

# Lord Keynes e a Teoria da Transferência de Capitais

ROBERTO DE OLIVEIRA CAMPOS

Desde que, com a publicação da "Teoria Geral do Emprêgo, Juros e Renda", KEYNES assumiu a posição de "grande herege" em relação à tradição neo-clássica, os aspectos anteriores de sua obra passaram, com poucas exceções, ao olvido. Entretanto êsses trabalhos são férteis em sugestões percutientes, mesmo naqueles campos, tais como a teoria dos valores internacionais, nos quais o interesse de KEYNES foi mais de natureza pragmática que propriamente teórica (1).

Nas presentes notas analisaremos brevemente a discussão, por KEYNES, do problema das vantagens ou desvantagens da exportação de capital. A essa discussão, hoje algo obsoleta (o irrequeto KEYNES revelou sempre uma admirável capacidade para tornar obsoletas as suas próprias doutrinas), pouca atenção tem sido dada. No entanto em mais de um ponto tem ela grande interesse histórico para a compreensão de recentes desenvolvimentos na teoria da transferência de capitais, oriundos em grande parte da aplicação da análise keynesiana do emprêgo e renda, e da teoria do multiplicador, aos fenômenos do comércio exterior.

\* \* \*

---

(1) Em sua prolífica obra como editor do "Economic Journal" e posteriormente da revista "Nation" (fundida mais tarde com o "New Statesman"), KEYNES abordou inúmeras vezes problemas de comércio internacional e investimentos no exterior, quase sempre entretanto de um ponto de vista político e pragmático. Entre êsses artigos cabe ressaltar o "Proposals for a Revenue Tariff", (março, 1931), que assinala talvez a primeira ruptura de KEYNES com a tradição livre cambista, ao advogar a imposição de tarifas como meio de combate ao desemprego interno. Sob o ponto de vista propriamente teórico, as passagens de KEYNES que têm mais interesse para a análise dos valores internacionais são a famosa controvérsia com BERTIL-OHLIN a propósito da transferência das reparações alemãs, o capítulo 21 do "Treatise on Money" (Harcourt, Brace and Co. 1930, vol. I) e breves passagens do capítulo 23, intitulado "Notes on Mercantilism, etc.", da "Teoria Geral do Emprêgo, Juros e Moeda" (Harcourt, Brace and Co. 1936, 333-371).

E' no capítulo 21 do "A Treatise on Money" que KEYNES oferece uma discussão extremamente sugestiva, sob o ponto de vista teórico, do balanço de lucros e perdas para a nação que transfere economias para o exterior, sob a forma de investimentos. Revela-se aí ao vivo a sua preocupação constante com o nível dos investimentos e emprêgo doméstico, preocupação essa que o levaria mais tarde a cortar as amarras com o mundo ricardiano. KEYNES é assim levado a considerar a exportação de capital como *concorrente* antes que *complementar* do investimento doméstico.

KEYNES estabelece de início uma distinção entre a *balança exterior* (foreign balance), que corresponde ao saldo ativo ou passivo da conta de pagamentos correntes, e o *investimento exterior* (foreign lending), que nada mais é que o saldo passivo na conta de capitais. A diferença entre êsses valores encontra reflexo em movimentos de ouro. A "foreign balance" e o "foreign lending" reagem ante forças diferentes. O determinante da posição da "balança exterior" é o nível de preços domésticos comparados com os preços em mercados estrangeiros; a exportação de capitais, por sua vez, depende do nível interno das taxas de juros em relação à remuneração que prevalece em mercados monetários do exterior.

Passando, em seguida, dessas definições para a consideração do problema da avaliação dos benefícios líquidos auferidos da exportação de capitais, KEYNES nos oferece uma visão assaz pessimista do impacto dos investimentos no exterior, praticados em grande escala pela Grã-Bretanha, sôbre a economia interna do país, divergindo nisso da interpretação eufórica geralmente dada pelos economistas da época à essa experiência histórica.

Herôicamente simplificado, o argumento de KEYNES pode ser formulado como se segue. Historicamente, o volume de investimentos no exterior tende a ajustar-se à balança de comércio (2).

---

(2) Esta assertiva de KEYNES deu origem a uma longa controvérsia, quase tão inconclusiva como o debate sôbre a precedência da galinha ou do ovo. Como é sabido, a teoria clássica do comércio internacional postulava que o movimento dos capitais precede e causa o ajustamento na balança mercantil. KEYNES, como vimos acima, esposa o ponto de vista oposto, considerando o fluxo de capitais como o elemento sensível e a balança de comércio como o fator relativamente insensível da balança de pagamentos (Cf. The German Transfer Problem, Economic

Se entretanto a taxa mais elevada de rentabilidade de capital no exterior provoca uma exportação de capital em excesso de nível justificado pela posição da "balança exterior", ocorrerá uma "perda de ouro", que somente será sustada quando o declínio dos preços e custos internos, em relação aos do exterior, permitir a formação de um saldo compensatório na balança de pagamentos correntes. Confinada primeiramente a análise aos efeitos a curto prazo, argúi KEYNES que as conseqüências de uma exportação de capital, induzida não por saldos previstos na balança exterior mas por uma defasagem na taxa de rentabilidade, podem ser assaz desfavoráveis; a perda de ouro tende a elevar a taxa de juros, desestimulando os investimentos internos, particularmente se a procura doméstica de fundos para investimentos é elástica (3); de outro lado, o ajustamento necessário, através da deflação de preços e custos, para a formação do saldo compensatório da "balança exterior", sôbre ser lento e penoso, pode exigir uma seria deterioração nas relações de troca do país investidor, principalmente se a procura de suas exportações é elástica. "Se a procura doméstica de investimentos é elástica, diz KEYNES, e a posição do comércio exterior inelástica, as perturbações e inconvenientes da transição podem ser sérias".

E' curioso notar que, conquanto as suas conclusões não sejam propriamente ortodoxas, as vigas mestras do raciocínio de KEYNES são, até esta altura, inteiramente clássicas, assentando como assentam no duplo postulado de que, subseqüentemente à transferência de capital (I) as relações de trocas se movem contra o país exportador de capital e (II) a exportação de capital ocasiona uma alta na taxa interna de juros.

---

Journal, vol. 39, 1939, pág. 6). O Professor VINER, por sua vez, é de opinião que não existe base lógica para atribuir-se precedência causal exclusiva ou invariável quer ao fluxo de capitais quer à balança mercantil, tudo dependendo da conjuntura econômica e histórica. Assim a balança de pagamentos no Canadá antes da 1.<sup>a</sup> guerra mundial parece haver-se comportado conforme a teoria clássica, ao passo que, no caso da Nova Zelândia, a balança das dívidas internacionais parece refletir passivamente as vicissitudes da balança mercantil. VINER opina entretanto, à base da evidência empírica até agora disponível, haver forte presunção em favor do mecanismo clássico, exercendo os movimentos de capital a longo prazo uma função *desequilibradora* ou *causal* (Cf. JACOB VINER, *Studies in the Theory of International Trade*, Harper Brothers, Nova York, 1937, págs. 364-5).

(3) Sômente no caso de o país investidor dispor das necessárias reservas e estar disposto a enfrentar o risco da perda de ouro, abstendo-se então de manipular a taxa de desconto, poderá êle descarregar o ônus do ajustamento inteiramente sôbre o país devedor. (Cf. KEYNES, *Treatise on Money*, vol. I, pág. 338).

Não é que KEYNES denegue a possibilidade de movimentos de capitais sem alteração conseqüente das relações de troca no sentido acima indicado. A discussão com BERTIL OHLIN a propósito das reparações alemãs já o havia alertado para essa possibilidade. O que KEYNES alega é que a solução de OHLIN, conquanto possível, não é provável por assentar em conjeturas algo artificiais sobre a elasticidade da procura de importações e a política de crédito do país recipiente do capital (4).

KEYNES atribui a opinião geralmente otimista dos economistas da época, acêrca das vantagens da livre exportação de capitais, à premissa teórica artificial de que uma baixa dos preços de exportação no país investidor (deterioração das relações de troca) gera sem demora um saldo adequado na balança comercial. Essa premissa assenta por sua vez numa extrapolação inconsciente — que KEYNES considerava inválida para a época que escrevia — da experiência favorável do século XIX, quando os inconvenientes da exportação de capital eram até certo ponto neutralizados por uma estrutura flexível de custos e salários internos, e pela ausência de sérias restrições no estrangeiro à importação de produtos manufaturados da Grã-Bretanha.

Passando da análise a curto prazo para o estudo dos efeitos a longo prazo da transferência de capitais, KEYNES reconhece a existência de vários fatores compensatórios que atenuam os inconvenientes do período de transição e que impossibilitam chegar-se a uma conclusão unívoca e precisa quanto às vantagens ou desvantagens líquidas da transferência de capitais para o estrangeiro. Esses fatores favoráveis a longo prazo são (I) a recuperação das relações de troca do país investidor quando se avoluma o retôrno dos rendimentos e se efetua a amortização do capital (II) a taxa de remuneração mais elevada obtida pelo capital investido no exterior, expressa pelo diferencial de juros e (III) o possível barateamento no futuro, como resultado desses investimentos, do custo dos produtos habitualmente comprados ao país recipiente do capital (5).

---

(4) Cf. *A Treatise on Money*, vol. 1, págs. 341-342. Sobre a controvérsia KEYNES-OHLIN veja-se a sucinta e lúcida exposição do Prof. Gudín, nos "Princípios de Economia Monetária", 2.<sup>a</sup> ed., págs. 258-62.

(5) A esta última possibilidade, apenas aflorada na análise keynesiana, foi dado grande relêvo em discussões recentes do problema pelos Prof. HANS SINGER e PREBISCH. A especialização dos países subdesenvolvidos, como resultado de in-

A determinação do ganho direto para o país exportador dependerá assim de uma comparação entre as perdas presentes e o ganho futuro, não havendo razão para se presumir que a resultante final seja positiva (6). Ao contrário, se é alta a elasticidade do investimento interno e baixa a das exportações e importações, é provável que a perda imediata sobreleve o ganho futuro. “Não vejo razão para se presumir, diz KEYNES, que essa quantidade (definida como o aumento na taxa de remuneração do capital menos a deterioração nas relações de troca) seja positiva antes que negativa. No caso de um país em que a elasticidade do investimento doméstico é alta e baixa a elasticidade da procura de exportações e importações é de se esperar uma resultante negativa.” A doutrina ortodoxa, continua KEYNES, de que o nível de investimentos no exterior, se deixado ao jôgo livre do mercado, se coloca sempre num nível socialmente ótimo para o país investido é baseada provavelmente na premissa de que uma pequena queda nos preços de suas exportações bastará para criar um aumento adequado de sua balança exterior” (7).

---

vestimentos estrangeiros, na produção primária exportável e o subsequente barateamento das matérias primas e alimentos para os consumidores e indústrias das metrópoles — as quais puderam assim especializar-se na atividade manufatureira, de maior produtividade técnica e criadora de economias externas — constitui um elemento muito mais fundamental do qual KEYNES parece acreditar para a avaliação dos benefícios recebidos pelos países investidores. Cabe aliás notar, in passim, que uma das premissas herdadas da teoria clássica em que assenta a análise oferecida por KEYNES, a saber, a deterioração das relações de troca em sentido desfavorável ao país investidor, não só é de duvidosa validade no curto prazo, mas certamente inacurada a longo prazo, como o demonstram as investigações recentes sobre o movimento histórico das relações de troca entre países industrializados e os subdesenvolvidos. Cf. HANS SINGER, Comércio e Investimentos de Áreas Subdesenvolvidas, Revista Brasileira de Economia, Maio, 1950, págs. 82-92.

(6) KEYNES faz notar que as suas observações se referem ao benefício nacional direto do investimento estrangeiro, e não às vantagens indiretas que podem advir do desenvolvimento dos recursos mundiais para a economia do país investidor, tanto quanto essas vantagens igualmente lhe adviriam se os investimentos fôsse feitos por um terceiro país.

(7) Considerações de tempo e espaço impedem-nos comentar aqui a apreciação pessimista, contida em escritos recentes de BUCHANAN e LUTZ, da contribuição de investimentos no exterior para a manutenção do emprego interno, apreciação essa fundamentada em razões completamente diversas das expostas por KEYNES. Como vimos acima, KEYNES encara os investimentos no exterior como concorrentes das inversões domésticas, por impedirem ou retardarem a queda da taxa de juros a um nível suficientemente baixo para encorajar o ritmo de investimentos necessários para manutenção do pleno emprego. BUCHANAN, comparando os méritos dos investimentos no exterior com o do investimento doméstico (Obras públicas, deficit financing etc.), como caminhos alternativos para o pleno emprego, conclui pela superioridade destes últimos, fundamentando sua tese em que os investimentos no exterior têm efeito estimulante apenas sobre as indústrias de bens exportáveis.

Seria interessante a esta altura recordar um interessante paralelo entre KEYNES e MARX para o qual me chamou a atenção o Professor SVEND LAURSEN (8). Perfilham ambos uma teoria pessimista da transferência de capitais, baseada numa apreciação unilateral do fenômeno. Isso pode ser melhor exemplificado se lançarmos mão da fórmula usual, simplificada, do multiplicador do comércio exterior ou seja,

$$\Delta Y + \Delta X - \Delta M \left( \frac{1}{1 - \alpha} \right)$$

onde  $V$  denota o nível de investimentos domésticos,  $X - M$  o saldo da balança mercantil e  $\frac{1}{1 - \alpha}$  o multiplicador expresso como a recíproca da propensão marginal para economizar.

Consoante a interpretação marxista, o investimento no estrangeiro tem simplesmente a finalidade de criar escoadouros para a exportação, que permitam ao país capitalista sustar o declínio da taxa de lucros resultante do subconsumo doméstico. Ignora MARX as repercussões desfavoráveis que a exportação de capitais possa ter sobre a disponibilidade de fundos para investimentos domésticos. Em outras palavras, acentua ele as repercussões favoráveis sobre  $X-M$ , ignorando a possibilidade de um impacto imediato, deflacionário, sobre  $V$ .

---

não atingindo (ao contrário dos investimentos domésticos) nem as indústrias de serviços nem as de construção, cuja vulnerabilidade cíclica é conhecida (International Investment and Domestic Welfare, Henry Holt and Co. n. 4 — 1944, págs. 143-9). Deferindo a discussão mais ampla para outra oportunidade, listaremos rapidamente as objeções que nos ocorrem à tese de BUCHANAN. Em primeiro lugar, os investimentos no exterior redundam geralmente numa intensificação da exportação de bens de produção, indústria submetida a grande vulnerabilidade cíclica. Em segundo lugar, os investimentos no exterior obedecem geralmente a considerações mais ou menos estritas de rentabilidade e produtividade, enquanto os investimentos domésticos, destinados a prevenir ou eliminar o desemprego, consistirão, pelo menos em parte, de obras públicas não produtivas. Finalmente, se a propensão para investir é alta no país importador de capitais, ao passo que o país exportador se resente da falta de oportunidade para inversões e de uma alta taxa de poupança, o investimento no exterior terá um impacto dinâmico total superior ao da inversão doméstica. Esta última consideração fornece a base para uma "interpretação imperialista da teoria do multiplicador", a que se refere sugestivamente o Professor MACHLUP (Cf. International Trade and the National Income Multiplier, The Blakiston Co., 1943, págs. 214-18).

(8) As observações do Prof. LAURSEN se encontram numa dissertação doutoral (infelizmente não publicada) apresentada à Universidade de Harvard em 1941, sob o título "International Propagation of Business Cycles".

KEYNES, por sua vez, preocupado sobretudo com o suprimento de fundos a taxas de juros suficientemente baixas para garantir um nível adequado de investimentos domésticos, enfatiza o efeito desfavorável da exportação de capitais sobre *V*, que, a seu ver, sobreleva o efeito favorável sobre *X-M*.

Assim, ao passo que os marxistas viam no investimento estrangeiro uma válvula de escape contra o subconsumo interno, KEYNES nêle enxergava um concorrente, às vezes perigoso, do investimento doméstico.

Trata-se, em ambos os casos, de apreciações fragmentárias, ou antes, de casos particulares de uma teoria mais geral da transferência, a qual deve distinguir entre os efeitos “primários” e os efeitos “induzidos ou reflexos” da exportação de capitais. Únicamente pela análise dêstes últimos e das propensões marginais de consumo e investimentos nos países exportadores e importadores de capital, poderemos chegar a conclusões definidas sobre a natureza inflacionária ou deflacionária de uma transferência cambial.

\* \* \*

A análise do problema do balanço de benefícios para a nação exportadora de capitais, contida no “*A Treatise on Money*” — interessante por suscitar a maioria dos problemas abordados na moderna teoria de transferência de capital — teria hoje que ser fundamentalmente revista. Assenta ela conforme já assinalamos, em grande parte em duas suposições, relativa uma à deterioração das relações de troca e outra à alta da taxa de juros do país exportador de capitais — que eram geralmente aceitas pelos teóricos clássicos e neo-clássicos, mas que são hoje seriamente controvertidas. Isso devido não só à influência de BERTIL-OHLIN (que demonstrou a possibilidade de várias configurações nas relações de troca), mas também do próprio KEYNES, através da sua nova teoria de juros, baseada na preferência pela liquidez, e da aplicação, pelos seus discípulos, do “*income approach*” aos problemas do comércio exterior.

Cabe notar, entretanto, que mesmo se nos colocarmos no quadro de raciocínio e dentro das premissas em que se situava KEYNES, a análise do “*Tratado sobre a Moeda*” é vulnerável. De

feito, como observa o professor IVERSEN, KEYNES ao listar os aspectos favoráveis, a longo prazo, da exportação de capitais — restauração das relações de troca quando os empréstimos são pagos e maior taxa de rentabilidade do capital exportado relativamente ao capital doméstico — esquece-se de uma consideração importante. Essa é que o benefício obtido com o investimento no exterior não consiste apenas no rendimento maior do capital exportado, em relação ao investido no país, porquanto os empréstimos no exterior aumentam também a produtividade marginal da porção de capital não exportada.

E' de estranhar, e ao mesmo tempo lamentar, que KEYNES não tenha voltado mais tarde ao assunto, tanto mais quanto, abandonados na "Teoria Geral do Emprêgo, Juros e Moeda" vários dos postulados originais do "Tratado sobre a Moeda", a versão da teoria de transferência, neste último contida, estava a reclamar uma reconstituição.

A análise exposta nas páginas anteriores, enfatizava, como vimos, os efeitos de uma alta na taxa de juros sobre o nível das inversões e do emprêgo doméstico. Na "Teoria Geral" KEYNES usou conceitos mais amplos, enfatizando a determinação conjunta do nível de investimentos pela taxa de juros e pela eficácia marginal do capital. Além disso, a introdução da teoria da preferência pela liquidez nos faz parecer pouco convincente a suposição de que a exportação de capital implique inevitavelmente num dreno dos fundos anteriormente disponíveis para inversões domésticas. Essas modificações conceituais, e mais o reconhecimento expresso, por parte de KEYNES, da prevalência, nas nações ricas (exportadoras de capital), de uma fraqueza institucional de incentivos para investimentos, levar-nos-iam a crer que na "Teoria Geral" KEYNES perfilharia uma atitude muito menos céptica e pessimista em relação ao investimento estrangeiro.

Entretanto assim não acontece. As notas perfunctorias sobre o problema, no capítulo "Notes on Mercantilism", de novo enfatizam, indevidamente, as repercussões desfavoráveis dos empréstimos no exterior sobre a taxa doméstica de juros, quando a nova estrutura conceitual da "Teoria Geral" abria a possibilidade de uma análise muito mais completa mediante a consideração da eficiência marginal do capital e da intensidade relativa



de propensidades para despendar (9), no país supridor e recipiente de capital, respectivamente (10).

Foi esta, aliás, a linha de raciocínio seguida em formulações mais recentes da teoria da transferência de capitais, fundamentadas tôdas, consciente ou inconscientemente, na aplicação de conceitos keynesianos. Assinalaremos a seguir os pontos mais significativos dessa evolução.

Contrariamente à premissa tradicional de que a transferência de capitais acarreta sempre um desinvestimento por parte do país que os exporta, e um investimento proporcional no país que os recebe — noção essa que implica numa aceitação disfarçada da “lei de conservação do poder aquisitivo” — acredita-se hoje na possibilidade de variadas reações. Com efeito, como nota o

---

(9) Empregamos aqui a expressão “propensão marginal para despendar” (marginal propensity to spend), no sentido que lhe é dado pelo Professor ANGELL, a saber, a somação das propensões marginais para consumo e investimentos. Cf. *Investment and Business Cycles*, Mc-Graw Hill, Co., N. Y., 1941, pág. 195.

(10) Valeria a pena reportar-nos ao texto exato da “Teoria Geral”, página 357: “A Grã-Bretanha, nos anos de pré-guerra do século 20, exemplifica um país em que a excessiva facilidade de empréstimo ao exterior e a aquisição de propriedades no estrangeiro impediu freqüentemente a queda da taxa doméstica de juros que seria necessária para assegurar internamente o pleno emprego”. Se, entretanto, tomarmos em linha de conta os efeitos favoráveis dos empréstimos ao exterior sobre a eficacidade marginal do capital, e a rigidez institucional das taxas de juros (causada menos pela exportação de capital que pela escala de preferência pela liquidez), é forçoso concluir que KEYNES exagera o papel dos “juros” na função dos investimentos. Caindo num excesso oposto ao que se reprovava nos autores clássicos, KEYNES intrapoulo, no período de pré-guerra, uma análise do investimento estrangeiro viciada pelas circunstâncias especiais dos anos subseqüentes à primeira guerra mundial e ao início da depressão, período em que decresceu a especialização internacional, ao passo que restrições de comércio inibiram a adaptação das exportações britânicas ao fluxo de capital. Compare-se o texto de KEYNES com a seguinte observação do Professor WILLIAMS: “Os economistas ingleses se queixam de que o capital que deveria ser investido internamente é exportado. É um comentário frisante sobre a mudança dos tempos que um inglês faça uma queixa dessa ordem. Antes da guerra de 1914, os investimentos britânicos encontravam pronto reflexo no comércio de exportação. Investimentos no exterior significavam alimentos e matérias primas mais abundantes e baratas, e um mercado maior para os produtos britânicos. Como já se disse, o investimento e o comércio eram aspectos de um mesmo processo virtualmente simultâneo. Os efeitos cumulativos sobre a Grã-Bretanha eram extremamente benéficos. Podia ela assim especializar-se internamente nas indústrias de custos decrescentes em função da escala de produção, desenvolvendo no exterior produtos mais baratos das indústrias de custos crescentes. Armada com essas vantagens e fortificada intelectualmente pela sua doutrina livre cambista como uma verdade eterna e universal, a Grã-Bretanha expandiu-se livremente no mundo econômico, com vantagens para ela e para o mundo. Quanto mais capital ela exportava, mais tinha para investimentos domésticos. Desta maneira acumulou capital e mão-de-obra em sua pequena ilha e obteve excelente remuneração para ambos” (Cf. JOHN WILLIAMS, *Post-War Monetary Plans*, página 169).

Professor MACHLUP, a contração do dispêndio primário (primary disbursements for investment or consumption) no país credor, como resultado dos movimentos de capitais, pode exceder a expansão do dispêndio no país recipiente; ou pode contrair-se em proporção menor que a expansão no país recipiente; ou, finalmente, a contração e expansão podem ser equivalentes (11). Qual a alteração nos dispêndios primários e quais as reações induzidas — são coisa que somente se pode determinar com o conhecimento de variáveis tais que a escala de preferência pela liquidez, a propensão marginal para investir, a organização bancária, e “last but not least”, a fase cíclica durante a qual se efetua a transferência.

Concentraremos agora nossa atenção sobre três tópicos principais, cujo exame nos permitirá sumarizar contrastes essenciais entre a discussão keynesiana primitiva, da questão dos benefícios do investimento no estrangeiro, e a moderna análise do problema da transferência. Como primeiro tópico tomaremos o comportamento da taxa de juros e sua relação com o nível de investimentos. Num segundo tópico discutiremos a distinção entre efeitos primários e secundários da transferência de capitais. Finalmente, com referência a ambos os tópicos anteriores, assinalaremos a importância de se considerar a fase cíclica durante a qual se efetua a transferência, como elemento importante para o balanço de lucros e perdas da nação exportadora de capitais.

Começemos pelo *comportamento da taxa de juros em relação a investimentos*. Contrastando com premissas tradicionais, hoje se reconhece que (a) os empréstimos ao exterior não têm necessariamente o efeito de provocar uma alta da taxa de juros

---

(11) Cf. MACHLUP, op. cit., pág. 154. Estritamente falando, há ainda uma possibilidade a saber, que os dispêndios primários permaneçam inalterados. Isso se dá quando se transferem simplesmente economias empregadas em títulos domésticos para títulos estrangeiros, caso em que pode ser que se altere unicamente a posição dos sistemas bancários sem repercussão real sobre consumo ou investimentos (Cf. LLOYD METZLER, *Review of Economic Statistics*, Fevereiro 1945, pág. 41). Poder-nos-íamos referir também a um caso limite em que o efeito estimulante imediato seria confinado ao país credor; isso se daria se o empréstimo fôsse inteiramente recebido sob a forma de importações de bens de produção, não havendo portanto variação imediata nos desembolsos primários no país recipiente. É óbvio entretanto que esta observação, freqüentemente aplicável no caso dos investimentos diretos, só é válida no que tange os efeitos imediatos e a curto prazo. Cf. VINER, op. cit., pág. 434.

no país exportador de capitais e o movimento oposto no país recipiente e (b) êsse ajustamento, em sentido contrário, da taxa de juros nos dois países não é necessariamente proporcional nem afeta os investimentos proporcionalmente nas duas regiões. Isso pela simples razão de que os fundos emprestados provêm de desentousamento (diminuição da preferência pela liquidez) ou de uma expansão de crédito sem afetar seja a taxa de juros seja os dispêndios primários para consumo e investimentos no país exportador de capitais (12). Conversamente, os empréstimos recebidos podem esvair-se pelo entesouramento (aumento da escala de preferência pela liquidez) ou estagnar-se em reservas bancárias, sem provocar uma expansão de crédito proporcional ou um declínio da taxa de juros no país recipiente. Dependendo da forma de curva da preferência pela liquidez nos dois países, o aumento da taxa de juros no país exportador pode exceder o declínio no país recipiente — ou vice-versa. Sòmente no caso limite, a saber quando a procura e oferta de fundos são perfeitamente inelásticas tanto no país recipiente como no exportador

---

(12) HAYEK apresenta entretanto uma análise diferente. Concorde êle em que o movimento reverso de taxas de juros e investimentos, subseqüentemente à transferência de capitais, não é necessário nem provável num sistema de padrão ouro internacional homogêneo, mas é de ocorrência assaz provável nos modernos padrões monetários híbridos (perturbados pela operação dos Bancos Centrais e pelo mecanismo das reservas fracionais). A seu ver, um fluxo internacional de moeda (a não ser que a balança de pagamento se reajuste imediatamente seja mediante fluxos de capital a curto prazo, seja mediante ajustamentos na balança de rendimentos) afetará as margens de reserva. Isso levará os bancos a cancelar empréstimos (que são usados principalmente para investimentos) e a elevar as taxas bancárias, mesmo sem que haja ocorrido qualquer mudança na taxa de rentabilidade do capital ou no suprimento de economias. Essa elevação da taxa bancária de juros acima da taxa de equilíbrio, oriunda de motivos puramente monetários antes que reais, refletir-se-á fatalmente num declínio de investimentos. É fácil de ver, porém, que a análise de HAYEK é baseada em premissas extremamente rígidas. As suas conclusões sòmente seriam justificáveis se (a) não houvesse desentousamento por indivíduos e (b) se o sistema bancário tiver expendido crédito até o máximo permitido pelas reservas. Além disso, a suposição de que a contração de crédito necessariamente alterará "as proporções costumeiras entre as diferentes partes da estrutura de crédito, sendo que a única maneira de restaurar essas proporções é cancelar os empréstimos feitos para investimentos", é certamente irrealística na presente era de crédito para consumo. A verdade é que, quando se verifica uma contração de crédito, tanto pode ela afetar os dispêndios primários para investimento, como os para consumo. Deve-se notar outrossim que, mesmo dentro de um sistema de reservas fracionais, a exportação de capitais não acarreta necessariamente uma contração do crédito doméstico. A probabilidade de que isso ocorra depende da fase do ciclo. É impossível escaparmos à impressão de que HAYEK, mesmo em seus livros mais recentes, continua inconscientemente adstrito a um raciocínio baseado na premissa de pleno emprego. Cf. o seu livro, *Monetary Nationalism and International Stability*, págs. 16-34.

respectivamente, situação que só se verifica no auge do "boom", é que a exportação (importação) de capitais é seguida por um desinvestimento (investimento) proporcional. Cabe também atentar para um caso especial em que a transferência pode produzir uma disparidade maior antes que uma tendência para a equalização da taxa de juros. Isso se verifica assaz freqüentemente quando a exportação de capital para países novos gera a possibilidade de novas combinações de fatores produtivos e da utilização de recursos previamente ociosos (o que equivale a uma elevação da eficacidade marginal do capital). Nesse caso especial, a importação de capital e o aumento de fundos tenderia bizarramente a elevar antes que reduzir as taxas de juros.

A organização do sistema bancário e a duração média do período de propagação da renda são de importância óbvia neste contexto, por isso que afetam grandemente o grau de expansão ou contração de crédito subsequente a uma transferência monetária. O Professor VINER faz notar, por exemplo, que, se como resultado de mudanças na balança mercantil se transferem fundos de um país cuja estrutura de crédito é inelástica para outro com uma organização de crédito desenvolvida, o efeito líquido para a economia mundial será expansional. BALOGH e NEISSER, de outro lado, advertem-nos de que uma transferência súbita de fundos, provocada, por exemplo, por uma queda drástica nos preços de matérias primas, exercerá provavelmente um efeito deflacionário, porquanto o país recipiente não está preparado para expandir o crédito até que ajustamentos estruturais sejam feitos e planos concertados para investimentos adicionais.

Em toda a discussão acima, ativemo-nos ao ponto de vista tradicional de que há uma relação direta entre a taxa de juros e o nível de investimentos. Os estudos recentes de TINBERGHEN assim como as investigações de Oxford e Harvard indicam conclusivamente que a importância da taxa de juros, como determinante do nível de investimentos, tem sido grandemente exagerada. Assim a tendência moderna é para, na função do investimento (investment function), enfatizar sobretudo os constituintes da procura de capital (eficacidade marginal de capital, taxa de lucros) antes que os fatores do lado da oferta.

Das observações até agora feitas, podemos derivar um certo número de conclusões que nos fazem ver claramente o caráter assaz restrito de que revestia a análise primitiva de KEYNES no "A Treatise on Money". Sumarizemos essas conclusões:

a) O investimento no estrangeiro nem sempre concorre com o consumo ou investimento doméstico, mas em muitos casos envolve apenas um sacrifício da liquidez (*parting with liquidity*). Donde se segue que nem tôdas as exportações (importações) de capital são deflacionárias (inflacionárias), devendo-se ao contrário distinguir vários tipos de movimentos de capital (13) que, seguindo a terminologia de SHANG-KWEI-FONG, assim classificaremos:

- I. de natureza inflacionária, como, por exemplo, a outorga de crédito bancário para a compra de títulos estrangeiros;
- II. de natureza deflacionária, tal como a transferência de fundos da circulação ativa para entesouramento no estrangeiro (fuga de capital);
- III. deflacionários num mercado e inflacionários no outro (caso habitual da transferência de economias) (14).

b) a relação entre movimentos de capital de um lado, e taxas de juros e investimentos de outro, é por sua vez sujeita a variações cíclicas. Durante a depressão, os movimentos de capitais (quando não eliminados pela psicologia pessimista dos investiga-

---

(13) Omitimos aqui a consideração das complicações criadas pelas taxas cambiais instáveis para a análise dos movimentos de capital e alterações das taxas de juros. Na realidade, entretanto, as taxas cambiais não são elementos anódinos, pois elas afetam a escala da preferência pela liquidez. Num sistema aberto, a instabilidade das taxas cambiais leva a uma procura maior de fundos por motivos especulativos ou acauteladores, repercutindo portanto sobre a taxa de juros. Tem grande interesse teórico o caso limite das taxas cambiais perfeitamente flexíveis, que levariam a resultados paradoxais. Na ausência de transferências monetárias internacionais, as exportações de capital afetariam nesse caso apenas as cotações relativas das moedas e a balança mercantil, sendo os resultados sempre deflacionários no país receptor de capitais. Cf. HABERLER, *Prosperity and Depression*, Geneva, *League of Nations*, 1941, págs. 441-451.

(14) Essas observações de SHANG-KWEI-FONG encontram-se numa tese doutoral "Business Cycles and the International Balance of Payments", apresentada à Universidade de Harvard em 1941. Leiam-se também as conclusões seguintes: 1) — nem todo o afluxo de capital é investido 2) — nem toda a exportação de capital se faz a expensas do investimento doméstico e 3) — quando uma certa quantidade de capital se move de um para outro país, a perda de investimentos num deles pode ser maior ou menor que o ganho no outro.

dores) não fazem concorrência ao investimento e consumo doméstico, em vista da liquidez do mercado monetário; se houver uma translação, para a esquerda, da escala da preferência pela liquidez, pode ser que nem mesmo afetem a taxa de juros. E' óbvio que a liquidez do sistema bancário pode ser eventualmente diminuída, caso em que haverá contração de crédito; mas isso não ocorre necessariamente, porquanto outros fatores tais que o incentivo às importações, movimentos compensatórios de capitais a curto prazo, e, finalmente, novas economias induzidas pela elevação do nível da renda, podem recompor as reservas a tempo para prevenir uma contração de crédito. Na fase ascendente do ciclo e particularmente no auge, o suprimento de fundos torna-se progressivamente inelástico. A exportação de capital pode então seja cercear a expansão seja mesmo deflagrar a crise, afetando os dispêndios primários para consumo e investimentos.

Do que acima ficou exposto se depreende ser impraticável a tentativa de sopesar "*in abstracto*" os benefícios e desvantagem do investimento estrangeiro, tal como o fez KEYNES, sem atentar para fatores cíclicos. Pois uma exportação de capital, durante períodos de frouxa atividade doméstica e crescente propensão para entesouramento, redonda obviamente em vantagem para o país investidor. Na fase de recuperação e prosperidade, a resultante final é de mais difícil avaliação, tudo dependendo de haver ou não desvio de fundos destinados ao consumo e investimentos domésticos, assim como da intensidade da repercussão favorável do capital exportado sobre o nível de renda e procura de importações no país recipiente.

Passemos agora à análise do segundo tópico, anteriormente mencionado, e que assinala também grande evolução em relação à doutrina clássica e à própria análise keynesiana anterior à "Teoria Geral". Queremo-nos referir à *distinção entre os efeitos diretos e indiretos da "transferência"*.

A atenção principal da teoria tradicional e mesmo da teoria chamada "moderna", de OHLIN, se concentrava sobre o efeito *direto* da transferência sobre os níveis de preços, câmbio, taxa de juros e poder aquisitivo, que se presumia moverem-se em direção oposta ao país fornecedor e no recipiente capital, respectivamente. O mesmo não se verifica, entretanto, no caso das *reações induzidas* sobre os investimentos, consumo, exportações e

importações, que habitualmente alteram a direção do movimento inicial. Quando se toma em linha de conta não somente os investimentos primários, mas também os dispêndios secundários e terciários, torna-se claro que os efeitos totais da transferência, ou, em outras palavras, o ganho ou perda líquida com o investimento no estrangeiro, dependem não apenas do impacto inicial da transferência, mas também das propensões marginais dos países transferidor e recipiente. Assim, uma exportação de capital de um país com alta propensão para economizar e baixa propensão marginal para investir, para um outro país no qual a propensão marginal para investir exceda a propensão marginal para economizar, exerce um efeito total expansivo ou inflacionário sobre ambos os países. O equilíbrio se restabeleceria num nível mais alto. Nesta hipótese, como assinala Lloyd METZLER, é provável que a balança mercantil se mova em favor do país transferidor em montante superior ao necessário para efetuar a transferência real (em mercadorias ou serviços).

“Torna-se, então, continua METZLER, em realidade vantajosa para o país com uma baixa propensão para investir, transferir parte de sua renda para um país em que prevaleça uma alta propensão para investir” (15). O contrário ocorrerá se é no país exportador de capitais que a propensão marginal para investir excede a propensão para economizar. Cairá então o nível de renda em ambos os países. O efeito expansivo do influxo de renda no país recipiente é mais do que neutralizado pela redução *induzida* de suas exportações para o país de onde proveio o capital. A balança de comércio alterar-se-á num sentido desfavorável ao país recipiente em proporção maior que o montante da transferência.

Releva notar, a propósito, que as considerações precedentes são de alguma importância para o estudo do problema da propagação de ciclos econômicos. Como é sabido, tem-se aventado freqüentemente a hipótese de que, como resultado do movimento de capitais, ocorre um movimento cíclico inverso nos países credores e devedores respectivamente, implicando a exportação de

---

(15) Leia-se a crítica de METZLER ao livro citado de MACHLUP, no número de Fevereiro de 1945, da “Review of Economic Statistics”, págs. 39-41. As observações de METZLER referem-se a transferências de renda subseqüentemente a alterações na balança de comércio, originadas numa expansão de investimentos domésticos. A mesma análise pode aplicar-se entretanto, sem mudança de substância, ao caso das exportações de capital.

capital numa deflação para aquêles e numa inflação para êstes. Se nos limitarmos à análise dos efeitos primários da transferência, essa hipótese não é implausível; se passarmos entretanto à consideração dos efeitos totais, primários e secundários, não há razão alguma para se considerar mais provável a ocorrência de movimentos cíclicos inversos antes que de movimentos paralelos. Em realidade, esta última hipótese — movimentos cíclicos paralelos — é a de ocorrência mais provável quando as propensões marginais de consumir e importar do país recipiente de capital são elevadas; e esta condição tem sido historicamente realizada, porquanto o capital tende a fluir dos países maduramente desenvolvidos para os países novos, nos quais uma grande proporção de cada incremento de renda é empregada para consumo e importações, com efeito líquido expansivo sobre a renda mundial. Esse mecanismo de expansão cíclica paralela de países credores e devedores tem sua contrapartida numa solidariedade trágica nas épocas de depressão. A liquidação dos investimentos no exterior e a repatriação do capital, durante a fase de declínio nos países exportadores de capital, forçam a contração de renda nos países devedores, freqüentemente sem que essa maior liquidez obtida pelos países credores provoque uma expansão equivalente de crédito e de renda. Cria-se assim o paralelismo das depressões.

Concluindo as nossas considerações sobre o assunto, poderemos dizer que a principal ampliação conceitual da presente teoria da transferência é a substituição do mecanismo dos “price-effects”, da teoria clássica (com sua ênfase sobre o papel das relações de troca e da taxa de juros), pelo mecanismo dos “efeitos totais sobre a renda”, baseado em grande parte na análise de “Teoria Geral”. Coloca-se assim sob luz inteiramente nova o problema da avaliação dos lucros e perdas do investimento no exterior, cuja discussão constituiu uma das poucas e infelizmente rápidas excursões de KEYNES no campo da teoria dos valores internacionais.

\* \* \*

A exposição das páginas precedentes, sobre alguns aspectos da evolução da teoria da transferência de capitais, parecerá talvez exasperadoramente irrelevante em relação ao problema eminentemente prático dos investimentos estrangeiros na hora atual.



Abstrai a mesma de fatores empíricos óbvios que afetam a mensuração dos lucros e perdas da exportação de capital, tais como o "default" de dívidas, riscos políticos, etc., para falar em propensões marginais, mais ou menos abstratas, que para o investidor prático soam como jargão de outro planeta.

O que é talvez mais grave, não se distingue entre investimentos no exterior, que representam realmente exportações de capital num sentido econômico, e aqueles que são investimentos domésticos num sentido econômico, acidentalmente localizados, por conveniência do país credor, em uma área geográfica distante. Ressente-se assim a análise acima, como toda a discussão tradicional do problema da transferência, do pecado, recentemente denunciado pelo Professor SINGER, da "escravização dos economistas aos geógrafos".

Mas, em que pese à irrelevância ocasional da teoria como guia para decisões práticas, há que reconhecer que o economista não é culpado do velho dilema de SCILLA e CHARIBDES, que aflige todas as ciências sociais. A ciência econômica terá sempre que enfrentar a precária navegação entre o SCILLA da teorização abstrata, e o CHARIBDES do caso particular. A introdução de fatores empíricos modificativos, indiscutivelmente necessária para dar realismo à teoria da transferência, contém o perigo inerente de transformá-la numa coleção de casos particulares. Deixemos essa tarefa para melhores mãos. Quanto a nós, confinamo-nos, nas páginas que precedem, a tentar simplificar uma realidade teimosa, tal como o artesão que descarta a marcação das horas para tentar entender o mecanismo do relógio, mesmo com a certeza melancólica de que na montagem final sempre ficarão sobrando peças.

### SUMMARY

#### LORD KEYNES AND THE THEORY OF CAPITAL TRANSFER

*Since the publication of the "General Theory" and the spectacular break of KEYNES with the classical tradition, many aspects of his earlier work were pushed to the background. Among those neglected points, KEYNES' brief excursion into the theory of capital transfers deserves special attention. His discussion*

of the problem of the net national gain from foreign investment, contained in chapter 21 of the "A Treatise on Money", is of great value for the understanding of recent developments in the theory of capital transfer, traceable to a large extent to the application of the income-approach to the analysis of foreign trade and capital movements.

Prior to his discussion of the issue of the net national benefit derived from capital exports, KEYNES establishes the distinction, later generally accepted, between the "foreign balance" and "foreign lending". The first corresponds to the net active or passive balance on income account and the second to the excess of capital exports over capital imports. The difference between the two is reflected in gold movements. The position of the foreign balance is determined by relative price-levels at home and abroad, while foreign lending depends on relative interest rates in the home and foreign markets.

KEYNES' interpretation of the historical experience of Great Britain as a capital exporter and his entire discussion of the net national gain from foreign investment are couched in generally pessimistic terms.

His argument can be thus summarized. Historically, the volume of foreign investment tends to adjust itself to the balance of Trade. Now, if profitability prospects abroad elicit foreign lending in excess of what is justified by the trade balance, exports of gold will take place and, unless production costs fall sufficiently to yield a compensatory export surplus, the domestic rate of interest will rise, discouraging domestic investment and employment, particularly if home investment is interest-elastic. On the other hand, the adjustment needed in the trade balance may involve a serious deterioration of the terms of trade, particularly if the foreign demand for exports of the investor country is inelastic. The difficulties of the transition may thus be very serious for the investor country. These potentially unfavourable foreign repercussions must be weighted against the long run favourable factors such as the stimulation of exports to the borrowing country, interest receipts, and the final redressment of the terms of trade when the loan is repaid.

While the question of net gain or loss over a long period cannot be settled "a priori", the solution depending on the inter-

action of the above-mentioned factors, there is, according to KEYNES, a strong presumption that in the transition period immediate difficulties are created for the exporting country which are not entirely offset by the possibility of a future net gain.

It is worth noting that while KEYNES' pessimistic view of the effect of capital transfers is not in accord with the classical tradition, his reasoning rests solidly on two strictly classical assumptions, namely (1) that the terms of trade move against the lending country, and (2) that the export of capital tends to raise the domestic rate of interest and lower that of the borrowing country. Neither of those postulates command unqualified acceptance in the modern theory of transfer. Even apart from these assumptions, however, KEYNES analysis is still defective since in his list of favorable factors he overlooks the fact that the capital invested abroad not only derives a higher yield but also increases the marginal productivity of the capital left at home. Little attention is also given to the cheapening of imports of raw materials and foodstuffs for the investor country, rendered possible by foreign investment, a fact stressed in the recent literature on the distribution of the benefits of foreign investment as between capital-exporting and underdeveloped countries.

The attention of the reader is drawn to a parallel between the Marxian and the earlier Keynesian approach to the problem of capital transfer. The Marxists stress the favourable effect of foreign lending in opening outlets for exports and in counteracting domestic overproduction and the decline of the rate of profit; they overlook however the possibility of an unfavourable impact on home investment. KEYNES, starting from an exactly opposite viewpoint, stresses the depressing effects of the rise in interest rates, subsequent to the capital transfer, on home investment, neglecting the favourable effect that might result via the stimulation of the export trades. Both approaches are thus unilateral and can be regarded as special cases of a more general theory of transfer.

Resting as it does on the twin above-mentioned assumptions concerning the course of the terms of trade and interest rates, subsequently to the capital transfer, the earlier Keynesian version of the theory of transfer is badly in need of a substantial revision. It is now held, due in large part to OHLIN'S contribution (with

*which KEYNES was familiar but which he never quite accepted) that the course of terms of trade subsequent to an export of capital is not uniquely determined and that the course of interest rates depends on various factors such as the shape of the liquidity preference schedules in the lending and borrowing countries, the liquidity of the banking system, the cyclical phase during which the export of capital takes place, etc.*

*It is surprising, and at the same time to be regretted, that in the "General Theory" KEYNES did not come back to the matter in any detail. The cursory observations in the chapter "Notes on Mercantilism", in which KEYNES accuses foreign investment of having impeded the fall of the domestic rate of interest in Great Britain to a level compatible with full employment, are but a rehashing of old views. KEYNES stresses unduly the interest side of the investment function, when a much more promising line of approach is suggested in the "General Theory", through the analysis of the marginal efficiency of capital and of the marginal propensities to invest and consume of lending and borrowing countries.*

*In the more recent discussion of the transfer problem by MACHLUP, METZLER and others, a more balanced attention is given to both sides of the investment function. As to the interest rate side, it is now recognized that the direction and intensity of its change in the borrowing and lending countries, and its influence on investment seem much less simple than when postulated in the traditional treatment. Instead of a single determinate solution (investment in the borrowing and dis-investment in the lending country), we have an ampler range of possible outcomes from a capital transfer, depending on (a) relative liquidity preference schedules in the capital exporting and capital-importing countries, (b) organization and operational conditions of the banking system, and (c) phase of the cycle during which the transfer is made.*

*On the "marginal efficiency of capital" side of the investment function, account must be taken of dynamic variables such as the marginal propensities to save and to spend in the borrowing and lending countries, which determine (a) the deflationary or inflationary character of the transfer, (b) the amount of adjustment needed in the balance of trade and services to effect*

the real transfer and (c) the cyclical reactions provoked by the transaction.

It is to be stressed that KEYNES' earlier attempt to assess "in abstracto" the net benefit from foreign investment, independently from consideration of the business cycle, is an idle one, since the impact of a capital flow upon home investment and employment and upon the liquidity of the banking is quite different, according to the phase of the cycle prevailing in both the capital exporting and the capital importing country at the time of the transfer.

The attention of the reader is also called to a major difference between the recent development of the transfer theory and the traditional formulation, adopted by KEYNES in the "A Treatise on Money". The latter was chiefly concerned with the direct effects of the transfer on price levels, exchange and interest rates, and purchasing power, which were supposed to move in opposite directions in the lending and borrowing countries. The modern theory on the other hand, visualizes the indirect and total income-effects, encompassing the changes induced by secondary and tertiary disbursements, which may reverse the original impact of the capital transfer. It becomes clear that the net gain or loss from foreign investment is dependent not only on the amount of the original transfer but on the marginal propensities to save and to spend in the lending and borrowing countries. Thus, a transfer from a country with a high marginal propensity to save and a low marginal propensity to invest, to another in which the marginal propensity to invest exceeds the marginal propensity to save exerts a not inflationary or expansional effect on both of them, with the following results: (a) equilibrium will be reestablished at a higher income level, (b) the balance of trade may move in favor of the lending country by more than the amount required to effect the real transfer. The reverse, of course will take place if the paying country is the one in which the marginal propensity to invest exceeds the marginal propensity to save. The problem focused in the "A Treatise on Money" is thus put under a new light by the literature born under the influence of the analytical structure of the "General Theory". KEYNES' own brief excursion in the field of the transfer theory was more useful to raise problems than to solve them.

*The author stresses finally that all the discussions of the theory of capital transfer neglect a number of empirical factors that undoubtedly affect the foreign investment question. This simplification by abstraction seems however to be unavoidable, since otherwise the theory would break down into a congerie of special cases. Economic science will always have to face an uneasy navigation between the SCYLLA of abstract simplification and the CHARIBDES of individual cases.*

### RESUMÉ

#### LORD KEYNES ET LA THÉORIE DES TRANSFERTS DE CAPITAUX

*Depuis la publication de la "General Theory" et la spectaculaire rupture de KEYNES avec la tradition classique, bien des aspects de ses travaux antérieurs ont été rejetés à l'arrière-plan. Parmi ces aspects négligés, la brève étude faite par KEYNES de la théorie des transferts de capitaux mérite une attention particulière. Son exposé du problème des gains nationaux nets tirés de l'investissement étranger, contenu dans le Chapitre XXI de "A Treatise on Money" facilite grandement la compréhension des développements récents de la théorie des transferts de capitaux. Ceux-ci sont dûs dans une large mesure à l'utilisation de la notion de revenu pour l'analyse du commerce extérieur et des mouvements de capitaux.*

*Avant son étude du bénéfice national net tiré des exportations de capitaux, KEYNES établit la distinction généralement acceptée par la suite, entre "foreign balance" et "foreign lending". Le premier terme correspond au solde net actif ou passif des revenus et le deuxième à l'excès des entrées de capitaux sur les sorties. La différence entre les deux se traduit dans les mouvements de l'or. La situation de la "foreign balance" est déterminée par les niveaux relatifs des prix à l'intérieur et à l'extérieur, tandis que le "foreign lending" dépend des taux d'intérêt relatifs sur les marchés internes et les marchés étrangers.*

*Le jugement porté par KEYNES sur le passé de la Grande-Bretagne en tant qu'exportatrice de capitaux et toute sa discussion du gain national net provenant de l'investissement à l'étranger, sont empreints de pessimisme.*

*Son argumentation peut être ainsi résumée. Historiquement, le volume de l'investissement à l'étranger tend à s'ajuster à la balance du commerce. Mais, si des perspectives favorables à l'étranger accroissent le "foreign lending" plus que ne l'autorise la balance du commerce, il y aura des exportations d'or et, à moins que les coûts de production ne baissent suffisamment pour dégager un surplus d'exportation compensateur, le taux d'intérêt interne s'élèvera provoquant ainsi la diminution de l'investissement et de l'emploi à l'intérieur. Cette réaction sera d'autant plus importante que l'investissement interne est plus sensible aux variations du taux d'intérêt. D'autre part, l'ajustement ainsi provoqué dans la balance du commerce peut entraîner une sérieuse aggravation des termes de l'échange, spécialement si la demande étrangère concernant les exportations du pays prêteur est inélastique. Les difficultés dues à la transition peuvent être très sensibles. Mais ces conséquences défavorables peuvent être compensées dans la longue période par des éléments favorables tels que l'accroissement des exportations en provenance des pays emprunteurs, les recettes d'intérêt et le redressement final des termes de l'échange quand le prêt est remboursé.*

*Rien qu'on ne puisse décider à priori s'il y a, dans la longue période, gain net ou perte nette, ce qui dépend de la combinaison des facteurs indiqués plus haut, il y a, selon KEYNES, une forte présomption pour que, dans la période de transition, le país prêteur connaisse des difficultés immédiates qui ne soient pas entièrement compensées par la possibilité d'un gain net futur.*

*Notons que si les vues pessimistes de KEYNES sur les effets des transferts de capitaux ne concordent pas avec la tradition classique, son raisonnement reste solidement appuyé sur deux idées strictement classiques, à savoir (1) que les termes de l'échange se modifient dans un sens défavorable au pays prêteur et (2) que l'exportation de capital tend à faire hausser le taux d'intérêt à l'intérieur et à le faire baisser dans le pays emprunteur. Ces postulats ne sont pas acceptés sans réserves par la théorie moderne des transferts. Ceci mis à part, l'analyse de KEYNES est encore déficiente à un autre point de vue car, parmi les facteurs favorables au pays prêteur, il omet ce fait que le capital investi à l'extérieur non seulement donne un rendement plus élevé mais aussi élève la productivité marginale du capital*

resté à l'intérieur des frontières. De plus, il accorde peu d'attention à l'abaissement du prix des matières premières et des produits alimentaires importés par le pays prêteur. Ce phénomène, rendu possible par l'investissement à l'étranger, est mis en relief par la récente littérature qui traite du partage des bénéfices de l'investissement entre les pays exportateurs de capitaux et les pays en voie de développement.

L'auteur fait un parallèle entre l'attitude marxiste et celle que KEYNES prit d'abord en ce qui concerne le problème des transferts de capitaux. Les marxistes croient à l'effet favorable des prêteurs à l'étranger, parce qu'ils ouvrent des débouchés pour les exportations et combattent à la fois la surproduction interne et la baisse du taux des profits; ils négligent cependant la possibilité d'un résultat défavorable sur l'investissement intérieur. KEYNES, partant d'un point de vue complètement opposé, insiste sur les effets défavorables sur l'investissement interne d'une hausse des taux d'intérêt par suite des transferts de capitaux et néglige l'effet favorable qui peut résulter de l'encouragement aux exportations. Chacun de ces points de vue est unilatéral et peut être considéré comme un cas particulier d'une théorie plus générale des transferts.

La première version keynesienne, parce qu'elle s'appuie sur les deux principes indiqués plus haut et concernant les variations des termes de l'échange et des taux d'intérêts par suite des transferts de capitaux, a bien besoin d'une sérieuse révision. Celle-ci est maintenant rendue possible, en grande partie grâce à la contribution d'OHLIN (que KEYNES connaissait sans l'avoir jamais complètement acceptée), selon laquelle le mouvement des termes de l'échange, par suite d'une exportation de capitaux, n'est pas déterminé tout seul et que le mouvement des taux d'intérêt dépend de divers facteurs tel que la forme des courbes de préférence pour la liquidité dans le pays prêteur et le pays emprunteur, la liquidité du système bancaire, la phase cyclique durant laquelle l'exportation de capitaux s'effectue, etc.

Il est étonnant, et en même temps regrettable que, dans la "General Theory", KEYNES ne soit pas revenu sur la question avec quelques détails. Les brèves observations du chapitre "Notes sur le Mercantilisme", dans lequel KEYNES rend l'investissement étranger responsable d'avoir empêché le taux d'intérêt in-



terne de tomber en Grande-Bretagne, au niveau compatible avec le plein-emploi, ne sont que la répétition de vues anciennes. KEYNES insiste trop sur l'aspect intérêt de la fonction d'investissement, alors que la "General Theory" suggère une voie d'approche bien meilleure par l'analyse de l'efficacité marginale du capital et de la propension marginale à investir et à consommer des nations prêteuses et emprunteuses.

Dans les discussions les plus récentes du problème des transferts par MACHLUP, METZLER et autres, l'attention est attirée en même temps sur les deux aspects de la fonction d'investissement. En ce qui concerne le taux de l'intérêt, il est maintenant admis que la direction et l'intensité de ses variations dans les pays prêteurs et emprunteurs et leur influence sur les investissements sont beaucoup moins simples que l'admettait la théorie classique. Au lieu d'une simple alternative (investissement dans le pays emprunteur et désinvestissement dans le pays prêteur), nous avons un plus grand nombre de résultats possibles à la suite d'un transfert de capitaux, en fonction (a) des courbes de préférence pour la liquidité dans les pays exportateurs et les pays importateurs de capitaux, (b) de l'organisation et de la situation du système bancaire et (c) de la phase du cycle pendant laquelle le transfert est effectué.

En ce qui concerne l'efficacité marginale du capital, autre aspect de la fonction d'investissement, on doit tenir compte de variables dynamiques telles que les propensions marginales à épargner et à dépenser dans les pays prêteurs et emprunteurs. Elles déterminent: (a) le caractère déflationniste ou inflationniste du transfert, (b) l'importance de l'ajustement nécessaire dans la balance du commerce et des services pour effectuer le transfert réel et (c) les réactions cycliques provoquées par la transition.

Il faut noter que la première tentative de KEYNES pour établir "in abstracto" le bénéfice net de l'investissement à l'étranger, sans tenir compte du cycle économique, n'est pas satisfaisante, parce que l'influence exercée par un courant de capitaux sur l'investissement interne, l'emploi et la liquidité des banques est très différente selon la phase du cycle qui existe au moment du transfert à la fois dans le pays exportateur et le pays importateur.

L'attention du lecteur est attirée sur l'importante différence qui existe entre le dernier état de la théorie des transferts et la

position traditionnelle adoptée par KEYNES dans "A Treatise on Money". Cette dernière s'occupait surtout des effets directs du transfert sur les niveaux de prix, les taux d'intérêt et d'échange et le pouvoir d'achat. On admettait qu'ils variaient en sens opposé dans le pays prêteur et le pays emprunteur. La théorie moderne, par contre, envisage les effets indirects et totaux sur le revenu, y compris les changements provoqués par les paiements secondaires et tertiaires qui peuvent renverser le sens initial du transfert de capitaux. Alors il devient clair que le gain net ou la perte nette provenant de l'investissement à l'étranger ne dépend pas seulement du montant du premier transfert, mais de propensions marginales à épargner et à dépenser dans les pays prêteurs et emprunteurs. Ainsi, le transfert d'un pays ayant une propension élevée à épargner et une faible propension marginale à investir vers un autre pays dans lequel la propension marginale à investir excède la propension marginale à épargner exerce un effet net inflationniste ou déflationniste dans chacun des deux pays avec les résultats suivants: (a) l'équilibre se rétablit à un niveau de revenu plus élevé, (b) la balance du commerce peut se modifier favorablement dans le pays prêteur dans une mesure supérieure à ce qui est requis pour effectuer le transfert réel. C'est l'inverse, naturellement, si le pays qui paie est celui dans lequel la propension marginale à investir excède la propension marginale à épargner. Le problème étudié dans "A Treatise on Money" est ainsi placé dans un nouvel éclairage par la littérature issue de l'appareil d'analyse de "General Theory". La brève incursion de son auteur dans le champ de la théorie des transferts était plus utile à poser les problèmes qu'à les résoudre.

L'auteur indique enfin que toute la théorie des transferts de capitaux néglige des facteurs empiriques qui affectent certainement la question des transferts à l'étranger. Cette simplification, par l'abstraction, semble cependant inévitable car autrement la théorie s'effriterait en une multitude de cas particuliers. La science économique devra toujours affronter une navigation difficile entre le SCYLLA de l'abstraction et le CHARIBDES des cas particuliers.