concepção (sem sentido nas minhas definições) de *poupanças ociosas*". Como já salientou, a liquidez dos bancos comerciais, durante as depressões, se deve à política do Banco Central – e nada tem a ver com as *poupanças não utilizadas*.

"A diferença entre a Teoria de Juros do sr. Keynes e a minha, construída sobre a Teoria de Poupança e Investimento da Escola de Estocolmo, reside no fato de o sr. Keynes dar uma posição central à *quantidade de dinheiro*, enquanto em minha opinião a *quantidade de títulos* desempenha um papel tão fundamental quanto o dinheiro e proporciona uma ligação direta entre poupança, investimento e o conjunto do processo econômico".

Segundo Ohlin, "o sr. Keynes afirma a taxa de juros ser determinada pela quantidade de dinheiro disponível e pela curva de demanda de uma exigência presente sobre o dinheiro em termos de um direito futuro sobre este". Questiona: "mas esta curva de demanda não está na dependência direta da quantidade disponível de direitos futuros, por sua vez, influenciada pela disposição de pedir e conceder empréstimos e, daí, pela disposição para investir e poupar?"

Pergunta: não é óbvio a taxa de troca entre obrigações e dinheiro depender das quantidades destes e da disposição de conservar ambos?

Além disso, a avaliação de ativos como imóveis, ações etc., por diferentes indivíduos, influencia diretamente tal disposição por parte deles. Assim, quando se encara a taxa de juros como determinada pelas curvas de oferta e demanda de títulos, ambas as quantidades de dinheiro e de ativos são fatores de influência.

A situação precisa satisfazer todos os dias à condição de, aos preços vigentes, de títulos e ativos, as pessoas preferem conservar os montantes de dinheiro, títulos e ativos, em lugar de trocar parte de alguns deles por um pouco mais dos outros. Na visão de Ohlin, “o dinheiro não ocupa posição especial, como acontece na teoria do sr. Keynes”.

Resumindo:

- i) independentemente da disposição das pessoas para poupar e investir, *qualquer taxa de juros é compatível com uma igualdade entre poupança e investimento novo (ex post)*; todo o processo econômico, entre outras coisas, o volume da renda nacional, adapta-se à relação entre a taxa de juros e outras condições econômicas;
- ii) *a taxa de juros é o preço do crédito* e é governada pelas curvas de oferta e demanda, da mesma maneira como os preços das mercadorias; e
- iii) estas curvas de oferta e demanda de crédito estão estreitamente relacionadas com *a disposição e a capacidade das pessoas para poupar e investir* – estas, por sua vez, são afetadas pela taxa de juros e por todo o processo econômico.

Tais curvas, porém, são também influenciadas por:

- o desejo de variar os montantes de dinheiro possuído, ou
- a opção de fazer investimentos financeiros em ativos velhos, e
- uma mudança na política de crédito do sistema bancário.

#### *A Teoria Ex Ante da Taxa de Juros de John Maynard Keynes*

O artigo com o título acima foi originalmente publicado no *Economic Journal*, p. 663-669, dec. 1937. Keynes se restringe à discussão com o prof. Ohlin, porque acredita esta ser proveitosa.

“Ele me forçou a prestar atenção a um elo importante na corrente causal, a qual anteriormente negligenciei, e me permitiu conseguir importante aperfeiçoamento em minha análise”.

Quanto à divergência ainda perdurando entre eles, não abandonou a expectativa de convencê-lo. “Contudo, ele provavelmente terá de esperar um futuro artigo, o qual pretendo escrever, tratando da relação de toda a análise *ex ante* e *ex post* em face da análise contida na minha *Teoria Geral*, mas neste meio tempo tenho alguns comentários a fazer sobre sua mais recente contribuição”.

No entanto, muito ocupado em responder às objeções e em divulgar seu pensamento, multiplicando suas intervenções, Keynes sofreu, em maio de 1937, um grave ataque cardíaco, do qual nunca se recuperará completamente. Não teve tempo de cumprir a promessa com a explosão da II Guerra Mundial – e morte em seguida.

De acordo com Ohlin, na leitura keynesiana, a taxa de juros depende da interação marginal entre a oferta de novo crédito, resultante de poupança *ex ante*, e a demanda desta mesma poupança, decorrente do investimento *ex ante*.

Keynes compreende o montante da poupança *ex ante*, em qualquer período, depender das *decisões subjetivas*, feitas durante aquele período, para tornar *objetiva* a poupança proveniente da renda a ser obtida posteriormente. Da mesma forma, o montante de investimento *ex ante* depende de *decisões subjetivas* de investir. Subsequentemente, ambas se tornarão *objetivas*.

“O investimento *ex ante* é um fenômeno importante, genuíno, porque decisões têm de ser tomadas e o crédito ou financiamento [*finance*: Keynes usa o termo *financiamento* para indicar o crédito solicitado no intervalo entre o planejamento e a execução] fornecido bem antes do processo efetivo de investimento [Isto] embora a soma do crédito inicial requerido não seja, necessariamente, igual ao montante do investimento projetado”.

Como se faz a oferta desse crédito? Quando o empresário decide investir, precisa estar seguro de dois pontos:

- primeiro, poder obter recursos suficientes em curto prazo, durante o período da produção do investimento; e,

- segundo, acabar financiando suas obrigações de curto prazo mediante uma emissão de longo prazo, em condições satisfatórias.

Ele pode estar em posição de usar seus próprios recursos ou de fazer imediatamente sua emissão de longo prazo, seja de *ações*, seja de títulos de dívida direta como *debêntures*. Não faz diferença quanto ao montante de financiamento necessário de ser encontrado pelo mercado como um todo, mas apenas quanto ao canal por meio do qual o financiamento chega ao empresário.

Da mesma forma, é indiferente quanto à probabilidade de alguma parte dos primeiros gastos poder resultar da liberação de dinheiro por parte do próprio interessado ou do resto do público. Assim, é conveniente encarar o *duplo processo* como o mais característico.

“Durante o *interregno* – e apenas durante este período – entre a data na qual o empresário consegue seus recursos e aquela na qual realmente faz o investimento, há uma *demanda adicional por liquidez* sem a qual, por enquanto, qualquer oferta nova de liquidez necessariamente se manifeste. Para o empresário se sentir suficientemente *líquido* a ponto de ser capaz de avançar na transação, alguém precisa concordar em ficar, pelo menos de momento, menos líquido”.

O *financiamento* como crédito solicitado no intervalo entre o planejamento e a execução, isto é, o *finance*, constitui, essencialmente, *um fundo rotativo*. Não emprega poupança.

É, para a comunidade como um todo, apenas uma transação contábil. Logo, quando é “usado”, no sentido de ser gasto, a *falta de liquidez* é automaticamente compensada e a *disposição de iliquidez temporária* está de novo pronta a ser usada mais uma vez.

Em sua maior parte, o fluxo de novos recursos requeridos pelo investimento *ex ante* corrente é suprido pelo financiamento liberado pelo investimento *ex post* corrente sem qualquer mudança na posição de liquidez. Mas quando a taxa de investimento vai mudando, no sentido de a taxa corrente de investimento *ex ante* não ser igual à taxa corrente de investimento *ex post*, a questão exige maior consideração.

Se as *preferências pela liquidez* do público – não confundido com os investidores empresariais – e dos bancos não se modificarem, um excesso no financiamento requerido pela produção *ex ante* corrente – investimento ou produção planejados com antecedência – sobre o financiamento liberado pela produção *ex post* corrente conduzirá a *uma elevação na taxa de juros*, enquanto uma redução levará a *uma queda*.

Acontece da mesma forma quando um aumento na atividade corrente eleva a taxa de juros, exceto caso os bancos ou o resto do público fiquem mais dispostos a liberar dinheiro sem cobrar mais. Assim, também um aumento da atividade planejada deve ter influência semelhante e superposta.

A *demanda por liquidez* pode ser dividida entre o chamado por Keynes de *demanda ativa*, dependente das escalas correntes e planejadas de atividade, e *demanda inativa*, dependente do grau de confiança do detentor inativo de título e ativos. Já a *oferta de liquidez* depende dos termos nos quais os bancos estão preparados para se tornar mais ou menos *líquidos*. Em um determinado estado de expectativa, *tanto as demandas ativas como as passivas dependem da taxa de juros*.

O mesmo, algumas vezes, ocorre com a oferta. Seja como for, dados o estado de expectativa do público e a política dos bancos, *a taxa de juros é aquela segundo a qual a demanda e a oferta de recursos líquidos se equilibram*.

Resta, para Keynes, a questão de a transição *de uma escala inferior de atividade para uma escala mais elevada* envolver maior demanda de recursos líquidos. Não pode ser atendida sem uma elevação da taxa de juros, exceto caso os bancos estejam preparados para emprestar mais dinheiro, ou o resto do público se dispor a liberar mais dinheiro, à taxa de juros existente.

Desse modo, *os bancos detêm, em geral, a posição-chave na transição de uma escala inferior de atividade para uma mais elevada*. Se se recusam a um *afrouxamento monetário*, o crescente congestionamento do mercado de empréstimos em curto prazo ou do mercado de capitais para novas emissões, conforme o caso, inibirá a

melhoria, não importa quão frugal o público se proponha a ser a partir de suas rendas futuras, ou seja, *a poupança não importa!*

Os bancos dão grande atenção ao montante de seus empréstimos e depósitos pendentes, mas não ao montante das disponibilidades de *saques a descoberto (overdraft)* não utilizadas por seus clientes. A soma do agregado destas últimas não é conhecida, provavelmente, nem mesmo pelos próprios bancos.

Segundo Keynes, “este é um sistema ideal para a mitigação dos efeitos de uma crescente demanda de recursos *ex ante* sobre o sistema bancário, porque significa não existir uma pressão efetiva sobre os recursos deste sistema até o dinheiro ser realmente usado, isto é, até a *fase de atividade planejada* ter atingido a *fase de atividade real*”.

Assim, se o sistema de saques a descoberto é empregado e os saques não utilizados são ignorados pelo sistema bancário, não há pressão superveniente em consequência da atividade planejada além da pressão resultante da atividade corrente. “Nesta hipótese, a transição de uma escala inferior de atividade para uma mais elevada pode ser conseguida com menor pressão sobre a demanda por liquidez e a taxa de juros”, conclui Keynes.

Deste debate, abstraindo as vaidades, o consenso contrário à ortodoxia de então foi a conclusão de *o investimento ser independente da poupança*. Mas também é *o determinante da renda da qual a parte não consumida é registrada contabilmente como poupança*.

## Considerações Finais

É possível fazer uma síntese dizendo Keynes ter seguido o *método dedutivo racional* em sua Teoria Pura, publicada na *Teoria Geral*, e Kalecki ter seguido o *método indutivo histórico* por conta de sua formação marxista com ênfase na luta de classes binária?

Sim, o melhor do estudo de ambas as obras é ser possível fazer uma síntese entre seus métodos, *dedutivo racional* e *indutivo histórico*, embora esses métodos tenham abordagens diferentes para o conhecimento e a investigação.

Em vez de adotar exclusivamente um método ou outro, os estudiosos e pesquisadores podem utilizar ambos os métodos, dependendo do contexto e dos objetivos do estudo e pesquisa. Isso permite uma abordagem mais flexível e abrangente.

Os economistas conhecedores das duas obras podem começar com uma *abordagem indutiva*, coletando dados e observações históricas para desenvolver uma compreensão inicial de um fenômeno. Em seguida, eles podem usar o *raciocínio dedutivo* para derivar princípios gerais ou teorias a partir dessas observações específicas.

Alternativamente, os pesquisadores podem começar com *princípios gerais* ou *teorias dedutivas*. Em seguida, usam a *indução* para testar e validar essas teorias por meio de observações e dados históricos.

O *método hipotético-dedutivo* combina elementos de ambos. Os pesquisadores formulam hipóteses (*dedução*) com base em princípios gerais e, em seguida, testam essas hipóteses por meio da coleta de evidências empíricas (*indução*).

Na *análise histórico-dedutiva*, os pesquisadores podem começar com uma compreensão histórica de eventos passados. Em seguida, aplicam princípios dedutivos para explicar ou interpretar esses eventos à luz de teorias ou conceitos mais amplos.

A chave para uma síntese bem-sucedida entre as obras de Keynes e Kalecki é reconhecer tanto o *método dedutivo racional* quanto o *método indutivo histórico* têm suas vantagens e limitações. Combinar essas abordagens pode permitir uma investigação mais completa e uma compreensão mais profunda de *fenômenos complexos*.

Esse estudo de *sistema complexo com configurações dinâmicas*, emergentes de interações de múltiplos componentes, é a fronteira do conhecimento contemporâneo da Macroeconomia.

## Bibliografia

AMADEO, Edward (ed.). *John Maynard Keynes: Cinquenta Anos da Teoria Geral*. Rio de Janeiro: IPEA-INPES, 1989. 176 p.

BACKHOUSE, Roger; BATEMAN, Bradley. *The Cambridge Companion to Keynes*. Cambridge: Cambridge University Press, 2006.

CODDINGTON, Alan. *Keynesian Economics: The Search for First Principles*. London-New York; Routledge, 1983.

DOSTALE, Gilles. *Keynes et ses combats*. 2ª ed., Paris: Albin Michel, 2009.

FEIWEL, George. *The Intellectual Capital of Michal Kalecki*. Knoxville. The University of Tennessee Press, 1975.

GAZIER, Bernard. *John Maynard Keynes*. Porto Alegre, RS: L&PM, 2013.

HARROD, Roy. *The Life of John Maynard Keynes*. Londres, Nova York: Macmillan, 1951.

HICKS, John R. 'Mr. Keynes and the "Classics": A Suggested Interpretation'. *Econometrica* 5(2) April 1937.

IPEA-INPES. *Clássicos da Literatura Econômica*. Rio de Janeiro: IPEA, 1988. 456 P.

KEYNES, John Maynard Y Outros. *Crítica de la Economía Clásica*. Barcelona; Ariel, 1972.

KEYNES, John Maynard. Inflação e Deflação. *Essays in Persuasion (Part II: Inflation and Deflation)*. São Paulo; Os Pensadores XLVII - Abril Cultural, 1976, p. 7-54.

KEYNES, John Maynard. Teorias Alternativas da Taxa de juros. OHLIN. Uma Réplica. KEYNES, J. M. A Teoria *Ex ante* da Taxa de Juros. *Clássicos da Literatura Econômica*. Rio de Janeiro; IPEA-INPES; 1988.

KEYNES, John Maynard. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Extratos no livro John Maynard Keynes. SKIDELSKY, Robert (ed.) *The Essential Keynes*. Penguin Classics; 2015. como CW 1, 2, etc. Uma versão eletrônica está disponível em:

<https://www.cambridge.org/core/series/collected-writings-of-john-maynard-keynes/76BAC759DE69633B2FE5A471646FE40E>

KEYNES, John Neville. *The Scope and Method of Political Economy*. First Edition 1890. The University of Cambridge; Batoche Books, 1999.

KOWALIK, Tadeus. Biography of Michal Kalecki. In: *Problems of Economic Dynamics and Planning — Essays in Honour of Michal Kalecki*. Varsóvia, Polish Scientific Publishers, 1964.

LEIJONHUFVUD, Axel. *Keynes and the Classics* (1969).

MIGLIOLI, Jorge (org.). Michal Kalecki. *Crescimento e Ciclo das Economias Capitalistas*. São Paulo: Hucitec, 1977.

MIGLIOLI, Jorge (org.). *Kalecki*. Coleção Grandes Cientistas Sociais. São Paulo: Editora Ática, 1980.

MIGLIOLI, Jorge. *Acumulação de Capital e Demanda Efetiva*. São Paulo: T. A. Queiroz, 1981.

MINSKY, Hyman P. *John Maynard Keynes*. Nova York, Columbia University Press, 1975.

MOGGRIDGE, Donald. *John Maynard Keynes. An Economist's Biography*. Londres: Routledge, 1992.

POSSAS, Mario Luiz. *Demanda Efetiva, Investimento e Dinâmica: A Atualidade de Kalecki para a Teoria Macroeconômica*. *Revista Economia Contemporânea*. Rio de Janeiro, 3(2): 17-46, jul-dez 1999.

ROBINSON, A. *John Maynard Keynes*. in *Economic Journal*; março, 1947.

SKIDELSKY, Robert. *John Maynard Keynes*. Londres - Nova York: Macmillan, vol. 1, 1983, vol. 2, 1992, e vol. 3, 2000.

SKIDELSKY, Robert. *Keynes*. Rio de Janeiro; Jorge Zahar Editora; 1999.

SZMRECSÁNYI, T. (org.) *Keynes*. Coleção Grandes Cientistas Sociais. São Paulo, Editora Ática, 1978.

## Obras do Autor com *links para download*

Fernando Nogueira da Costa – *Keynes, Filósofo Social* set 2023

Fernando Nogueira da Costa – *Financistas Comparados: Hyman Minsky e Ray Dalio*. setembro 2023.

Fernando Nogueira da Costa – *Aprendizagem Humana com Aprendizagem de Máquina para Abordagem Sistêmica Financeira*. julho 2023

Fernando Nogueira da Costa – *Finanças*. maio 2023

Fernando Nogueira da Costa – *Capitalismo Financeiro Tardio*. maio 2023

Fernando Nogueira da Costa – *Ciclos Históricos Longas Ondas e Tendências Demográficas*. mar 2023

Fernando Nogueira da Costa – *Cartilha de Finanças Pessoais*. 2023

Fernando Nogueira da Costa – Tradução de Clara E. Mattei. *A Ordem do Capital*. nov 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Escrituração do Patrimônio Financeiro*. nov 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Fatos e Dados contra Mentiras Eleitoreiras*. out 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Livro Negro do Desumano*. out 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Rede de Apoio e Enriquecimento* set 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Von Mises e Ciclo de Crédito*. agosto 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Efeito Rede em Sistema de Contabilidade de Riqueza*. agosto 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Cartalismo e Finanças Funcionais*. julho 2022

Fernando Nogueira da Costa – Tradução de *Complexidade e a Arte da Política Pública*. julho 2022

Fernando Nogueira da Costa – Tradução de *Grande Reversão Demográfica*. julho 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Tempo e Dinheiro em Compras e Vendas a Prazo*. julho 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Bancos: Financiamento e Missão Social*. junho 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Inflação e Transmissão da Política de Juros*. junho 2022

Fernando Nogueira da Costa – *La Banca Brasileira – Sistema Bancário Complexo*. maio 2022.

Fernando Nogueira da Costa - *Liberalismo X Esquerdismo*. abril 2022

Fernando Costa. *O Banqueiro Comunista*. Versão Livro. março 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Diagnóstico do Estado Atual da Economia Brasileira*. fev 2020.

Fernando Nogueira da Costa – *Regras ou Arbítrio na Fixação da Taxa de Juros – Padrões e Ruídos*. fev 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Fontes e Usos de Dados – Renda – Despesas – Dívida – Aplicações*. fev 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Economia como Componente de Sistema Complexo Adaptativo*. fev 2022

Fernando Nogueira da Costa – *Dívida Pública e Dívida Social*. jan 2022

Fernando Nogueira da Costa – *The Economist – Seis Grandes Ideias*. dez 2021

Fernando Nogueira da Costa – *Economia da Complexidade Comportamental Institucional e da Felicidade* – dez 2021

Fernando Nogueira da Costa – *Segredo do Negócio Capitalista* - nov 2021

Fernando Nogueira da Costa – *Transdisciplinaridade* - out 2021

Fernando Nogueira da Costa - Tradução de Extratos do Livro de Karen Petrou - *Motor da Desigualdade*. 2021

Fernando Nogueira da Costa – *Post-Keynesianism and Horizontalism*. Reedição bilíngue do original publicado em 2001.

Fernando Nogueira da Costa. *Socialismo e Democracia* segundo Schumpeter. setembro 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Evolução Sistêmica Financeira*. setembro 2021

Fernando Nogueira da Costa. Tradução de *Futuro do Emprego*. setembro 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Ortodoxia X Heterodoxia na Economia*. setembro 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Formação e Mercado de Trabalho de Economistas*. setembro 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Economia de Mercado de Capitais à Brasileira*. agosto 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Política e Planejamento Econômico*. julho 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Política Econômica e Planejamento* Volume I. julho 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Política Econômica e Planejamento* Volume II. julho 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Socialismo*. junho 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Conduzir para não ser Conduzido – Crítica à Ideia de Financeirização*. maio 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Estudo do Plano Biden*. Blog Cidadania & Cultura. abril 2021

Thomas Piketty e outros. Tradução de extratos de: *Clivagens Políticas e Desigualdades Sociais*. abril 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Castas e Párias*. Blog Cidadania & Cultura. março de 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Finanças Comportamentais para Trabalhadores*. Blog Cidadania & Cultura; março de 2021.

Fernando Nogueira da Costa. *Cartilha de Finanças Pessoais*. Blog Cidadania & Cultura; março de 2021.

Fernando Nogueira da Costa. *Por Uma Teoria Alternativa da Moeda*. Tese de Livre Docência, defendida 1994 e reeditada em março de 2021.

Fernando Nogueira da Costa. Tradução Comentada do livro de Richard Hildreth. *História dos Bancos*. março 2021.

Fernando Nogueira da Costa. Tradução de Resumo do livro de John Zysman. *Governos Mercados e Crescimento – Sistemas Financeiros e Política Industrial*. fevereiro 2021.

Fernando Nogueira da Costa. *Bancos e Banquetas: Evolução do Sistema Bancário com Inovações Tecnológicas e Financeiras*. janeiro 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Aprendizagem e Ensino de Economia*. dezembro 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Tradução e Resumo da História de Wall Street*. novembro de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Breve História Comparativa de Bancos de Negócios*. Blog Cidadania e Cultura, novembro 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Metodologias em Economia: Apostila com Extratos de Traduções*. outubro de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *O Trabalho: Capital Acumulado*. julho de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Grande Depressão Deflacionária*. junho 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Vamos Salvar o Brasil*. junho de 2020

RAY DALIO e outros. Tradução: *Populismo – Falar em Nome do Povo*. Junho 2020.

RAY DALIO. Tradução: *Crise da Grande Dívida*. 2019.

Fernando Nogueira da Costa. *Mercados e Planejadores Imperfeitos*. Blog Cidadania e Cultura; maio de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Bancos Estatais sob Estado Mínimo*. Blog Cidadania e Cultura; abril de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Pensamento Sistêmico sobre Complexidade*. Campinas Blog Cultura e Cidadania; abril de 2020

Fernando Nogueira da Costa. *Capital e Dívida: Dinâmica do Sistema Capitalista*. março de 2020

Fernando Nogueira da Costa (org.). *Economia em Documentários: Coletânea de Textos para Discussão em Seminários*; março de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Economia em 10 Lições – 2a. Edição* fevereiro de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Economia Monetária e Financeira 2a. Edição* Revista janeiro de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Ciclo: Intervalo entre Crises*. 2019

*A Professora (Maria da Conceição Tavares) e seu Livro*. 2019

Fernando Nogueira da Costa. *Estado da Arte da Economia*. 2019

Fernando Nogueira da Costa. *A Vida está Difícil. Lide com Isso*. 2019

Fernando Nogueira da Costa. *Cartilha de Finanças Pessoais*. 2019.

Fernando Nogueira da Costa. *Crônicas Econômicas: debater, bater rebater e combater*. 2018

Fernando Nogueira da Costa. *Pensar o Brasil no século XXI*. 2018

Fernando Nogueira da Costa. *Intérpretes do Brasil*. 2018

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Sociologia e Comportamentos*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Política*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – História Geral*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – História dos Povos*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – História do Brasil*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Finanças*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Economia Mundial*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Economia*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Ciência e Filosofia da Mente*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Biografia e Futebol*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Arte de Comunicar*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Arte do Roteiro*

Fernando Nogueira da Costa – *Complexidade Brasileira: Abordagem Multidisciplinar*

Fernando Nogueira da Costa – *Métodos de Análise Econômica*

Fernando Nogueira da Costa – *Ensino de Economia na Escola de Campinas – Memórias*

Fernando Nogueira da Costa. *Bancos Públicos no Brasil*. São Paulo: Editora FPA - Coleção FENAE; 2016.

Fernando Nogueira da Costa – *Ensino e Pesquisa em Economia*

Costa, F.N. (coord.), Costa, C.A.N., Oliveira, G.C. – *Mercado de Cartões de Pagamento no Brasil* – 10.09.2010

Fernando Nogueira da Costa – *Banco do Brasil 200 Anos 1964-2008*

## Sobre o Autor

Fernando Nogueira da Costa é Professor Titular do IE-UNICAMP, onde é professor desde 1985.

Participou da direção estratégica de empresa pública como Vice-presidente de Finanças e Mercado de Capitais da Caixa Econômica Federal, entre fevereiro de 2003 e junho de 2007. No mesmo período, representou a Caixa como Diretor-executivo da FEBRABAN - Federação Brasileira de Bancos.

Publicou os livros *Ensaio de Economia Monetária*, em 1992, *Economia Monetária e Financeira: Uma Abordagem Pluralista*, em 1999, finalista do Prêmio Jabuti, *Economia em 10 Lições*, em 2000 – esses dois com segunda edição digital –, *Brasil dos Bancos*, em 2012 pela EDUSP (Primeiro Lugar no XVIII Prêmio Brasil de Economia do COFECON - Conselho Federal de Economia em 2012 e finalista do Prêmio Jabuti 2013 na área de Economia, Administração e Negócios), *Bancos Públicos do Brasil (FPA-FENAE, 2016)*, *200 Anos do Banco do Brasil: 1964-2008* (2008, edição eletrônica), *Métodos de Análise Econômica* (Editora Contexto: 2018); *Ensino de Economia na Escola de Campinas: Memórias* (IE-UNICAMP: 2018); *Complexidade Brasileira: Abordagem Multidisciplinar* (IE-UNICAMP; 2018). Disponibiliza em seu blog quase cem livros digitais de sua autoria ou de traduções. Escreveu muitos capítulos de livros e artigos em revistas especializadas. Coordenou e escreveu capítulos do livro sobre *Mercado de Cartões de Pagamento no Brasil* (ABECS).

Palestrante com inúmeras palestras em Universidades, Sindicatos, Associações Patronais, Bancos etc. Coordenador da área de Economia na FAPESP de 1996 a 2002.

Publicou artigos em jornais de circulação nacional. Atualmente, posta em conhecidos sites como GGN, Fórum 21 e A Terra é Redonda.

Seu blog (<http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/>), desde 22/01/2010, recebeu mais de 9,9 milhões visitas.