



CLÁSSICOS DA ECONOMIA

Teoria geral do emprego, do juro e da moeda

**JOHN
MAYNARD
KEYNES**



**Editora
Saraiva**

www.saraivauni.com.br

JOHN MAYNARD KEYNES

TEORIA GERAL DO EMPREGO,
DO JURO E DA MOEDA

Tradução

Manuel Resende

Revisão Técnica

Alda Couto

 **Editora
Saraiva**
www.saraivauni.com.br

PARTE VI

BREVES NOTAS SUGERIDAS PELA TEORIA GERAL

NOTAS SOBRE O CICLO ECONÔMICO

[I](#)
[II](#)
[III](#)
[IV](#)
[V](#)
[VI](#)
[VII](#)

Visto que reivindicamos ter mostrado nos capítulos precedentes o que determina o volume de emprego em qualquer momento, deduz-se, se estivermos certos, que a nossa teoria deve ser capaz de explicar os fenômenos do ciclo econômico.

Se examinarmos em pormenor um caso real de ciclo econômico, constatamos que é altamente complexo e que serão necessários todos os elementos da nossa análise para explicá-lo cabalmente. Verifica-se, em especial, que as flutuações da propensão ao consumo, do estado da preferência pela liquidez e da eficiência marginal do capital desempenham todas um papel no ciclo. Mas aventaria que o caráter essencial do ciclo econômico e, sobretudo, a regularidade da sequência temporal e da duração que justifica a denominação de *ciclo* se devem sobretudo ao modo como flutua a eficiência marginal do capital. Penso que a melhor maneira de perspectivar o ciclo econômico será considerar que é provocado por uma variação cíclica da eficiência marginal do capital, embora seja

complicado e frequentemente agravado por alterações paralelas que afetam outras variáveis importantes do sistema econômico no curto prazo. Para desenvolver esta tese seria preciso todo um livro e não um só capítulo, e teríamos de analisar minuciosamente todos os fatos, mas as breves notas que se seguem bastarão para indicar a linha de investigação sugerida pela teoria por nós anteriormente exposta.

I

Por movimento *cíclico* entendemos que, quando o sistema evolui, por exemplo, em direcção ascendente, as forças que o impelem para cima começam por ganhar força, exercendo um efeito cumulativo umas nas outras, mas depois vão gradualmente perdendo o vigor até que, em certo momento, tendem a ser substituídas pelas forças que operam no sentido oposto, as quais, por sua vez, também vão ganhando força durante algum tempo, reforçando-se mutuamente, até que, alcançado o máximo desenvolvimento, se vão desvanecendo e cedendo o lugar às forças contrárias. Todavia, por movimento *cíclico* não entendemos simplesmente que essas tendências ascendentes e descendentes, uma vez iniciadas, não persistem indefinidamente na mesma direcção, mas que acabam por se inverter. Queremos também dizer com isso que é possível reconhecer alguma regularidade na sequência temporal e na duração dos movimentos ascendentes e descendentes.

Contudo, para ser adequada, a nossa explicação deve incluir outra característica do chamado ciclo económico; trata-se, nomeadamente, do fenómeno da *crise* — o fato de a substituição de uma fase ascendente por outra descendente ocorrer geralmente de modo repentino e violento, ao passo que, regra geral, na transição de uma fase descendente para uma ascendente não há um ponto de viragem tão repentino.

É claro que *toda e qualquer* flutuação do investimento não contrabalançada por uma variação correspondente da

propensão ao consumo provoca uma flutuação no emprego. Por conseguinte, como o fluxo de investimento está sujeito a influências bastante complexas, é muito improvável que todas as flutuações, quer as do próprio investimento, quer as da eficiência marginal do capital, sejam de caráter cíclico. Um caso especial, particularmente o que tem a ver com as flutuações dos movimentos da produção agrícola, será objeto de análise separada numa seção posterior deste capítulo. Diria, no entanto, que, no caso dos ciclos econômicos típicos da economia industrial do século XIX, há certas razões precisas para que as flutuações da eficiência marginal do capital apresentem características cíclicas. Essas razões não são de maneira nenhuma desconhecidas, quer em si mesmas, quer como explicações dos ciclos econômicos. O meu único propósito aqui é relacioná-las com a teoria que há pouco expus.

II

A melhor maneira de introduzir o que tenho a dizer será começar pelas últimas etapas da expansão e pelo desencadear da “crise”.

Vimos anteriormente que a eficiência marginal do capital¹³⁹ depende não só da abundância ou da escassez atuais dos bens de capital e do custo corrente da produção dos bens de capital, mas também das expectativas correntes quanto ao rendimento futuro dos bens de capital. Consequentemente, no caso dos bens duradouros, é natural e razoável que as expectativas do futuro desempenhem um papel preponderante na determinação da escala em que se julgam recomendáveis novos investimentos. Mas, como vimos, os fundamentos dessas expectativas são muito precários. Como se baseiam em indícios variáveis e incertos, estão sujeitos a variações repentinas e violentas.

Ora, para explicar a “crise”, é costume pôr a tônica na tendência para a alta da taxa de juro sob o efeito da maior

demanda de moeda, tanto para fins de transações como para fins especulativos. Sem dúvida, por vezes esse fator tem o efeito de agravar ou até de desencadear uma crise. Mas diria que uma explicação mais normal da crise, e muitas vezes a sua explicação predominante, não é primordialmente uma alta da taxa de juro, mas um repentino colapso da eficiência marginal do capital.

As últimas etapas da expansão são caracterizadas pelas expectativas otimistas quanto ao rendimento futuro dos bens de capital, as quais são suficientemente fortes para compensar a abundância crescente desses bens e a alta dos seus custos de produção, bem como também, eventualmente, a alta da taxa de juro. É da natureza dos mercados financeiros — organizados sob a influência de compradores que, na sua maioria ignoram o que compram, e de especuladores mais interessados nas previsões da próxima mudança de opinião do mercado do que numa estimativa razoável do rendimento futuro dos bens de capital — que, quando a desilusão despenca sobre um mercado excessivamente otimista e sobreavaliado, as cotações caem abruptamente com uma força súbita e mesmo catastrófica¹⁴⁰.

Além disso, a consternação e a incerteza quanto ao futuro que acompanham um colapso da eficiência marginal do capital suscitam, naturalmente, um forte aumento da preferência pela liquidez — e, conseqüentemente, uma elevação da taxa de juro. Assim, o fato de a queda da eficiência marginal do capital ser frequentemente acompanhada por uma elevação da taxa de juro pode agravar seriamente o declínio do investimento. Mas a essência desse estado de coisas reside, não obstante, no colapso da eficiência marginal do capital, especialmente no caso das categorias de capital que, durante a fase anterior, mais contribuíram para os novos investimentos. A preferência pela liquidez, exceto nas suas manifestações associadas com a intensificação das transações e da especulação, só começa a aumentar *após* o colapso da eficiência marginal do capital.

É isso que, de fato, torna a depressão tão intratável. Mais tarde, um declínio da taxa de juro será um poderoso fator de

recuperação e, provavelmente, uma condição necessária da mesma, mas, de momento, o colapso da eficiência marginal do capital pode ser tão absoluto que nenhuma eventual redução da taxa de juro baste para contrabalançá-lo. Se a redução da taxa de juro constituísse por si mesma um remédio efetivo, poderia conseguir-se a recuperação num lapso de tempo relativamente curto e por meios que estariam mais ou menos diretamente sob a alçada da autoridade monetária. Mas isso não costuma acontecer, não sendo fácil reanimar a eficiência marginal do capital, determinada como é pela psicologia incontrolada e desobediente do mundo dos negócios. É a restauração da confiança, para usar a linguagem comum, que é difícil de controlar numa economia de capitalismo individualista. É este o aspecto da depressão que os banqueiros e os homens de negócios corretamente insistem em sublinhar e o que é subestimado pelos economistas que depositaram toda a fé na eficácia de um remédio “puramente monetário”.

Isso leva-nos ao ponto crucial do meu argumento. A explicação do *elemento temporal* do ciclo económico, e de que em geral é necessário um determinado lapso de tempo antes de se iniciar a recuperação, deve ser buscada nas influências que regem a recuperação da eficiência marginal do capital. Há razões, ditadas, em primeiro lugar, pela extensão da vida útil dos bens duradouros em relação à taxa de crescimento normal de certa época e, em segundo lugar, pelas despesas correntes de conservação dos estoques excedentes, que explicam por que é que a duração do movimento descendente terá necessariamente um valor que não é fortuito, que não flutua entre, por exemplo, um ano agora e dez anos da próxima vez, mas antes evidencia uma certa regularidade situada entre, digamos, três e cinco anos.

Voltemos ao que acontece na crise. Enquanto a expansão se mantinha, a maioria dos novos investimentos propiciava um rendimento corrente não insatisfatório. A desilusão chega porque, de repente, surgem dúvidas quanto à confiança que se pode ter no rendimento prospectivo, talvez porque o rendimento atual dê sinais de baixar à medida que os estoques

de bens duradouros recentemente produzidos aumentam regularmente. Havendo uma opinião de que os atuais custos de produção são mais elevados do que poderão vir a ser futuramente, esta será mais uma razão para a queda da eficiência marginal do capital. Uma vez surgida, a dúvida rapidamente se propaga. Assim, no início da depressão, uma boa parte do capital apresenta provavelmente uma eficiência marginal ínfima ou até negativa. Mas o intervalo de tempo que terá de decorrer até que a escassez do capital resultante do uso, da deterioração e da obsolescência se torne bastante óbvia para aumentar a eficiência marginal pode ser uma função relativamente estável da duração média do capital numa dada época. Se as características da época mudarem, o intervalo de tempo típico variará. Se, por exemplo, passarmos de um período de aumento a um período de declínio da população, a fase característica do ciclo será prolongada. Mas, no que foi dito antes, temos uma razão substancial que nos explica por que existe uma relação precisa que relaciona a duração da depressão com a extensão da vida útil dos bens duradouros e com a taxa normal de crescimento numa dada época.

O segundo dos fatores temporais estáveis deve-se aos custos de manutenção dos estoques excedentes, que forçam a sua absorção dentro de certo período, nem muito curto, nem muito longo. A repentina suspensão dos novos investimentos depois da crise levará, provavelmente, a uma acumulação de estoques excedentes de produtos não acabados. O custo de conservação desses estoques raramente é inferior a 10% ao ano. A baixa dos seus preços deverá pois ser suficientemente grande para arrastar consigo uma redução da produção que assegure a reabsorção dos estoques excedentes no prazo de, digamos, três a cinco anos. Ora, o processo de absorção dos estoques representa um investimento negativo, o que é também um fator dissuasor do emprego, e que, ao chegar ao seu termo, dá origem a um manifesto alívio.

Ademais, a redução do capital circulante que acompanha necessariamente o declínio da produção é um novo fator de desinvestimento, que, por vezes, pode ser bastante forte. Uma

vez começada a recessão, essa redução exerce uma forte influência cumulativa no sentido da baixa. Nos primeiros momentos de uma depressão típica verifica-se provavelmente um investimento no aumento dos estoques, que ajuda a compensar o desinvestimento no capital circulante. Na fase seguinte pode haver um curto período de desinvestimento, tanto em estoques como em capital circulante. Depois de se alcançar o ponto mais baixo da depressão, aparece, em geral, um desinvestimento suplementar nos estoques que contrabalança parcialmente os reinvestimentos no capital circulante. Finalmente, quando a recuperação estiver bem instalada, ambos os fatores serão simultaneamente favoráveis ao investimento. É com este pano de fundo que convém examinar os efeitos adicionais devidos às flutuações do investimento em bens duradouros. Quando um declínio dessa espécie de investimentos desencadeia uma flutuação cíclica, haverá pouco incentivo para uma recuperação enquanto o ciclo não tiver percorrido uma parte de seu caminho¹⁴¹.

Infelizmente, uma queda acentuada da eficiência marginal do capital tende, também, a afetar negativamente a propensão ao consumo. Com efeito, provoca também uma baixa considerável no valor de mercado das ações da bolsa. Ora, essa baixa exerce uma influência muito depressiva sobre a classe que acompanha ativamente os seus investimentos na bolsa de valores, especialmente entre os que recorrem a empréstimos para o efeito. Para essas pessoas, as altas e baixas do valor dos seus investimentos talvez tenham mais influência na sua disponibilidade para o consumo do que o estado dos seus rendimentos. Com um público de “mentalidade acionista” como o dos Estados Unidos de hoje, um mercado de títulos em alta pode ser condição quase essencial para uma propensão ao consumo satisfatória. Essa circunstância, geralmente negligenciada até há pouco, serve obviamente para agravar ainda mais o efeito depressivo de uma queda da eficiência marginal do capital.

Uma vez iniciada a recuperação, a maneira como ela se alimenta a si mesma cumulativamente é óbvia. Mas, na fase

descendente, enquanto há excedentes de capital fixo e de estoques de matérias-primas e o capital circulante diminui, a curva da eficiência marginal do capital pode baixar tanto que dificilmente é possível corrigi-la por qualquer redução exequível da taxa de juro a fim de assegurar um fluxo satisfatório de novos investimentos. Assim sendo, com os mercados organizados e influenciados do modo que atualmente se observa, a estimativa que o mercado faz da eficiência marginal do capital pode sofrer flutuações de tão grande amplitude que dificilmente podem ser compensadas por flutuações correspondentes da taxa de juro. Além disso, como já vimos, as flutuações da Bolsa de Valores podem reduzir a propensão ao consumo justamente quando ela é mais necessária. Portanto, em condições de *laissez-faire*, talvez seja impossível evitar grandes flutuações do emprego sem uma profunda mudança na psicologia do mercado de investimentos, mudança essa que não há razão para esperar que ocorra. Disso concluo que não se pode, com segurança, deixar nas mãos privadas a tarefa de regular o volume corrente do investimento.

III

A análise precedente pode parecer que está em sintonia com a maneira de ver dos que acreditam que o sobreinvestimento é a característica da expansão, que a abstenção desse sobreinvestimento é o único meio de impedir a subsequente depressão e que, embora pelos motivos expostos, a depressão não possa ser evitada por uma baixa taxa de juro, a expansão pode, não obstante, ser evitada por uma taxa de juro elevada. Na verdade, o argumento de que uma taxa de juro elevada é muito mais eficaz contra o auge da expansão do que uma taxa de juro baixa é contra uma depressão, tem alguma força.

No entanto, inferir essas conclusões seria interpretar erradamente a minha análise e, segundo o que penso,

implicaria um grave erro. Na verdade, o termo sobreinvestimento é ambíguo. Pode aplicar-se aos investimentos que estão condenados a desapontar as expectativas que os suscitarão ou para os quais não há lugar em períodos de intenso desemprego, mas pode também aplicar-se a uma situação caracterizada por tal abundância de capital que não haja investimento novo aparentemente capaz de, mesmo em condições de pleno emprego, render no curso da sua duração mais do que o seu custo de reposição. Só este último estado de coisas é um estado de sobreinvestimento, estritamente falando, no sentido de que qualquer novo investimento seria um puro desperdício de recursos¹⁴². Ademais, mesmo que o sobreinvestimento nesse sentido fosse uma característica normal do *boom*, o remédio não consistiria em atirar-lhe com uma elevada taxa de juro, que provavelmente desanimaria alguns investimentos úteis e enfraqueceria ainda mais a propensão ao consumo, mas em tomar medidas enérgicas, redistribuindo os rendimentos, por exemplo, a fim de estimular a propensão ao consumo.

No entanto, de acordo com a minha análise, só no primeiro sentido se pode dizer que o sobreinvestimento é característico do *boom*. A situação a que me refiro como típica não é aquela em que o capital é tão abundante que a comunidade como um todo não possa dar um uso razoável a qualquer quantidade suplementar, mas aquela em que o investimento se efetua em condições instáveis e efêmeras por ser suscitado por expectativas condenadas a sair defraudadas.

Claro, pode acontecer — e na realidade é provável que aconteça — que as ilusões da expansão levem a produzir certos tipos de bens de capital em tamanha abundância que parte da produção é um desperdício de recursos à luz de todo e qualquer critério — o que por vezes se verifica, podemos acrescentar, mesmo quando não há expansão. Isto é, levam a um investimento *mal orientando*. Mas o *boom* tem como característica essencial o fato de os investimentos que, em condições de pleno emprego, terão um rendimento efetivo de, digamos, 2% serem efetuados na esperança de, digamos, 6% e

serem valorizados com base nisso. Quando chega a desilusão, esta expectativa é substituída por um “erro de pessimismo” inverso, com o resultado de que se passa a esperar um rendimento negativo dos investimentos que em situação de pleno emprego renderiam efetivamente 2%. O colapso do novo investimento que daí resulta leva a um estado de desemprego no qual os investimentos que em situação de pleno emprego teriam rendido 2% passam, de fato, a render menos do que nada. Chega-se a uma situação em que há escassez de habitações, mas em que ninguém dispõe de meios para viver nas casas existentes.

Assim, o remédio para o *boom* não é a alta, mas a baixa da taxa de juro!¹⁴³ Com efeito, esta última medida pode fazer perdurar o chamado *boom*. O verdadeiro remédio para o ciclo econômico não consiste em evitar os *booms*, mantendo-nos assim permanentemente numa semidepressão, mas em abolir as depressões, mantendo-nos assim permanentemente num *quase-boom*.

O *boom* que está condenado a terminar numa crise é provocado, portanto, pela combinação de uma taxa de juro que, num estado correto da expectativa, seria demasiado elevada para permitir o pleno emprego, com um estado enganoso da expectativa que, enquanto dura, impede essa taxa de juro de funcionar, de fato, como um fator de dissuasão. O *boom* é uma situação em que o excesso de otimismo triunfa sobre uma taxa de juro que, julgada a sangue-frio, seria considerada elevada demais.

Salvo durante a guerra, duvido que haja algum exemplo recente de uma expansão tão forte que tenha levado ao pleno emprego. Nos Estados Unidos, o emprego era muito satisfatório em 1928-29, pelos padrões normais, mas não vi indícios de nenhuma escassez de mão de obra, a não ser, talvez, em alguns poucos grupos de trabalhadores altamente especializados. Surgiram alguns “estrangulamentos”, mas a produção como um todo ainda poderia expandir-se mais.

Também não houve sobreinvestimento no sentido de a

qualidade e a quantidade das habitações serem tão elevadas que toda a gente, supondo o pleno emprego, tivesse tudo o que desejava a uma taxa que não fosse superior à que cobrisse exatamente o custo de reposição, sem contar com juros, pelo tempo de duração da casa, e que os transportes, os serviços públicos e os beneficiamentos agrícolas tivessem alcançado um nível em que uma nova adição ao estoque existente não pudesse razoavelmente esperar produzir rendimentos sequer iguais ao seu custo de reposição. Pelo contrário, seria absurdo esperar que, em 1929, houvesse nos Estados Unidos sobreinvestimento, no sentido estrito da palavra. O verdadeiro estado de coisas era de caráter diferente. Na realidade, durante os cinco anos precedentes, os novos investimentos, no cômputo geral, tinham sido efetuados em tão grande escala, que o rendimento prospectivo de novos investimentos, analisado com frieza, caía rapidamente.

Uma previsão correta teria feito descer a eficiência marginal do capital em um nível sem precedentes de modo que o *boom* não poderia ter continuado em bases sólidas, exceto com uma taxa de juro de longo prazo muito baixa e evitando investimentos mal dirigidos em determinados setores que corriam o risco de sobre-exploração. De fato, a taxa de juro manteve-se suficientemente elevada para desanimar os novos investimentos, exceto nos setores particulares que estavam sob a influência da excitação especulativa e que, conseqüentemente, corriam especial perigo de serem sobre-explorados. Uma taxa de juro suficiente para resistir ao movimento especulativo teria, simultaneamente, detido quaisquer novos investimentos razoáveis. Assim, a elevação da taxa de juro como antídoto para a situação criada pela persistência de um fluxo anormal de investimentos pertence à categoria dos remédios que curam a doença matando o paciente.

Efetivamente, é muito possível que — em países tão ricos como a Grã-Bretanha ou os Estados Unidos, mantendo-se a propensão ao consumo existente — a persistência de uma situação de quase pleno emprego durante vários anos seja

acompanhada por um fluxo de novos investimentos tão intenso que acabe por levar a um estado de pleno emprego no sentido de, por um cálculo razoável, já não se poder esperar de um novo incremento de bens duradouros de qualquer tipo um rendimento agregado bruto superior ao seu custo de reposição. E mais: tal estado poderia ser alcançado num futuro relativamente próximo — digamos, no prazo de 25 anos ou menos. Não se pense que nego esta possibilidade quando afirmo jamais ter existido, sequer momentaneamente, uma situação de pleno investimento, no sentido estrito da palavra.

Além disso, mesmo que suponhamos que os *booms* contemporâneos possam levar temporariamente a uma situação de pleno investimento ou sobreinvestimento no sentido estrito, continuaria a ser absurdo considerar uma taxa de juro mais elevada como o remédio adequado. Nesse caso ficaria plenamente confirmada a tese dos que atribuem a anomalia ao subconsumo. O remédio consistiria em tomar várias medidas capazes de aumentar a propensão ao consumo por meio de uma redistribuição do rendimento ou de um processo semelhante, de modo que dado volume de emprego pudesse ser mantido com um fluxo de investimento menor.

IV

Aqui chegados, talvez seja conveniente dizer umas palavras sobre as importantes correntes de pensamento que, adotando vários pontos de vista, sustentam que a causa da tendência crônica das sociedades contemporâneas para o subemprego deve ser procurada no subconsumo, quer dizer, nos hábitos sociais e numa distribuição da riqueza que têm como resultado uma propensão ao consumo demasiado baixa.

Nas condições atuais — ou, pelo menos, nas que existiam até há pouco —, em que o volume do investimento não é planejado nem dirigido, e se encontra entregue aos caprichos de uma eficiência marginal do capital determinada pelo juízo privado

de indivíduos ignorantes ou especuladores e à influência de uma taxa de juro de longo prazo que raras vezes, ou nunca, desce abaixo de um nível convencional, essas correntes de pensamento, como guias de política prática, estão indubitavelmente certas. Com efeito, em tais condições, não há outro meio capaz de elevar o volume médio de emprego para um nível mais favorável. Se é materialmente impraticável aumentar o investimento, é óbvio que não há outra maneira de garantir um nível mais elevado de emprego senão o de aumentar o consumo.

Do ponto de vista prático, só divirjo dessas correntes de pensamento por pensar que talvez atribuam uma importância um pouco excessiva à expansão do consumo numa época em que há ainda muitas vantagens sociais a esperar de uma expansão do investimento. Mas, do ponto de vista teórico, podemos criticá-las por ignorarem o fato de haver *dois* caminhos para aumentar a produção. Mesmo que viéssemos a decidir que seria preferível expandir o capital mais lentamente e concentrar os esforços no aumento do consumo, deveríamos tomar essa decisão em pleno conhecimento de causa, depois de sopesarmos bem ambas as hipóteses. Pessoalmente, impressionam-me as grandes vantagens sociais que adviriam de expandir o estoque de capital até pôr fim à sua escassez. Mas trata-se de um juízo prático e não de um imperativo teórico.

Aliás, estou pronto a admitir que o mais sensato seria avançar em ambas as frentes ao mesmo tempo. Embora visando conseguir um fluxo de investimento socialmente controlado a fim de provocar uma baixa progressiva da eficiência marginal do capital, estou disposto a apoiar, ao mesmo tempo, todo o tipo de medidas destinadas a aumentar a propensão ao consumo. É improvável que se consiga manter o pleno emprego com a propensão ao consumo existente, façamos o que fizemos relativamente ao investimento. Há pois margem para fazer funcionar ambas as políticas em conjunto. Promover o investimento e ao mesmo tempo o consumo, não apenas até o nível que corresponderia ao acréscimo do

investimento com a propensão ao consumo existente, mas também em um nível ainda maior.

Se — tomando números redondos para efeitos de ilustração — o nível médio de produção atual fosse 15% inferior ao que seria com um pleno emprego constante, e se 10% dessa produção representasse o investimento líquido, e os restantes 90% o consumo — se, além disso, o investimento líquido tivesse de subir 50% para conseguir o pleno emprego com a propensão ao consumo existente, de modo que com esse emprego a produção subisse de 100 para 115, o consumo de 90 para 100 e o investimento líquido de 10 para 15 —, poderíamos então propor-nos, talvez, modificar de tal maneira a propensão ao consumo que, com o pleno emprego, o consumo subisse de 90 para 103 e o investimento líquido de 10 para 12.

V

Outra corrente de pensamento encontra a solução para o ciclo económico não no aumento do consumo ou do investimento, mas na diminuição da oferta de mão de obra que procura emprego, isto é, alterando a repartição do atual volume de emprego sem aumentar o emprego nem a produção.

Isso parece-me uma política prematura — muito mais claramente do que o plano de aumentar o consumo. Chega um momento em que todo o indivíduo pondera as vantagens de um aumento de lazer com as de um aumento de rendimento. Mas, no momento atual, tudo indica que a grande maioria dos indivíduos prefere um aumento do rendimento a um aumento do lazer; e não vejo razões suficientes para obrigar quem prefere mais rendimento a gozar de mais lazer.

VI

Pode parecer extraordinário que exista uma corrente de

pensamento que considere ser uma solução para o ciclo econômico refrear o boom nas suas primeiras manifestações por meio de uma elevação da taxa de juro. A única argumentação em que poderemos discernir uma justificação para tal política é a avançada por D. H. Robertson, que, de fato, admite que o pleno emprego é um ideal impraticável e que o melhor que podemos esperar é um nível de emprego bem mais estável que o atual e talvez ligeiramente superior em média.

Se excluirmos a possibilidade de mudanças de fundo da política no que diz respeito quer ao controle do investimento, quer à propensão ao consumo e, *grosso modo*, supusermos uma continuação do estado de coisas existente, não me parecerá absurdo argumentar que se conseguiria, em média, um estado mais favorável da expectativa mediante uma política bancária que destruísse sempre no ovo o início de um período de *boom* por meio de uma taxa de juro suficientemente elevada para dissuadir até os otimistas mais extraviados.

A frustração das expectativas, característica da depressão, pode acarretar tantas perdas e desperdícios que o nível médio do investimento útil poderia ser mais elevado caso se aplicassem medidas dissuasoras. É difícil ter a certeza se esta doutrina é ou não correta a partir das suas hipóteses. Trata-se de uma questão de apreciação prática para que nos faltam dados convincentes pormenorizados. Talvez ela ignore as vantagens sociais decorrentes do aumento do consumo que acompanha até mesmo os investimentos que se revelam perfeitamente mal orientados, de modo que tais investimentos podem ser mais vantajosos do que a sua ausência total. Não obstante, mesmo a autoridade monetária mais esclarecida poderia ver-se em dificuldades perante uma expansão como a da América em 1929, se não tivesse outras armas além das que dispunha naquela altura o Sistema da Reserva Federal. Talvez nenhuma das alternativas a seu dispor pudesse alterar muito os resultados obtidos. Seja como for, semelhante perspectiva parece-me perigosa e inutilmente derrotista. Recomenda, ou pelo menos pressupõe, que se aceitem permanentemente demasiadas imperfeições do nosso sistema económico atual.

A visão austera que recorreria a uma taxa de juro elevada para conter imediatamente qualquer tendência de elevação apreciável do nível de emprego, por exemplo, acima da média da década anterior, apoia-se, porém, mais habitualmente em argumentos que não têm outro fundamento senão a confusão das ideias.

Em certos casos, decorre da convicção de que, num *boom*, o investimento tende a ultrapassar a poupança e de que uma alta da taxa de juro restabelecerá o equilíbrio contrariando o investimento, por um lado, e estimulando a poupança, por outro. Supõe-se pois que a poupança e o investimento podem ser desiguais e isso carece de significação enquanto esses termos não forem definidos de uma forma especial.

Ou, então, sugere-se por vezes que o aumento da poupança que acompanha a expansão do investimento não é desejável nem justo, porque, regra geral, anda também associado a uma alta de preços. Se assim fosse, porém, *toda e qualquer* elevação do nível existente da produção e do emprego deveria ser condenada.

Com efeito, a alta de preços não se deve essencialmente ao acréscimo do investimento — deve-se a que, no curto prazo, o preço de oferta cresce geralmente ao aumentar a produção, quer por efeito do fato físico dos rendimentos decrescentes, quer porque o custo unitário tende a subir em termos nominais quando a produção aumenta. Se a situação se caracterizasse por um preço de oferta constante não haveria, naturalmente, elevação de preços, não obstante, nesse como nos outros casos, a expansão da poupança acompanharia o acréscimo do investimento. É a expansão da produção que provoca o aumento da poupança; a alta de preços não passa de um subproduto dessa expansão, que também ocorre quando o que aumenta é a propensão ao consumo e não a poupança. Ninguém tem um direito adquirido legítimo para comprar a preços que só são baixos porque a produção é baixa.

Há ainda quem suponha que o mal se instala devido ao fato de o aumento do investimento ter tido origem numa baixa do

juro provocada por um aumento na quantidade de moeda. Ora, a taxa de juro preexistente não tem nenhuma virtude intrínseca e a moeda criada de novo não é “impingida” a ninguém — é criada com o fim de satisfazer a maior preferência pela liquidez correspondente à menor taxa de juro ou ao maior volume de transações, e é retida pelos indivíduos que *preferem* conservar dinheiro a emprestá-lo a uma taxa de juro mais reduzida.

Em outros casos ainda sugere-se que um *boom* se caracteriza pelo “consumo de capital”, o que provavelmente significa investimento líquido negativo, isto é, por uma excessiva propensão ao consumo. A não ser que se confundam os fenômenos do ciclo econômico com os da fuga à moeda que se verificaram na Europa durante os colapsos monetários do pós-guerra, os fatos indicam exatamente o contrário. Além disso, mesmo que assim fosse, uma redução da taxa de juro seria um remédio mais plausível para as condições de subinvestimento do que a elevação dessa taxa. Não consigo encontrar nenhum sentido nessas correntes de pensamento, salvo, talvez, admitindo a hipótese tácita de que a produção agregada não pode variar. Mas uma teoria que pressupõe a produção constante não é manifestamente de muita utilidade para explicar o ciclo econômico.

VII

Nos primeiros estudos sobre o ciclo econômico, especialmente nos de Jevons, procurou-se explicá-lo pelas flutuações agrícolas devidas às estações, mais do que pelos fenômenos da indústria. À luz da teoria precedente, essa explicação do problema parece bastante plausível, porque, mesmo na época atual, as flutuações observadas de ano para ano nos estoques de produtos agrícolas são ainda um dos elementos mais salientes entre as causas das variações do investimento corrente; entretanto, na época em que Jevons escrevia, e mais ainda durante o período a que se referem as

suas estatísticas, esse fator pesava certamente bastante mais do que todos os outros.

A teoria de Jevons de que o ciclo econômico se deve primordialmente às flutuações das colheitas pode ser reformulada da seguinte maneira. Em geral, quando há uma colheita excepcionalmente abundante, reforçam-se consideravelmente as reservas conservadas para os anos seguintes. As receitas desse reforço revertem para os agricultores, que as tratam como um rendimento. Por outro lado, os custos das reservas acrescidos não implicam uma punção nos gastos com consumo dos outros sectores da comunidade, antes são financiados pela poupança. Isto é, as reservas suplementares são uma adição ao investimento corrente. Esta conclusão não se invalida mesmo que os preços caiam acentuadamente. De modo semelhante, quando a colheita é escassa, recorre-se às reservas armazenadas para atender ao consumo corrente, pelo que a parte correspondente dos montantes que os consumidores despendem a partir dos seus rendimentos não gera nenhum rendimento corrente para os agricultores. Isto é, o que se retira das reservas agrícolas implica uma correspondente redução do investimento corrente.

Assim, caso se admita que o investimento nos outros ramos da produção é constante, a variação do investimento agregado entre um ano em que haja uma adição substancial às reservas e outro em que haja uma redução substancial das mesmas pode ser elevada. Numa comunidade em que a agricultura seja a atividade econômica predominante, essa variação será esmagadoramente superior às resultantes das outras causas de flutuação do investimento. É, portanto, natural que o ponto de partida das fases ascendentes seja indicado pelas boas colheitas e o das fases descendentes pelas más colheitas. A teoria prossegue afirmando que há causas físicas que motivam um ciclo regular de boas e más colheitas, mas isso, claro, é uma questão diferente que aqui não nos ocupa.

Mais recentemente, foi avançada a teoria de que seriam as más colheitas e não as boas que estimulariam a atividade, porque incitam a população a trabalhar por uma remuneração

real menor, ou porque a redistribuição do poder de compra daí resultante é favorável ao consumo. Escusado será dizer que não são estas as teorias que tinha em mente na descrição anterior dos fenômenos das colheitas como uma explicação do ciclo econômico.

No entanto, as causas agrícolas das flutuações têm uma importância muito menor no mundo moderno, e isso por duas razões. Em primeiro lugar, a produção agrícola representa uma parcela muito reduzida da produção total. E, em segundo lugar, desenvolveu-se um mercado mundial para a maior parte dos produtos agrícolas que se abastece nos dois hemisférios porque, em média, os efeitos das boas e das más estações se neutralizam e a flutuação percentual do volume das colheitas mundiais é muito inferior à flutuação percentual correspondente dos países individualmente considerados. Nos tempos antigos, porém, quando um país dependia principalmente das suas próprias colheitas, era difícil encontrar uma causa de flutuação do investimento, abstraindo da guerra, que pudesse comparar-se em importância às variações das reservas de produtos agrícolas.

Ainda hoje importa prestar a maior atenção ao papel que representam as variações dos estoques de matérias-primas, tanto agrícolas como minerais, na determinação da taxa de investimento corrente. O lento ritmo da recuperação de uma depressão, depois de se ter alcançado o ponto de viragem, atribui-lo-ia principalmente ao efeito deflacionário da redução dos estoques excedentes até os seus volumes normais. A princípio, a acumulação de estoques que marca o fim da expansão modera o ritmo da queda; mas temos de pagar essa atenuação mais tarde com a lentidão da subsequente recuperação. Por vezes, sucede até que a recuperação só se faz sentir de maneira apreciável quando está virtualmente concluída a reabsorção dos estoques. Um fluxo de investimento nos outros setores que seria suficientemente forte para produzir um movimento ascendente se não fosse contrabalançado pelo desinvestimento atual dos estoques pode ser inteiramente inadequado enquanto persistir esse

desinvestimento.

Creio que, nas primeiras fases do New Deal americano, assistimos a um exemplo notável desse fenômeno. Quando o presidente Roosevelt deu início a um volumoso programa de despesas públicas financiadas por empréstimos, os estoques de todos os tipos — e nomeadamente os de produtos agrícolas — situavam-se ainda em um nível muito elevado. O New Deal consistiu parcialmente num esforço enérgico para reduzir esses estoques — mediante restrições à produção corrente e por todos os tipos de meios. A redução dos estoques até um nível normal foi um processo necessário — uma fase que havia que suportar. Mas enquanto durou, isto é, durante um ou dois anos, esse esforço contrabalançou substancialmente as despesas públicas financiadas por empréstimos dirigidas a outros setores. Só quando essa fase se completou, ficou aberto o caminho para uma recuperação substancial.

A experiência americana recente propiciou-nos também bons exemplos do papel que as flutuações dos estoques de produtos acabados ou não acabados — dos “inventários”, como é costume chamá-los hoje — exercem como fatores das oscilações menores que se inserem no andamento geral do ciclo econômico. As indústrias transformadoras, quando estabelecem a escala de produção em função do volume de consumo que preveem para alguns meses mais tarde, sujeitam-se a cometer pequenos erros de cálculo, geralmente no sentido de se adiantarem um pouco aos fatos. Quando descobrem o erro são obrigadas, por algum tempo, a manter-se em um nível de produção inferior ao do consumo corrente para permitir a absorção dos inventários excedentes. Verifica-se então que a diferença de ritmo entre este adiantar-se um pouco e voltar a abrandar de novo tem tido tal efeito no fluxo de investimento corrente que é suficiente para se destacar com bastante nitidez no pano de fundo das excelentes e completas estatísticas de que agora dispõem os Estados Unidos.