

ipea

CLÁSSICOS  
DE LITERATURA  
ECONÔMICA

TEXTOS SELECIONADOS DE MACROECONOMIA

3ª EDIÇÃO – REIMPRESSÃO ESPECIAL



CLÁSSICOS  
DE LITERATURA  
ECONÔMICA  
TEXTOS SELECIONADOS DE MACROECONOMIA

## **Governo Federal**

### **Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República**

**Ministro** Samuel Pinheiro Guimarães Neto



Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

#### **Presidente**

Marcio Pochmann

#### **Diretor de Desenvolvimento Institucional**

Fernando Ferreira

#### **Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais**

Mário Lisboa Theodoro

#### **Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia**

José Celso Pereira Cardoso Júnior

#### **Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas**

João Sicsú

#### **Diretora de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais**

Liana Maria da Frota Carleial

#### **Diretor de Estudos e Políticas Setoriais, de Inovação, Regulação e Infraestrutura**

Márcio Wohlers de Almeida

#### **Diretor de Estudos e Políticas Sociais**

Jorge Abrahão de Castro

#### **Chefe de Gabinete**

Persio Marco Antonio Davison

#### **Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação**

Daniel Castro

URL: <http://www.ipea.gov.br>

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

CLÁSSICOS  
DE LITERATURA  
ECONÔMICA  
TEXTOS SELECIONADOS DE MACROECONOMIA

---

Clássicos de literatura econômica : textos selecionados de  
macroeconomia.- 3. ed.- Brasília : Ipea, 2010.  
169 p. : gráfs., tabs.

1. ed.- editada em 1988.

2. ed.- editada em 1992.

Inclui bibliografia.

ISBN 978-85-7811-045-1

1. Economia.2. Macroeconomia.3. Teoria Econômica.  
I. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 330

---

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e de inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

# Sumário

---

APRESENTAÇÃO E AGRADECIMENTOS .....	7
<i>João Sicsú</i>	
A INSTABILIDADE DO CAPITALISMO.....	9
<i>Joseph Schumpeter</i>	
ALGUMAS OBSERVAÇÕES SOBRE A TEORIA DE KEYNES.....	39
<i>Michael Kalecki</i>	
TEORIAS ALTERNATIVAS DA TAXA DE JUROS .....	55
<i>John Maynard Keynes</i>	
TEORIAS ALTERNATIVAS DA TAXA DE JUROS: RÉPLICA.....	73
<i>Bertil Ohlin</i>	
A TEORIA <i>EX ANTE</i> DA TAXA DE JUROS.....	85
<i>John Maynard Keynes</i>	
O SR. KEYNES E OS “CLÁSSICOS”: UMA SUGESTÃO DE INTERPRETAÇÃO .....	97
<i>John Richard Hicks</i>	
MOEDA, CAPITAL E OUTRAS RESERVAS DE VALOR .....	117
<i>James Tobin</i>	
UMA ABORDAGEM DE EQUILÍBRIO GERAL PARA A TEORIA MONETÁRIA.....	135
<i>James Tobin</i>	
INFLAÇÃO E DESEMPREGO: A NOVIDADE DA DIMENSÃO POLÍTICA .....	159
<i>Milton Friedman</i>	



# *Apresentação e agradecimentos*

---

Esta é uma reimpressão parcial do excelente livro *Clássicos de Literatura Econômica*, lançado pelo Ipea/Inpes em 1988. O livro tal como foi publicado está no CD anexo a esta edição. A edição de 1988 continha textos clássicos de macroeconomia e microeconomia. Além disso, contou com a preciosa apresentação de Anna Luiza Osório de Almeida. Os capítulos contavam com apresentações de economistas brasileiros: Ricardo Tolipan, Eduardo Augusto Guimarães, Achyles Barcelos da Costa, Duílio de Ávila Béni, Claudio Monteiro Considera, José Marcio Camargo, Flávio R. Versiani, Reinaldo Gonçalves, Mauro Boianovsky, Gustavo H. B. Franco, Marco Antonio Bonomo e João da Silva Maia.

Os textos contidos na primeira edição e aqui reproduzidos foram selecionados e traduzidos no começo da década de 1980 e publicados, inicialmente, na revista *Literatura Econômica*, entre 1983 e 1987. Nesta edição, uma reimpressão especial, somente reproduzimos a segunda parte do livro *Clássicos de Literatura Econômica*, aquela referente aos textos clássicos de macroeconomia.

Para lembrar a revista *Literatura Econômica*, reproduzimos o expediente e o sumário de cada número da revista em que foi publicado originalmente o artigo em português, antes de serem publicados em conjunto na primeira edição do livro.

A todos aqueles que contribuíram para essa monumental iniciativa dos anos 1980 devemos nossos mais profundos e sinceros agradecimentos.

O lançamento desta edição, reimpressão especial, de *Clássicos de Literatura Econômica* é parte de um programa institucional do Ipea de republicação de diversos de seus livros que marcaram o estudo de Economia e Ciências Sociais no país. Este livro contém ideias essenciais para aqueles que desejam contribuir para a formulação de uma macroeconomia voltada à promoção do desenvolvimento.

Maio de 2010

**João Sicsú**

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas



---

*Joseph  
Schumpeter*





O texto “A instabilidade do capitalismo”, de Joseph Schumpeter, foi publicado originalmente na revista *Literatura Econômica*, volume 6, de março/abril de 1984. Nesta página e nas duas próximas, reproduzimos a capa, o expediente e o sumário daquela edição.

LITERATURA ECONÔMICA

ISSN 0100-655X

Revista bimestral do IPEA -  
Instituto de Planejamento Econô-  
mico e Social

Editor  
Anna Luiza Ozorio de Almeida

Editor-Executivo  
Fernanda Machado Pinto

Editor-Assistente  
Alice Martins de Carvalho

Secretário  
Antonio de Lima Brito

Chefe do Serviço de  
Documentação do INPES  
Suzana Milanez

Chefe do Setor de Documentação  
do IPLAN  
Norma Stenzel

Biblioteca do CENDEC  
Regina C. de Albuquerque

Coordenação Editorial  
Alcides F. Vilar de Queiroz  
Djalma Gomes

Coordenação Gráfica  
Francisco Medina Coeli  
Arthur Soares de Assumpção

Os artigos assinados são da  
exclusiva responsabilidade dos au-  
tores. É permitida a reprodução  
total ou parcial dos artigos des-  
ta revista, desde que seja citada  
a fonte.

Esta publicação foi precedi-  
da por Literatura Econômica - bo-  
letim bibliográfico bimensal, do  
qual foram editados, entre 1976 e  
1979, 57 fascículos em seis volu-  
mes. LITERATURA ECONÔMICA, nova  
série, é consecutivamente numera-  
da a partir do volume 1, corres-  
pondente ao ano civil de 1979.

Contribuições

Manuscritos submetidos a pu-  
blicação deverão ser enviados ao  
Editor em duas cópias datilogra-  
fadas em espaço duplo, com até 25  
páginas, acompanhados de um resu-  
mo informativo de cerca de 100 pa-  
lavras. A revista aceita origina-  
is em inglês, francês e espanhol  
e encarrega-se da sua versão para  
o português. As indicações bi-  
bliográficas no próprio texto ou  
em notas de pé de página deverão  
obedecer, como exemplo, à forma  
"Hicks (1939)" ou "Hicks (1939,  
pp. 36-37)". A referência com-  
pleta deverá ser apresentada no  
*fim do artigo*, em ordem alfabêti-  
ca, contendo: no caso de livros -  
autor(es), título completo, nome  
e número da série ou coleção (se  
houver), edição, local, editora,  
ano da publicação; no caso de ar-  
tigos de periódicos - autor(es),  
título completo do artigo, título  
completo do periódico, local, nú-  
mero e volume, número das páginas,  
mês e ano da publicação.

Subscrições

LITERATURA ECONÔMICA é envia-  
da a todos os assinantes de Pes-  
quisa e Planejamento Econômico,  
revista quadrimestral publicada  
pelo IPEA, podendo também ser as-  
sinada gratuitamente em separado.

Toda a correspondência para  
a revista deverá ser endereçada a  
LITERATURA ECONÔMICA - IPEA/INPES  
- Caixa Postal 2.672 - CEP 20.020  
- Rio de Janeiro - RJ.

# literatura econômica

volume 6

março-abril 1984

número 2

## Sumário


 IPEA/INPES  
 Serv. de  
 Documentação

### ARTIGOS

Uma Nota Introdutória ao Artigo "A Instabilidade do Capitalismo", de Joseph Schumpeter	
Reinaldo Gonçalves ....	143
A Instabilidade do Capitalismo	
Joseph Schumpeter .....	153

### COMUNICAÇÕES

Prêmio Nobel de Economia — Bibliografia — 1980:	
Lawrence R. Klein .....	191

### LIVROS

Relação Classificada .....	213
Resumos Informativos .....	222

### PERIÓDICOS

Sumários Correntes .....	237
Resumos Selecionados .....	286

### PUBLICAÇÕES ESPECIAIS

Publicações Seriadas .....	309
Miscelânea .....	316

Publicado por


 IPEA - Instituto de Planejamento Econômico e Social  
**INSTITUTO DE PESQUISAS - INPES**

Rio de Janeiro

*Lit. econ.*, 6(2):141-324, 1984.



# A INSTABILIDADE DO CAPITALISMO\*

*Joseph Schumpeter*

---

## 1 ESTABILIDADE ECONÔMICA SOB CONDIÇÕES ESTÁTICAS

### I

À guisa de esclarecimento, talvez seja conveniente, em primeiro lugar, separar o tipo de estabilidade ou instabilidade que nos propomos a discutir de outros fenômenos abrangidos pelos mesmos termos. Analisando, por exemplo, a França, com sua população, suas empresas estacionárias e seu vasto império colonial, e a situação oposta na Itália, o observador pode perfeitamente ter a impressão de instabilidade – chamêmo-la de instabilidade *política* –, que, entretanto, nada tem a ver com a instabilidade econômica conforme a entendemos; isto porque nos sistemas econômicos destes países pode ser que haja, todavia, uma estabilidade perfeita. Ou, ainda, se supusermos uma situação na qual todas as indústrias de um país estejam monopolizadas por uma única empresa, provavelmente, concordaríamos em chamar tal sistema de instável em sentido muito óbvio – classifiquemos o caso como de *instabilidade social* –, embora ele pudesse ser altamente estável economicamente. A instabilidade, em outro sentido, poderia existir em um sistema em que os salários de equilíbrio estivessem abaixo do que os trabalhadores pudessem suportar – apesar de não ser necessário haver nenhuma tendência de as próprias condições econômicas produzirem quaisquer mudanças *pelo simples funcionamento do sistema*. Finalmente, casos especiais de instabilidade podem decorrer de influências particulares externas, as quais não podem de maneira nenhuma ser atribuídas ao sistema econômico. O retorno da Inglaterra ao padrão-ouro é um bom exemplo.

---

\* [Este artigo foi originalmente publicado no *The Economic Journal*, v. XXXVIII, n. 151, Sept. 1928. A tradução é de Fábio Chazyn e Antonio de Lima Brito, sobre uma versão preliminar de George Land Sobrinho. A revisão técnica é de Jeff Frieden. (N. do Ed.)]

A *estabilização* da libra no que era, do ponto de vista das condições existentes, um valor artificial, naturalmente implicou a desarticulação dos negócios, o incentivo às importações e à taxação das exportações, o aumento dos prejuízos e do desemprego, criando, assim, uma situação eminentemente instável. Mas esta instabilidade se deve, evidentemente, à atuação de políticos, e não ao funcionamento do sistema, o qual, pelo contrário, teria proporcionado para a libra um valor que se adaptaria exatamente às circunstâncias. Em suma, a estabilidade econômica a que nos referimos, apesar de *contribuir* para a estabilidade em outros sentidos, não é *sinônimo* destes sentidos nem *implica* sua existência. Esta opinião deve, naturalmente, parecer extremamente superficial para todos os que admitem a existência de uma relação tão estreita entre a esfera econômica e as outras esferas da vida social, como foi o caso, por exemplo, de Marx. Como, no entanto, seria perda de tempo provar aos leitores ingleses a necessidade de separar estas diversas esferas, limito-me a estas observações.

Em segundo lugar, temos de definir o que entendemos por “nosso sistema econômico”: referimo-nos a um sistema econômico caracterizado pela propriedade privada (iniciativa privada), pela produção para um mercado e pelo fenômeno do crédito que, por sua vez, é a *differentia specifica* que distingue o sistema *capitalista* de outros sistemas, históricos ou possíveis, do gênero maior definido pelas duas primeiras características. Embora poucas coisas me pareçam mais fortemente estabelecidas pela investigação histórica do que o fato de a história econômica não poder ser dividida em épocas correspondentes a sistemas diferentes, ainda é possível datar o *predomínio* dos métodos capitalistas desde aproximadamente meados do século XVIII – para a Inglaterra – e chamar o século XIX de época do capitalismo *concorrencial*, e o que a ele se seguiu até agora de capitalismo progressivamente *oligopolizado* ou de capitalismo *organizado, regulamentado* ou *administrado*.

Em terceiro lugar, o capitalismo pode ser estável ou não, simplesmente em decorrência da expectativa que se faz de sua duração. Sua história pode ser repleta das mais violentas flutuações ou mesmo catástrofes – como sem dúvida tem sido até agora –, e estas flutuações ou catástrofes poderiam até ser inerentes ao seu mecanismo – aspecto sobre o qual queremos precisamente formar uma opinião. Mesmo assim, deveríamos considerá-lo *estável* se encontrarmos razões para esperar que ele dure. Sempre que não quisermos dizer nada além disso – isto é, quando quisermos simplesmente tratar da questão do que pode ser chamado de a sobrevivência institucional do capitalismo, falaremos, daqui por diante, da *ordem* capitalista em vez do *sistema* capitalista. Quando falarmos da estabilidade ou instabilidade do *sistema* capitalista, estaremos nos referindo a algo relacionado ao que os homens de negócios chamam de estabilidade ou instabilidade das condições comerciais. É lógico, a simples instabilidade do *sistema*, se suficientemente grave, pode ameaçar a estabilidade da *ordem*, ou o *sistema* pode ter uma tendência inerente para destruir a *ordem*, solapando as posições sociais nas quais esta se apoia.

## II

O que o homem de negócios entende por estabilidade devemos agora traduzir para a linguagem teórica. O assunto pode ser abreviado, e sua exposição facilitada, se eu afirmar de início que, salvo diferenças em alguns pontos específicos, as observações seguintes giram inteiramente em torno da linha marshalliana. Mas eu poderia igualmente chamá-las muito bem de linhas walrasianas. Isto porque, no âmbito da teoria econômica séria, não existem coisas como “escolas” ou diferenças de princípios, e a única divisão fundamental em economia moderna está entre o bom e o mau trabalho. As linhas básicas são as mesmas para todos no mundo inteiro: existem diferenças na exposição, na maneira – e no maneirismo – de colocar as coisas, por exemplo, de acordo com a relativa importância que os diferentes autores atribuem, respectivamente, ao rigor e à generalidade, ou à fidelidade para com a “vida real”. E, ainda, existem diferenças de técnicas adotadas; a própria grandeza de Menger, Böhm-Bawerk e Wieser reside no fato de eles terem conseguido tanto com ferramentas tão chocantemente toscas e primitivas, cujo manuseio foi uma barreira intransponível para se atingir a precisão. Existem, ainda, diferenças nas peças individuais da máquina analítica – como, por exemplo, entre as curvas de demanda walrasianas e marshallianas, ou entre o papel atribuído aos coeficientes de produção, respectivamente por Marshall e Walras, Pareto e Barone. Finalmente, existem diferenças no que se refere a problemas específicos, sendo os mais importantes aqueles sobre a teoria dos juros e a teoria do ciclo econômico. Mas é apenas isto. Não existe diferença nos princípios fundamentais – seja na produtividade de Clark, no equilíbrio de Walras, nas concepções austríacas, na substituição de Marshall ou na combinação entre Walras e Böhm-Bawerk feita por Wicksell; todos eles, em última análise, são a mesma coisa, e todos, apesar das aparências contrárias, igualmente distantes e, ao mesmo tempo e no mesmo sentido, oriundos da colcha de retalhos de Ricardo.

O sistema econômico, no sentido de condições e processos, reduz-se, para os propósitos da teoria, a um sistema, no sentido científico da palavra – isto é, um sistema de quantidades interdependentes variáveis e parâmetros –, que consiste em quantidades de mercadorias, taxas de mercadoria e preços, determinando-se mutuamente. Este sistema tem sido considerado estável, e sua estabilidade passível de comprovação racional, sob condições estáticas. Não tão estável, é bem verdade, como os economistas teriam sustentado 60 anos atrás, quando a maioria deles – quase todos, na realidade, exceto os marxistas – teria afirmado com toda a confiança a absoluta estabilidade tanto da *ordem* como do *sistema* capitalista: a estabilidade tem sido submetida a muito daquilo por que passou também a teoria da maximização de satisfações. Assim, como os métodos mais modernos confirmaram a correção de uma parte da teoria da maximização competitiva, depois de terem diminuído a importância

daquela teoria, da mesma forma, eles demonstraram que temos geralmente tantas equações quanto quantidades “desconhecidas”, e, portanto, um determinado estado de equilíbrio correspondendo a certo grupo de dados vem a se mostrar estável sob condições apropriadas; estes mesmos métodos também têm demonstrado que as exceções a esta “determinação” são, em geral, consideráveis. Mesmo desconsiderando casos como a possibilidade de reversão da curva de oferta de trabalho<sup>1</sup> ou como o caso do valor da moeda em um sistema de bimetalismo sem proporções legais,<sup>2</sup> temos muitas outras situações em que o equilíbrio não pode ser considerado determinado. O caso em que tanto a oferta como a demanda são inelásticas é um exemplo.<sup>3</sup> Pode-se dizer, por exemplo, que a demanda interna de trigo nos Estados Unidos é altamente inelástica em uma variação de preços considerável. A oferta, mais uma vez, embora muito variável, é igualmente inelástica – se for possível aplicar este termo à oferta para fins de simplificação – em períodos de tempo pequenos demais para permitir um aumento ou uma diminuição da área cultivada; e isto talvez possa explicar parcialmente a instabilidade da agricultura americana.

Mas, embora haja abundância de ilustrações sobre esse e outros casos, a determinação do equilíbrio estático sob condições de concorrência ainda é um fato geral básico, sendo que este equilíbrio é estável, uma vez que o preço da oferta<sup>4</sup> – o preço da “disposição para vender” – é uma função crescente da quantidade do produto.

---

1. Isto, naturalmente, não torna o equilíbrio inteiramente indeterminado, mas apenas faz que o sistema tenha várias – e na maioria das vezes duas – soluções diferentes.

2. Vale a pena enfatizar, entretanto, que não existe indeterminação quando duas ou mais mercadorias circulam como moeda e cada transação é concluída especificamente por meio de uma delas. A instabilidade só aparece se os contratos são realizados em termos de dinheiro em geral, de forma que os pagamentos podem ser feitos em qualquer daquelas mercadorias.

3. Outro exemplo foi apontado por Wicksell, em *Geldwert und Güterpreise*: se os coeficientes de produção fossem constantes e não houvesse nenhum uso alternativo para os fatores de produção – sendo fixas, além disso, suas quantidades – então, haveria indeterminação das suas proporções no produto. Outros são também discutidos por Marshall, Edgeworth e Taussig (*Is market price determinate? Quarterly Journal of Economics*, 1921, e Divisia, *Economie rationnelle*, p. 410, 1928). Este caso de indeterminação só surge na ausência de qualquer utilidade marginal verdadeira da moeda. Ele foi anteriormente apontado pelo prof. Cassel e é, obviamente, facilmente remediável.

4. O esquema de preços de oferta aqui referido compreende as séries de preços nas quais, dados os métodos de produção usados atualmente pelas indústrias e sob condições gerais e práticas comerciais determinadas, as respectivas quantidades de produtos estariam disponíveis. O esquema, por conseguinte, refere-se logicamente a um determinado momento. Ele não leva em conta, todavia, as ocorrências ocasionais, como as situações momentâneas do mercado, por um lado; e não leva em conta também, por outro lado, a não ser os ajustamentos marginais capazes de serem decompostos em avanços infinitesimais; portanto, pode ser chamado de prazo curto e normal. Mas as objeções a isto seriam a implicação da existência de algum período longo e normal e, além disso, a ênfase que este modo de expressão coloca no elemento temporal, embora o importante não seja o período de tempo em si, mas o que acontece durante ele mesmo.

Esta condição se apoia no fato fundamental de que o aumento de produção por parte de qualquer indústria significa a retirada de quantidades de fatores de produção de outros usos cada vez mais “importantes”, o que, obviamente, não se vê nas firmas individuais – como também não se vê a influência de um aumento de produção sobre o preço de demanda na esfera de ação destas mesmas firmas em situação de concorrência perfeita –, mas constitui, todavia, a força que, ao ser contraposta à utilidade marginal decrescente do produto, determina a distribuição de recursos entre as indústrias. Existe, é verdade, um período em praticamente quase toda empresa no qual esta condição não se verifica, devido ao fato de que esta tendência é compensada pelo rateio dos custos fixos entre um número crescente de produtos. Sempre que for este o caso, não pode haver um ponto de equilíbrio estável.<sup>5</sup> Mas o efeito inevitavelmente se esgota e, portanto, o equilíbrio estável pode, não obstante, eventualmente surgir, embora possa haver, e frequentemente há, uma instabilidade prévia – um tipo de instabilidade que é uma das fontes da chamada *superprodução*.

A hipótese estática exclui qualquer outra causa do *custo crescente*. Justifica-se a aceitação de tal arranjo pelo fato de que ela separa claramente diferentes conjuntos de fenômenos que exigem tratamentos diferentes. As inovações nos métodos produtivos e comerciais no sentido mais amplo do termo – inclusive a especialização e o desenvolvimento da produção em escala diferente da que prevalecia anteriormente – sem dúvida alteram as condições do sistema estático e constituem, tenham ou não algo a ver com a “invenção”, outro grupo de fatos e problemas. Assim ocorre com a *economia externa*, que é representada, por exemplo, pelas revistas especializadas, pelos serviços de padronização, pelo *pool* de estoques de reserva de materiais decorrente da presença de um grande mercado para eles, e assim por diante. Pede-se ao leitor que reserve para mais adiante o seu juízo sobre a exclusão destas coisas. Aqui basta esclarecer que deveríamos enfatizar a natureza heterogênea de todos estes fenômenos no momento exato em que os analisamos. De qualquer modo, teríamos de reconhecer que não existe *lei de custos decrescentes* do mesmo tipo e simétrica à lei dos custos crescentes.<sup>6</sup> A relação entre as

---

5. Nem mesmo se, na ilustração conhecida, a curva da demanda cortar a curva da oferta negativamente. Pois, mesmo neste caso, deve ser do interesse de cada produtor individual, que, *ex hypothesi*, desconsidera a influência de sua própria ação sobre os preços e continua produzindo. Enquanto isto persistir, haverá um *movimento* em direção ao equilíbrio – e isto distingue fundamentalmente este caso de “rendimentos crescentes” dos outros –, mas não o equilíbrio em si. Enquanto outros casos do conjunto chamado de “rendimentos crescentes” *vires acquirunt eundo* podem, assim, conduzir a um monopólio, este dificilmente consegue fazê-lo. Ele, contudo, pode apresentar situações de custos crescentes para a indústria como um todo diante da presença de custos unitários decrescentes em cada firma individual.

6. Por lei dos custos crescentes, podemos entender quatro coisas inteiramente independentes entre si. Primeiro, podemos, como anteriormente, entender o que é a verdadeira essência do processo econômico e, também, apenas outra maneira de apresentar a lei da satisfação das necessidades, na qual a importância das doses sucessivas de meios de produção deve sempre aumentar, na medida em que

duas pode, talvez, ser mais bem visualizada por meio da analogia com o *lado da demanda* do problema. Empiricamente, é evidente que poderíamos, em muitos casos, chegar a curvas de demanda que se inclinassem positivamente em vez de negativamente – como, por exemplo, as curvas de demanda para o ferro-gusa do prof. Moore. E existem, claro, muitos casos similares, sendo que o principal ponto de interesse quanto à curva do ferro-gusa reside no fato de que a sua periodicidade é indicativa do ciclo de negócios. Ninguém, entretanto, dá pouca importância ao que é universalmente considerado como a inclinação “verdadeira” da curva teórica de demanda. Todos, pelo contrário, reconhecem que, em tais casos, acontece uma mudança – termo com o qual pretendemos incluir de forma inexata não apenas o deslocamento, mas também a distorção – das curvas teóricas, cada uma das quais mantém suas características fundamentais em conformidade com a “lei” que deve representar, e que qualquer curva que apresenta uma inclinação positiva é simplesmente uma curva estatística<sup>7</sup> ou histórica, ajustada por meio de uma família de curvas teóricas sucessivas. O mesmo se aplica – se me for permitido prescindir, por uma questão de simplificação, das dificuldades de falar de algo tão duvidoso – às curvas de oferta. Existe somente uma curva teórica de oferta; e ela se inclina positivamente em todos os casos. Mudanças nos dados não a fazem inclinar-se negativamente, mas

---

se incorporam a qualquer indústria, pelo fato de eles serem real ou virtualmente retirados de outras. Em segundo lugar, podemos, conforme apontado anteriormente, entender que doses sucessivas de qualquer fator de produção aplicado a uma quantidade constante dos outros produz um incremento físico decrescente do produto, sendo que tudo, especialmente o método, permanece o mesmo. A forma mais “prática” de fazer uso desta proposição é considerar uma fábrica determinada que englobe tanto um determinado método de produção dado quanto um conjunto inelástico de custos suplementares, e variar os elementos dos custos primários um de cada vez. Esta talvez seja a melhor ferramenta com a qual temos de lidar para o trabalho rotineiro da administração de uma firma individual. Isto, porém, não tem nada a ver com o terceiro caso, que é o fato de uma comunidade estar sendo compelida, pelo processo de expansão da produção, a explorar oportunidades produtivas cada vez menos profícuas, o que ficou bem claro no acurado estudo do prof. Sraffa, *Relazioni fra costo e quantità prodotta*, *Annali de Economia*, 1925, resumido em artigo desta revista em dezembro de 1926, e comentado pelo prof. Pigou no número de junho de 1927. [Este artigo de Piero Sraffa, com o título *As leis dos rendimentos sob condições de concorrência*, foi traduzido e publicado em *Literatura Econômica*, Rio de Janeiro, v. 4, n. 1, p. 13-34, jan./fev. 1982.] (N. do Ed.) E, em quarto lugar, há a profecia, graças à qual Ricardo deve o epíteto de pessimista, de que melhorias dos métodos produtivos – na agricultura – serão, a longo prazo, incapazes de contrabalançar os custos crescentes no segundo e terceiro sentidos, no caso de a população continuar crescendo.

7. A curva teórica pode, é claro, ser determinada estatisticamente sem deixar de ser uma curva teórica, já que a distinção feita anteriormente não se baseia no fato ou na possibilidade, de determinação estatística, mas sim no fato de a curva expressar e ilustrar ou não um *teorema*, adquirindo, assim, uma unidade lógica, em contraposição ao que poderia ser qualificado de unidade *descritiva*. No entanto, estou longe de exagerar a importância desta distinção: de um lado, a teoria em si mesma é apenas um modo de descrever os fatos; de outro, qualquer unidade descritiva pode a qualquer tempo converter-se, em processo de análise, em unidade lógica – de fato, a fronteira entre as duas altera-se continuamente com o progresso da ciência. Mas isto não é razão para simplesmente ignorá-la, nem para relacionar coisas que não estão no mesmo plano.

a deslocam, ou, mais corretamente, a interrompem<sup>8</sup> e iniciam uma nova. E, por meio destas mudanças de posições – nas quais estas curvas mantêm sua inclinação e seu significado – nós podemos, se preferirmos, ajustar curvas históricas que, certamente, muitas vezes se inclinam negativamente. Elas não apresentarão, de fato, nenhuma regularidade. Pode até não ser nada fácil, em alguns casos, evitar a suprema desgraça de o custo total ser, na realidade, menor para uma produção maior do que para uma menor, pois as mudanças nos dados, uma vez admitidas, produziriam às vezes este resultado, que não poderia, em condições de concorrência, ser descartado, supondo-se que uma quantidade maior seria produzida, mas parcialmente destruída.<sup>9</sup>

Não há nada de novo ou surpreendente em limitarmos, assim, o alcance desta parte do nosso aparato analítico. Na verdade, não estamos fazendo nada mais do que resumir o que tem sido uma tendência doutrinária inequívoca, desde que se tornou reconhecido, em primeiro lugar, que o custo crescente, no sentido da resposta física decrescente ao esforço produtivo aplicado a uma quantidade constante de um dos fatores, não é uma peculiaridade da agricultura, mas sim um fenômeno geral – um fenômeno que, dadas as mesmas condições, aplica-se a todos os tipos de produção e, dadas outras condições, não se aplica sequer à agricultura; em segundo lugar, que existe uma tendência mais fundamental que age para tornar positiva a segunda derivada do custo total em relação à produção, e que não tem nada a ver com a *lei física dos rendimentos decrescentes*, daí a dificuldade de encher certas caixas vazias. Estamos simplesmente confirmando, por um lado, o que nos parece ser o verdadeiro fenômeno do custo real e, por outro, o que parece ser tanto o significado de economia *estática* quanto a natureza do equilíbrio estático. Que isto está perfeitamente de acordo com a direção fundamental da análise marshalliana, tentarei mostrar em nota de rodapé.<sup>10</sup>

---

8. Isto se relaciona com outra distinção, cuja importância é mais bem vista por meio de um exemplo: a teoria dos juros de Von Böhm-Bawerk acentua a importância do processo de produção *indireta*. Mas não o *funcionamento* da produção com um nível dado de circulação que importa, e sim o *ato de introduzir maior circulação*. Existe uma queda – de natureza descontínua, irregular, “imprevisível” e “historicamente” particular – nos custos no momento em que a produção começa com um novo plano – em *qualquer* novo plano bem-sucedido, pouco importando se ele implica ou não circulação –, mas não existem novas e contínuas economias de custo por unidade de produto no funcionamento do processo. Generalizando: mudanças de parâmetros podem ser representadas por linhas ligando as curvas teóricas deslocadas e destorcidas. Se estas linhas forem pequenas e frequentes, elas podem, elas mesmas, parecer-se com as nossas curvas. Mas nunca são curvas teóricas e não têm, neste sentido, nenhum significado teórico.

9. Cf. C. G. H. Schultz, Theoretical considerations relating to supply, *Journal of Political Economy*, p. 441, Aug. 1929. Por conseguinte, a hipótese de que  $\frac{dy}{dx} > 0$  continua sendo arbitrária, a não ser que seja reforçada pelo critério de Cunyngame:  $\frac{dy}{dx} > \frac{y}{x}$ .

10. Marshall, na realidade, protesta repetidamente contra as limitações do aparato estático – cf. especialmente em carta sua ao prof. John E. Clark. Ora, se fosse verdade que raciocinar por meio dele está “demasiadamente distante da vida para ser útil”, então, a maior parte da análise dos Princípios

## III

Parece haver, entretanto, duas outras fontes de instabilidade decorrentes da indeterminação, nos limites do sistema *estático*. Por consenso universal, o monopólio único produz um equilíbrio determinado e estável, mas, segundo altas autoridades, tal não é o caso do duopólio e do monopólio múltiplo ou, geralmente, nos

---

seria inútil, como seria a maior parte de toda ciência exata. Isto porque a análise marshalliana apoia-se tanto nas hipóteses da estática quanto na estrutura do prof. Clark. Mas isto não é verdade. Não há nada de indevidamente abstrato em considerar um a um os fenômenos que agem no funcionamento da vida econômica sob determinadas condições. Ao contrário, significa dar a estes problemas o tratamento que eles requerem. E o próprio Marshall contribuiu substancialmente para a perfeição deste tratamento ao criar instrumentos tão preciosos como seu excedente do consumidor e sua quase-renda. Além disso, ele fez uso de hipóteses de estática tanto na sua teoria de distribuição como nos fundamentos dos seus *catallactics*; de fato, em ponto decisivo, tratando de detalhes que exigem rigor de análise, ele limitou seus argumentos aos custos crescentes. Finalmente, ele próprio insistiu na irreversibilidade e nas dificuldades peculiares de uma curva de oferta negativa e, ao fazê-lo, chega muito perto de dizer quase o mesmo que foi dito anteriormente. A lealdade para com a tradição, a aversão a parecer demasiado “teórico” – à qual ele atentava significativamente – e aquela sua tendência, que em outros aspectos devemos tanto, de resumir os problemas da vida prática podem justificar o fato de ele não ter sido conclusivo, e, por isso, só posso concordar com o Sr. Keynes em considerar como a parte menos satisfatória de sua análise, devidamente conduzida pelo prof. Sraffa. Isto acarreta uma série de consequências, mas, fundamentalmente, o que dissemos nada mais é do que o desenvolvimento de uma tendência oculta por outras coisas, mas ainda presente nos Princípios.

Podemos acrescentar o peso da autoridade do prof. Pigou, porque no artigo citado em nota anterior ele exclui da função de custo, por motivos de “coerência lógica”, o conjunto destes fenômenos que nós mesmos nos propomos a excluir, pela mesma razão. Na verdade, ele até rejeita o que chamamos de lei fundamental dos custos ( $\phi''(x) > 0$ ). Mas o faz apoiado apenas na hipótese técnica de que é “impossível construir-se uma função de custos” baseada nas mudanças dos valores relativos dos fatores de produção, possíveis de ocorrer em consequência das mudanças na escala de produção de uma indústria. Por outro lado, ele não rejeita inteiramente as economias externas. Mas o que ele conserva delas são meramente “variações nos custos agregados associados a variações na escala de produção e decorrentes destas” (op. cit., p. 189); e se inserirmos, como devemos, a palavra “automaticamente” nesta frase, serão encontrados poucos casos, se houver, que correspondam àquele critério, como foi apontado pelo prof. Young (*Quarterly Journal of Economics*, p. 678, Aug. 1913). Naturalmente, a expansão e o aperfeiçoamento estão intimamente ligados na vida real. Mas, como tentaremos explicar no texto, a causa principal é a que vai do aperfeiçoamento à expansão, e não pode ser de forma alguma adequadamente tratada pela análise estática. Se for correto, a posição do prof. Pigou poderá ser vista como bem próxima àquela assumida no texto, caso o leitor leve em conta o fato de que as economias, antes de se tornarem externas, devem geralmente ser internas em alguma firma ou firmas da mesma ou de alguma outra indústria.

Não pretendo, além disso, com o que disse, levantar objeções às tentativas de determinar estatisticamente as funções de custo. Pelo contrário, sou um humilde admirador do trabalho pioneiro feito pelo prof. H. L. Moore e seus seguidores, apesar de pedir licença para dizer que falar de “equilíbrios em movimento” pode ser enganoso ante o fato de que o que realmente acontece é uma destruição dos equilíbrios no significado comumente aceito.

casos em que as firmas têm consciência da sua influência sobre os preços. O procedimento de Cournot e as objeções levantadas contra este, primeiramente, por Bertrand e, depois, por Edgeworth, são bem conhecidos. Como este caso não é somente mais importante na prática do que aqueles de concorrência “livre, perfeita ou simples”, de um lado, e de monopólio único, de outro, mas também de um caso mais geral em sentido teórico – pois a hipótese de concorrência é, afinal de contas, uma condição adicional e, em grande parte, uma espécie de muleta –, então, a falha na nossa construção parecia ser bastante séria. Tornar claro este problema foi um dos últimos entre os muitos serviços que Knut Wicksell prestou à ciência.<sup>11</sup>

---

11. É com relutância que contradigo a grande sombra de Edgeworth. Mas não parece haver nenhuma garantia em supor-se indeterminação no caso que o prof. Pigou chama de competição monopolista. Levando em consideração apenas o caso limite, o do duopólio, que pode ser facilmente generalizado, e supondo que ambos os concorrentes estão exatamente na mesma posição, estamos, primeiro, frente ao fato de que eles não podem deixar de se dar conta de sua situação. Mas eles encontrarão o preço e aderirão a este para que maximize a renda de monopólio para ambos conjuntamente – pois eles teriam, na ausência da preferência do consumidor por um deles, que repartir a renda de monopólio, qualquer que fosse o preço. O caso não difere muito daquele da combinação consciente – em princípio – e está tão determinado quanto este. A única outra alternativa que se apresenta, na ausência de qualquer esperança de expulsar o concorrente do mercado, é mais bem “visualizada” partindo-se de uma situação em que um monopolista controla o mercado e só então surge um segundo monopolista (procedimento de Cournot). Talvez seja mais “realista” supor que o primeiro monopolista não cederá facilmente – o que seria uma vantagem eventual para ele – a metade do seu mercado para o recém-chegado, e sim que este último terá que forçar a sua entrada. E este caso está igualmente determinado, como foi mostrado por Wicksell na sua resenha sobre o *Groundwork* do prof. Bowley (*Ekonomisk tidskrift*, 1925 e *Archiv für sozialwissenschaft*, 1927). Tomando, como unidade do preço  $p$ , aquele preço no qual a produção seria zero e, similarmente, como unidade da quantidade vendida  $x$ , aquela quantidade que poderia ser disponível ao preço zero (Edgeworth), temos:  $p = 1 - x$ . Se não houvesse custos, um monopolista individual maximizaria  $px$  e cobraria um preço de um meio, vendendo um meio. Um segundo produtor, tendo que enfrentar esta situação, obviamente maximizaria sua produção  $x$ , multiplicada pelo preço – ou seja,  $x^2 p = x^2 (\frac{1}{2} - x^2)$ , vendendo portanto um quarto. Diante disto, o primeiro terá de reajustar sua produção,  $x^1$ , e oferecer três oitavos, e assim por diante. Finalmente, o processo leva a um limite de preço de um terço, quando cada um deles vende um terço, com um preço mais elevado e vendendo uma quantidade menor do que sob condições de concorrência. Não há nada de absurdo nisto. Não se pode contestar que nenhum dos dois concorrentes está certo em supor, ao decidir sobre o ajustamento do nível de sua produção, que o outro concorrente manterá o seu. Porque tal suposição não está realmente cogitada, e o argumento dado só objetiva descrever o processo de *tâtonnement*, do qual o preço de equilíbrio é finalmente obrigado a surgir, e as coisas permaneceriam substancialmente as mesmas se fossem retiradas algumas etapas – assim como o equilíbrio da concorrência perfeita não ocorre necessariamente em cada uma das etapas teóricas de um leilão que realmente se verifica na prática. Tampouco se pode dizer que os dois monopolistas, ao alcançarem o que chamamos preço de equilíbrio, tentariam retomar os mesmos passos. Isto porque nenhum deles poderia fazer isto individualmente sem perder os clientes. Só poderiam fazê-lo juntos – e o caso converter-se-ia em um monopólio único. O mesmo resultado foi alcançado independentemente pelo dr. Chamberlin, no seu *Monopolistic competition*, ainda não publicado. [O livro de Edward Chamberlin foi publicado com o título *The theory of monopolistic competition*, Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press, 1933. (N. do Ed.)]

A forma mais simples do segundo caso, a qual chamo de *preços correspondentes*,<sup>12</sup> é apresentada pelo intercâmbio entre dois monopolistas. É novamente a autoridade do prof. Edgeworth a responsável pela aceitação quase universal desta opinião – expressa primeiramente por ele no seu *Mathematical psychics* – de que existe uma indeterminação de preço durante um intervalo (sobre a curva de contrato) que deve, geralmente, ser significativo. Ele chegou até a descrever a situação do mundo econômico oligopolizado como um “caos”. Aqui, portanto, inicia-se uma rica fonte de instabilidade. Naturalmente, qualquer teórico se sentiria tentado a relacionar as instabilidades que vê com esta possível explicação para elas. Tampouco podemos contestar chamando atenção para o fato de que os preços fixados pelos trustes apresentam, em muitas e importantes situações, muito menos flutuações do que se poderia esperar em condições de concorrência; isto porque as forças não econômicas, a pressão da opinião pública ou o medo da ação governamental, por exemplo, podem ser os responsáveis. E a autoridade do prof. Edgeworth tem sido reforçada pela autoridade não menos importante do prof. Pigou.

É bem verdade que existe, nesse caso, assim como no do monopólio unilateral, muito menos *garantia* de que uma tendência de preços de equilíbrio realmente se imponha. Temos muito menos razão – do que temos no caso de concorrência perfeita – para esperar que os monopolistas cobrem, em qualquer dos casos, um preço de equilíbrio; isto porque os produtores em concorrência têm que geralmente cobrar este preço sob pena de morte econômica, enquanto os monopolistas, embora tendo um *motivo* para cobrar o preço de equilíbrio monopolista, não são forçados a tal, podendo até ser impedidos de fazê-lo, por outros motivos. Além do mais, é verdade também que atitudes como o blefe, o uso de forças não econômicas, o desejo de subjugar a outra parte têm muito mais perspectiva no caso de monopólio bilateral – como têm os métodos predatórios no caso de concorrência limitada – do que em situação de concorrência perfeita.

Porém, há mais do que interesse acadêmico quando afirmamos que nossa teoria não perde o seu valor a esta altura. O equilíbrio é determinado mesmo neste caso – mesmo se tomarmos um exemplo tão extremo como o de um sindicato que congregue todos os trabalhadores de um país, inteiramente certo da lealdade de seus membros, capaz de impedir a imigração do exterior ou de outros estratos da sociedade, e de um sindicato patronal com características similares. Se admitirmos que cada parte tem uma curva de demanda monopolista definida e conhece a curva do outro, que cada qual deseja conseguir as melhores condições possíveis – com o sindicato dos trabalhadores oferecendo quantidades variáveis de mão de obra e proporcionando meios para aqueles entre os seus membros que venham a ficar desempregados – sem tentar alcançar vitórias ou infligir derrotas, e que o contrato é para cobrir todo o período considerado (a condição *uno actu*), então, o ponto de negociação entre as partes fica perfeitamente determinado, e *não* somente o período em que será feita a negociação. Ele poderia ser indeterminado somente devido a razões que

---

12. [No original, *Correspective prices*. (N. do Ed.)]

também tornassem o caso indeterminado na concorrência. Tampouco se pode assegurar que as hipóteses aludidas estão muito longe da realidade. Pode ser, até, que elas estejam mais próximas da realidade do que as hipóteses implícitas na ideia da concorrência teoricamente perfeita: é, por exemplo, muito mais comum do que creem os observadores, cuja atenção está naturalmente dirigida para os casos anormais, que patrões e empregados se encontrem precisamente em estado de ânimo imaginado e que vejam com receio todos os riscos econômicos, políticos e sociais oriundos do fato de não fazer concessões ou de entrar em atrito, o que pode resultar em mau negócio, mesmo no caso de sucesso. Seguindo o procedimento do método do *prix créé par hazard* de Walras, ou simplesmente observando os dois esquemas plotados um contra o outro, nossa afirmativa será tão prontamente evidenciada a ponto de não ser necessário dar nenhuma prova formal.<sup>13</sup>

## IV

Assim, existe bem mais estabilidade<sup>14</sup> no sistema econômico do que poderíamos esperar, baseando-nos na maioria das afirmativas das autoridades na matéria. Mas até que ponto esta estabilidade depende inteiramente da natureza daquela restrição que apre-

---

13. O conhecido aparato edgeworthiano, usado comumente para provar o contrário, somente mostra que os *elementos que ele descreve* não são suficientes para determinar nada mais do que um intervalo. O prof. Bowley, no seu *Groundwork*, considerando o caso de um patrão e um empregado, só chega ao resultado de incompatibilidade entre os máximos respectivos supondo que o empregado poderia gerar o produto por conta própria. O *Groundwork* contém, no entanto, duas abordagens muito sugestivas para o problema do monopólio universal, uma delas incluída em nota que leva aquele título e a outra conduzindo ao teorema segundo o qual existe determinação no caso em que os produtos ou os fatores – mas não ambos – estejam monopolizados. Argumentos análogos aos do nosso texto parecem mostrar que pelo menos o mesmo tipo de determinação prevalece também nestes casos.

14. Esta estabilidade é da mesma natureza, e sua prova exata é do mesmo valor que a estabilidade de qualquer outro sistema exato. É claro, ela é compatível com uma grande parcela de instabilidade no fenômeno real. Uma parte dela não é importante, tanto para propósitos teóricos quanto práticos; a outra parte, ainda que praticamente importante, é todavia desinteressante em discussão de princípios; embora outra, entretanto, tenha, como veremos, importância tanto prática quanto teórica. Nenhum destes grupos de casos afeta a importância fundamental da prova exata da estabilidade no sentido entendido, como seria óbvio em qualquer lugar que não a economia, em que a esterilidade decorrente da prevalência do interesse no “problema prático” deve ainda ser superada, e em que o refinamento científico ainda é uma afronta. Mas devemos ter em mente que o nosso argumento exclui todos os casos importantes de equilíbrio determinado mas instável. Para o argumento anterior, portanto, e no nosso significado dos termos, a determinação implica estabilidade econômica sob condições estáticas, embora, é claro, estas duas coisas não coincidam logicamente e exijam sempre provas separadas. A forma mais breve de evidenciar este ponto é por meio da comprovação da afirmação segundo a qual, de todos os casos de equilíbrio conhecidos pela análise marshalliana, somente os estáveis permanecem – com a exceção dos equilíbrios acidentais que ocorrem durante o processo de *tâtonnement* walrasiano – para uma teoria da estática da forma definida acima. A prova correta desta estabilidade não foi dada até agora, mas não parece encontrar qualquer dificuldade maior.

sentamos junto à hipótese de concorrência que acabamos de descartar: o *estado estático*, que definimos tanto por meio de um conjunto perceptível de fatos como por meio de um aparato analítico ou ponto de vista teórico. Este conjunto de fatos consistentes entre si se define em termos das operações que são a essência do processo circular e contínuo de produção e consumo. Não é uma objeção válida dizer que este processo não pode ser imaginado independentemente do crescimento ou, de forma geral, da mudança. Porque ele pode. Da mesma forma que a circulação sanguínea de uma criança que, embora atuando simultaneamente com o seu crescimento ou, digamos, com as alterações patológicas ocorridas nos seus órgãos, pode, todavia, ser isolada e tratada como um fenômeno real distinto, assim também este processo circular fundamental pode ser isolado e tratado como um fenômeno real distinto, e todo *analista*<sup>15</sup> e *todo homem de negócios realmente o tratam assim* – este último percebendo que uma coisa é calcular a despesa e a renda de um prédio em determinadas circunstâncias, e outra coisa é formar uma ideia sobre as perspectivas futuras da vizinhança, ou seja, uma coisa é administrar um edifício existente e outra é colocá-lo abaixo e substituí-lo por outro de tipo diferente. Nem é inútil nossa analogia com a circulação sanguínea. Isto porque a primeira análise completa do processo econômico estático, feita por Quesnay, foi inspirada diretamente na descoberta de Harvey. O aparato analítico ou o ponto de vista teórico da estática são apresentados pelo conceito de um equilíbrio determinado, cujo uso, entretanto, não está absolutamente limitado à explicação do processo circular, já que equilíbrios temporários ocorrem fora deste processo.

Porque um conjunto de fatos que forma um todo coerente, e, em muitos casos, é capaz de se separar estatisticamente do resto, corresponde à teoria da estática. O estado estático não é apenas um artifício metodológico e, menos ainda, pedagógico. E o seu alcance fica bastante ampliado devido ao fato de que ele não é um estado de repouso. Em primeiro lugar, ele não é, é claro, um estado de ausência de movimento, uma vez que implica o fluxo de serviços produtivos e de bens de consumo que está em constante mutação, embora este fluxo ocorra sob condições substancialmente invariáveis. Em segundo lugar, entretanto, as condições não precisam ser inteiramente constantes. Podemos admitir oscilações sazonais. Podemos admitir também, sem abandonar os limites da estática, variações ocasionais, uma vez que a reação a estas é meramente adaptativa, no sentido de uma adaptação, *capaz de ser conseguida por meio de passos infinitesimais*. E podemos, finalmente, tratar do fenômeno do simples crescimento da população, do capital e, conseqüentemente, da renda nacional.

---

15. É claro que somente poucos economistas estão inteirados do fato. E alguns daqueles que estão abrandam a agudeza do instrumento ao falar de um estado *estacionário*. Também, alguns deles constroem um processo de desenvolvimento harmônico para preencher o terreno existente entre a *estática* e o que mais obviamente está fora dela. Não há objeção a tal construção. Mas nem sempre se reconhece que, pelo fato de isto implicar a consideração de grandes períodos, o “normal”, que corresponde a ela, é uma abstração muito mais ousada e perigosa do que a consideração estática.

Pois estas variações ocorrem continuamente, e a adaptação a elas é essencialmente contínua. Elas podem *condicionar* variações descontínuas, mas não as produzem, quer diretamente, quer por sua simples presença. O que elas produzem automaticamente são apenas variações nas margens.<sup>16</sup> O crescimento populacional por si só, por exemplo, tenderá apenas a tornar a mão de obra mais barata e o diagnóstico da situação de qualquer nação, em qualquer época, terá de reconhecer isto como um elemento real e distinto da situação, mesmo que possa ser compensado por outros fatores. Disto deduz-se que o simples crescimento não é, por si mesmo, uma fonte de instabilidade, seja para o sistema, seja para a Ordem do Capitalismo, no significado dado à *estabilidade* neste artigo. Isto elimina algumas, senão a maioria, das teorias da *desproporcionalidade*, passadas e presentes, e contribui com uma ajuda adicional com vista à *localização* das causas da instabilidade.

## 2 ESTABILIDADE E PROGRESSO

### V

Isso poderia muito bem ser tudo: a vida econômica, o elemento ou aspecto econômico da vida social; poderia ser essencialmente passiva ou adaptativa e, *portanto, essencialmente estável em si mesma*. O fato de a realidade estar cheia de mudanças descontínuas não poderia ser uma prova em contrário a isto, pois tais mudanças poderiam, sem nenhum contrassenso, ser explicadas por influências externas, perturbando os equilíbrios que, na ausência de tais influências, poderiam existir ou ser apenas alterados por avanços pequenos e determinados, de acordo com o que viemos chamando de crescimento contínuo. Nós poderíamos, é claro, mesmo assim, traçar linhas de tendências por meio dos fatos que se sucedem historicamente, mas elas seriam apenas expressões de tudo o que tem acontecido, e não das diferentes forças ou mecanismos; seriam estatísticas e não teóricas; teriam de ser interpretadas em termos de acontecimentos históricos específicos, tais como a abertura de novos países no século XIX, influenciando certa taxa de crescimento – e não em termos do funcionamento de um mecanismo econômico *sui*

---

16. Portanto, apesar destas influências não atuarem em um dado estado de equilíbrio e não penderem em direção a um dado centro de gravitação, mas sim deslocarem este centro e impelirem o organismo econômico para longe da sua antiga posição, o aparato da estática é admiravelmente competente para tratá-las. O tratamento de tais questões tem sido chamado de “dinâmica” por algumas autoridades, entre as quais a mais ilustre foi E. Barone. Talvez fosse melhor abandonar totalmente os termos estática e dinâmica. Certamente, são inadequados quando usados no sentido dado a eles no texto, devendo-se tomar cuidado para não entendê-los analogamente aos seus significados na mecânica e para não confundir os diferentes significados atribuídos a eles pelos diversos autores. Todos os diferentes significados, suponho, remontam a John Stuart Mill, que deve a sugestão a Comte, o qual, por sua vez, reconhecia sua dívida para com o zoólogo de Blainville.

*generis*. E se a análise não pudesse identificar quaisquer forças puramente econômicas no sistema, tal que conduzisse a alterações qualitativas e descontínuas, seríamos evidentemente levados a esta conclusão,<sup>17</sup> a qual não pode prescindir de comprovação, uma vez que sempre existem influências externas identificáveis, e visto que a maioria dos fatos de desequilíbrio tem de ser, de qualquer modo, amplamente explicada nestas linhas, havendo ou não nas mesmas uma parte definida do mecanismo não estático.

Ora, é sempre imprudente, e quase sempre injusto, atribuir a qualquer autor ou grupo de autores opiniões definitivas sobre os processos sociais abrangentes, cujos diagnósticos sempre repousam significativamente na visão social de cada um, e não em argumentos comprováveis. Isto porque nenhum autor ou grupo de autores pode deixar de reconhecer muitos elementos heterogêneos, e é sempre fácil encontrar citações que o comprovem. O estudo da história da análise do valor do custo e do juro fornece exemplos ilustrativos,<sup>18</sup> devendo-se deixar que o leitor forme sua própria opinião a respeito da exatidão ou não desta nossa formulação a respeito do que nos parece ser uma doutrina comumente aceita: a expansão industrial, que automaticamente se associa e se amolda ao crescimento social geral – cujas forças puramente econômicas mais importantes são o crescimento da população e da poupança –, é o fato básico acerca da transformação econômica, evolução ou “progresso”; as necessidades e as possibilidades aumentam, a indústria se expande em resposta, e esta expansão, trazendo em sua

---

17. Na realidade, esta vem a ser a posição das nossas mais altas autoridades. É certamente a posição de Ricardo e John Stuart Mill, cujas discussões sobre o “progresso” referem-se principalmente à questão do crescimento relativo da população e do capital, afetado ocasionalmente pelo aperfeiçoamento dos métodos de produção, o qual eles encaram como um perturbador da ordem natural das coisas. Esta é também a posição de Walras ou, neste aspecto, de Böhm-Bawerk, ambos parecendo convencidos de que todas as coisas de natureza puramente econômica devem ajustar-se em um corpo homogêneo da doutrina, que em Walras é francamente *estático*, enquanto Böhm-Bawerk sempre rejeitou a concepção estática precisamente porque ela exclui algumas coisas que ainda são, sem dúvida, “puramente econômicas”. John B. Clark é a única exceção evidente, mas Marshall, embora dispondo no seu vasto horizonte de todos os elementos essenciais para uma teoria distinta da *dinâmica*, mesmo assim, forçou-os para dentro de uma estrutura substancialmente *estática*. Este autor acredita que algumas das dificuldades e as consequentes controvérsias acerca do argumento do prof. Pigou, no seu *Economics of welfare*, têm origem na mesma fonte, e que o seu trabalho sobre *Flutuações industriais* é um monumento à visão de que a vida econômica, em si mesma essencialmente passiva, está sendo continuamente perturbada e impelida por “impulsos iniciais” vindos de fora.

18. Mesmo nos mais estreitos limites de problemas como estes, tornou-se moda – talvez como uma justificada reação contra o vício oposto – interpretar autores mais antigos de forma tão ampla a ponto de fazê-los *ver* tudo e não *dizerem nada definido*, e a não verem com bons olhos e acharem mesquinho expressar as opiniões deles de outras formas. Acho, contudo, em primeiro lugar, que embora esta atitude de avaliar os teóricos individuais seja correta – desde que a mesma amplitude generosa seja concedida a todos –, ela não é útil em ressaltar características; em segundo lugar, que o simples “reconhecimento” de um fato não significa nada, a menos que este fato esteja ligado ao resto da argumentação e seja colocado para executar trabalho teórico.

esteira especialização e oportunidades crescentes, explica o resto, mudando contínua e organicamente seus próprios parâmetros.

Motivos para discordar dessa opinião aparecem em vários pontos, mas estou ansioso para ignorar objeções a fim de poder destacar a objeção. Sem ser falsa, quando considerada como uma proposição que resume a história econômica ao longo de, digamos, mil anos,<sup>19</sup> ela é inadequada ou mesmo enganosa quando pretende ser uma descrição daquele mecanismo da vida econômica, cuja explicação é tarefa da teoria econômica; e não é uma ajuda, mas um empecilho para o entendimento dos problemas e fenômenos inerentes àquele mecanismo. Isto porque a expansão *não* é um fato básico capaz de desempenhar o papel de uma causa, mas é em si mesma o resultado de uma *força econômica* mais fundamental que explica tanto a expansão como as séries de consequências dela emanadas. Isto pode ser mais bem visualizado dividindo-se o fenômeno abrangente do crescimento industrial geral pelas expansões de cada indústria específica que o compõem. Se fizermos esta divisão para o período de capitalismo predominantemente concorrencial, encontraremos na verdade, em dado momento, com uma série de casos nos quais indústrias inteiras e firmas individuais são puxadas pela demanda que lhes vem de fora e, assim, se expande automaticamente; mas esta demanda adicional origina-se quase sempre como um fenômeno secundário,<sup>20</sup> de uma mudança primária em alguma outra indústria – primeiro, da de têxteis; depois, da de ferro e vapor; e, posteriormente, da indústria de eletricidade e química – que não *acompanha*, mas sim *cria* a expansão. Ela primeiro – e por sua própria iniciativa – expande a própria produção, criando, dessa forma, uma expansão da demanda para seus próprios produtos e, a partir daí, para

---

19. Conjuntos diferentes de problemas requerem distâncias diferentes dos assuntos de nosso interesse; e proposições diferentes são verdadeiras para distâncias diferentes e em níveis diferentes de argumentação. Assim, *e.g.*, para uma certa forma de descrever os processos históricos, a presença de um comandante militar com uma habilidade napoleônica pode sem dúvida ser considerada de importância causal, embora, para um estudo destituído de detalhes, ela dificilmente poderá ter qualquer importância. Nosso aparato analítico consiste em peças heterogêneas, cada uma das quais funciona bem em alguns dos *níveis* possíveis de argumentação e não funciona de maneira nenhuma em outros, fato cuja inobservância é uma fonte importante, e às vezes a única, de nossas controvérsias.

20. Nós podemos comodamente enumerar, em parte antecipando e em parte repetindo, os tipos mais importantes destes fenômenos secundários, os quais achamos que a opinião comumente aceita trata de forma exclusiva, ignorando o fenômeno primário, na ausência do qual, senão inteiramente mas quase, não existiriam.

1. A expansão de algumas indústrias provocada pela expansão primária em outras, conforme mencionado acima: caso um novo empreendimento se estabeleça, os negócios de mercearias aumentariam na vizinhança, o mesmo acontecendo com os produtores de artigos subsidiários. *A expansão de todas as indústrias que não apresentam qualquer interrupção no seu funcionamento durante o tempo considerado* deve ser assim explicada.
2. Se a mudança primária acaba produzindo instrumentos de produção, naturalmente, ampliará as indústrias que os utilizam. Isto deve ser considerado ao julgar-se, por exemplo, o sucesso de algumas ferrovias administradas pelo Estado rodeadas de indústrias privadas, o que as força a adquirir melhores locomotivas, acessórios etc.

outros produtos; e a expansão geral do meio ambiente que observamos – incluindo-se o aumento de população – é o *resultado* desta expansão da produção, como pode ser verificado tomando-se qualquer uma das fases significativas do processo, como, por exemplo, o crescimento do transporte ferroviário. A forma pela qual cada uma destas mudanças ocorre permite que se estabeleça uma regra geral: elas ocorrem sempre por meio de novas combinações dos fatores de produção existentes, incorporados em novas fábricas e, tipicamente, novas firmas que ou produzem novas mercadorias ou empregam

- 
3. Qualquer mudança dada tem início em dadas circunstâncias e seria impossível sem as facilidades proporcionadas por estas. Mas toda circunstância incorpora os resultados de uma mudança primária anterior e, portanto, não pode ser considerada, exceto no âmbito da teoria da estática, como um parâmetro básico que atua de maneira autônoma, mas é ela própria, em grande parte, um fenômeno secundário.
  4. Assim ocorre, em grande parte, com o que chamamos de crescimento. Isto está especialmente claro no caso da poupança, cujo montante seria muito menor na ausência de sua fonte mais importante, qual seja, o lucro dos empresários. É verdade, também, no caso do aumento da população. E a expansão, remanescente do processo de crescimento na ausência de uma mudança primária, rapidamente se esgotaria pela atuação efetiva de uma lei – física – dos rendimentos decrescentes. *Esta é, portanto, a razão principal pela qual não consideramos importante a ação autônoma das economias externas – ao contrário da ação secundária – decorrente da simples expansão, nem o que decorre dos rendimentos crescentes, se excluirmos tudo o que for primária ou secundariamente decorrente da causa que pretendemos considerar.*
  5. A evolução industrial inspira uma ação coletiva a fim de forçar uma melhoria dos estratos le-tárgicos. Deste tipo foi e é a ação do governo no continente para melhorar os métodos agrícolas dos camponeses. Esta ação não é secundária no sentido que a entendemos, mas, se ela chegar a criar economias externas por meio de influências não econômicas, é não obstante devida, até então, principalmente, a alguma realização anterior em alguma indústria privada.
  6. Uma mudança primária bem-sucedida é seguida por uma reorganização geral na mesma indústria, com mais e mais firmas obedecendo às lideranças de outras, tanto por causa dos lucros a serem auferidos como devido às perdas que se pretende evitar. Durante este processo, o que a princípio são economias internas das líderes logo converte-se em economias externas para o restante das firmas, cujo comportamento não precisa ser mais que uma adaptação passiva – e expansão – ao que, *para elas*, é uma vantagem circunstancial. Mas, para nós, observadores, considerar estes processos como de adaptação ao meio em expansão é omitir o ponto principal.

Decorrentes de todos os fenômenos considerados, encontram-se, entre outras coisas, ganhos secundários que vão para todos os tipos de agentes que não demonstram nenhuma iniciativa. Existe, entretanto, outra iniciativa – secundária – estimulada pela possibilidade de tais ganhos se tornarem possíveis – aumentos dos negócios, transações especulativas, e assim por diante, calculados para assegurar-los. A elevação e a queda periódicas do nível de preços – uma peça essencial, como veremos, do mecanismo de mudança no capitalismo concorrencial – traz, na sua esteira, expansões e, para financiá-los, solicitações de crédito devido simplesmente ao fato de que os preços sobem, o que intensifica amplamente o fenômeno. E este fenômeno secundário é geralmente muito mais notado pelos observadores do que o fenômeno primário que lhe dá origem.

Nossa análise não passa por alto nem nega a importância dessas coisas. Pelo contrário, ela objetiva demonstrar sua causa e sua natureza. Entretanto, em declaração de princípios fundamentais feita em espaço tão curto, elas não podem se destacar muito no nosso quadro.

novos métodos, *i.e.*, métodos ainda não experimentados, produzindo para um novo mercado ou comprando meios de produção em um novo mercado. O que chamamos, não cientificamente, de progresso econômico consiste, essencialmente, na alocação de recursos produtivos em usos *até agora não experimentados na prática*, e na sua retirada daqueles para os quais elas serviram até agora. É a isto que chamamos de *inovação*.

O que importa para o tema deste estudo é simplesmente o caráter essencialmente descontínuo desse processo, o qual não se presta para uma descrição em termos de uma teoria de equilíbrio. Mas nós podemos oportunamente chegar a ela enfatizando, por ora, a importância da diferença entre esta opinião e a que eu tenho chamado de comumente aceita. A inovação, a não ser que consista em produzir e impor ao público uma nova mercadoria, significa produzir a um custo menor por unidade, acabando com a antiga *curva de oferta* e iniciando uma nova. É irrelevante que se produza pelo uso ou não de uma nova invenção, pois, por um lado, nunca houve nenhum momento em que o estoque de conhecimentos científicos tivesse produzido tudo o que poderia em termos de aperfeiçoamento industrial e, por outro, não é o conhecimento que importa, mas sim o êxito da tarefa *sui generis* de colocar em prática um método não experimentado – pode não haver, e geralmente não há, qualquer novidade científica envolvida, e mesmo que haja, não faz nenhuma diferença para a natureza do processo. E insistindo na importância da invenção, não só estaríamos enfatizando um ponto irrelevante – irrelevante para o nosso conjunto de problemas, apesar de ser, obviamente, tão relevante quanto, digamos, o clima – e, assim, nos afastaríamos do ponto relevante, mas também nos veríamos forçados a considerar as invenções como um caso de economias externas.<sup>21</sup> Ora, isto esconde parte

---

21. Existe outro ponto que se sobressai no tratamento usual dado a estas coisas: ninguém pode negar a ocorrência nem a relevância destas grandes interrupções na prática industrial que alteram os parâmetros da vida econômica de tempos em tempos. Marshall, contudo, distingue estas, que ele chama de invenções “substantivas”, e que trata como ocorrências causais agindo a partir do exterior – em analogia, digamos, aos terremotos –, das invenções que, sendo da natureza de aplicações mais óbvias dos princípios conhecidos, devem provavelmente ocorrer em consequência da própria expansão. Esta distinção é enfatizada pelo prof. Pigou no artigo citado anteriormente. Este ponto de vista, todavia, entrecorta um fenômeno homogêneo cujos elementos não diferem uns dos outros exceto no grau, e cria, claramente, uma dificuldade semelhante àquela de encher caixas vazias. Exatamente como o insucesso de distinguir processos diferentes leva, no caso das caixas, a uma dificuldade de distinguir diferenças entre grupos de fatos – e leva, também, àquele estado de discussão em que alguns autores afirmam que a maioria das indústrias apresenta rendimentos *crescentes*, outros que apresentam rendimentos *decrecentes*, e ainda outros que asseguram que qualquer indústria mostra normalmente rendimentos *constantes* –, assim, é obviamente impossível traçar qualquer linha entre aquelas classes de inovações, ou até invenções; e a dificuldade não está em julgar casos particulares, mas sim de princípios. Pois *nenhuma* invenção é independente das condições existentes; e *nenhuma* invenção é tão dependente delas a ponto de ser automaticamente produzida por elas. No caso de uma invenção importante, a mudança nas condições é grande; e no caso de a invenção não ser importante, a mudança é pequena. Mas é apenas isto, sendo que a *natureza* do processo e do mecanismo especial colocados em ação é sempre a mesma.

da verdadeira essência do processo capitalista. Este tipo de economia externa – e, aliás, quase todos os tipos, mesmo as revistas especializadas, a menos que sejam produto de uma ação coletiva, devem ser negócio de alguém – aparece, caracteristicamente, primeiro, sendo utilizado por uma ou poucas firmas – isto é, atuando como uma economia interna. Esta firma começa a vender a preços abaixo das outras, algumas das quais são, dessa forma, definitivamente passadas para segundo plano, sobrevivendo graças às reservas e quase-rendas acumuladas, enquanto as outras copiam os métodos da firma predadora. Podemos constatar diariamente, observando a vida industrial, que isto é *precisamente* o que ocorre e o que falta ao aparato estático. Daí a insatisfação para com este aparato, bem como as tentativas de forçar tais fenômenos a caber no seu enfraquecido arcabouço – em vez de, como acharíamos natural, reconhecer e explicar o fato como um processo distinto que ocorre paralelamente àquele explicado pela teoria da estática. Saber *porque* acontece assim é uma questão que desviaria muito a nossa atenção para ser respondida satisfatoriamente. A inovação bem-sucedida é, como dissemos anteriormente, uma tarefa *sui generis*. Não se trata de uma ação do intelecto, mas da vontade. É um caso especial do fenômeno social de liderança.<sup>22</sup> Sua dificuldade consiste nas resistências e incertezas peculiares ao fato de se fazer o que nunca foi feito, e que só é acessível e atraente para um indivíduo diferente e raro. Enquanto as diferenças de aptidão para o trabalho de rotina

---

22. Isto não implica nenhuma glória. A liderança em si não denota apenas aptidões que geralmente exigem admiração, implicando, como ocorre, estreiteza de visão em todas as direções, exceto em uma, e uma espécie de força que, às vezes, pode ser quase impossível de diferenciar da insensibilidade. Mas a liderança econômica não tem, além disso, nada do encanto que alguns outros tipos de liderança possuem. Suas implicações intelectuais podem ser triviais; as grandes simpatias, o atrativo pessoal, a sublimação retórica de motivos e atos contam pouco nela; e, embora não careça de romantismo, ela é essencialmente não romântica, de modo que qualquer anseio de cultuar o heroísmo pessoal dificilmente pode esperar ser satisfeito em ambiente onde, entre outros tipos, encontramos sem dúvida puritanos negociantes de escravos e fabricantes de bebidas alcoólicas, no limiar histórico do assunto.

Independentemente dessa fonte de possíveis objeções, existe uma muito mais séria na mente de qualquer economista competente, a quem a experiência ensinou a não dar valor a tais intromissões na teoria de concepções que mais parecem sociologia, e que está propenso a associar quaisquer destas coisas com um certo grupo de objeções à doutrina comumente aceita, que emerge continuamente, malgrado as frequentes refutações das mesmas – ignorando o fato totalmente –, tais como objeções ao homem econômico, à análise marginal, ao uso da hipótese da troca, e assim por diante. O leitor pode, acho eu, convencer-se de que nenhuma carência de formação teórica é responsável por afirmativas que, acredito, concordam fundamentalmente com a análise marshalliana.

Nenhuma dificuldade aparece com relação à verificação. Que novas mercadorias ou *novas quantidades* de mercadorias sejam impostas ao público por iniciativa dos empresários – o que, é claro, não afeta o papel da demanda no processo estático – é um fato da experiência comum; que uma firma ou um pequeno grupo de firmas conduzam, no sentido apontado acima, no processo de inovação, criando, portanto, o seu próprio mercado e geralmente incentivando o meio, está igualmente patente – e não negamos fatos de outro caráter, os secundários ou os “importantes”; e o que estamos tentando fazer é apenas ajustar o aparato analítico para que ele considere estes fatos sem soltar as outras partes da engrenagem.

da administração *estática* resultam em êxitos diferentes fazendo o que todos fazem, as diferenças nesta aptidão específica têm como resultado o fato de só alguns serem capazes de fazer esta coisa específica. Superar estas dificuldades inerentes à mudança de prática é função característica do empresário.

Ora, se esse processo não representasse mais do que um dos muitos tipos de “atrito”, certamente não valeria a pena discordar da exposição usual do tema, quantos fossem os fatos que pudessem se apresentar sob esta rubrica. Mas ele representa mais: a sua análise permite a explicação de fenômenos que não seriam possíveis de ser explicados sem ele. Existe, primeiro, a função *empresarial* diferente da simples função *gerencial* – embora elas possam, e geralmente devem, encontrar-se no mesmo indivíduo –, cuja natureza somente aparece no processo de inovação. Há, em segundo lugar, a explicação do ganho empresarial que surge neste processo e que, de outra forma, se perderia no conjunto dos *ganhos administrativos*,<sup>23</sup> cujo tratamento como um todo homogêneo é insatisfatório precisamente pela mesma razão que, por consenso universal, é insatisfatório agir assim, digamos, com a renda de um camponês que cultiva sua própria terra, em vez de tratá-la como a soma de salários, rendas, quase-rendas e, possivelmente, juros. Além disso, *este* lucro empresarial é a fonte primária das fortunas industriais, cujas respectivas histórias remontam a ou consistem em atos inovativos bem-sucedidos.<sup>24</sup>

---

23. Pelo fato de a função em questão ser distinta, não importa que, na prática, ela apareça raramente, se é que aparece, por si mesma. E quem quer que se interesse em observar de perto a conduta dos homens de negócios não discordará de que as coisas novas e o trabalho de rotina sejam feitos, via de regra, indiscriminadamente pelo mesmo gerente. Descobrirá que o trabalho rotineiro é feito com uma calma que desaparece tão logo uma nova decisão está para ser tomada, e que existe uma profunda divisão entre os dois, que até o melhor gerente não consegue superar. Isto se estende ao domínio do que tendemos a considerar como mudança automática, trazendo consigo economias externas e rendimentos crescentes. Consideremos o caso de um negócio de aluguel de automóveis por meio do princípio “dirija você mesmo”. Um simples crescimento da vizinhança, que seria o suficiente para torná-lo lucrativo, não surte efeito. Alguém tem de perceber a possibilidade, fundar a firma, fazer que as pessoas apreciem seus serviços, conseguir os tipos mais apropriados de carros, e assim por diante. Implica solucionar uma legião de pequenos problemas. Mesmo que tal firma já exista e que um crescimento adicional das instalações torne possível uma extensão descontínua, o que tem de ser feito não é tão fácil quanto parece. Seria fácil para a mente treinada de um líder industrial, mas não é assim para um membro típico da classe que costuma administrar este tipo de negócio.

24. Como já foi dito em nota anterior, não é o *funcionamento* de um negócio de acordo com um novo plano, mas sim o *ato de conseguir* que ele funcione de acordo com este novo plano, que explica os lucros dos empresários e que torna tão indesejável tentar expressá-los por meio de curvas *estáticas* que descrevem precisamente os fenômenos de seu *funcionamento*. À razão teórica de nossa proposição é que a concorrência ou o processo de imputação tem de deter qualquer ganho *excedente*, mesmo no caso de monopólio, no qual o valor da patente, do agente natural ou do que quer que seja que assegure a posição do monopólio absorverá o rendimento, o qual não mais se constituirá em lucro. Mas existe também uma observação *prática* que apoia esta opinião. Nenhuma firma jamais produzirá rendimentos indefinidamente se funcionar apenas de acordo com um plano que não se altera, pois um dia isto deixará de ocorrer com todas as firmas. E todos nós conhecemos aquele tipo

E como ascensão e queda das fortunas industriais é o fato essencial sobre a estrutura social da sociedade capitalista, tanto o aparecimento do que é, em qualquer situação determinada, um ganho essencialmente temporário, quanto a sua eliminação por meio da ação concorrencial são obviamente mais do que fenômenos “de atrito” como acontece com o processo de vender mais barato, pelo qual o progresso industrial surge em uma sociedade capitalista, resultando os seus avanços em rendas reais mais elevadas para todos.

Ainda não é tudo. Esse processo de inovação na indústria por meio da ação empresarial fornece a chave para todos os fenômenos de capital e crédito. O papel do crédito seria técnico e subordinado, no sentido de que tudo o que é fundamental acerca do processo econômico poderia ser explicado em termos de bens, se a indústria crescesse em pequenos avanços ao longo de curvas coerentes. Pois, neste caso, o financiamento poderia e seria feito substancialmente por meio da renda bruta corrente, e apenas pequenas discrepâncias teriam de ser atenuadas. Se simplificarmos admitindo que todo o processo circular de produção e consumo considera exatamente um período, sem que nenhum instrumento ou bem de consumo permaneça no período seguinte, o capital – definido como um conceito monetário – e a renda seriam exatamente iguais, representando apenas diferentes fases de uma única corrente monetária. Entretanto, como a inovação é descontínua e envolve uma mudança considerável e no capitalismo concorrencial é tipicamente incorporada às novas firmas, ela exige grandes gastos antes do aparecimento de qualquer renda, razão por que o crédito se transforma em elemento essencial do processo. E não podemos recorrer à poupança a fim de explicar a existência de um fundo do qual venham a surgir estes créditos. Isto porque um tal procedimento implicaria a existência de lucros prévios, sem os quais não existiria nada que se assemelhasse aos montantes exigidos – mesmo assim, a poupança geralmente fica aquém das necessidades – e, em uma explanação de princípios, a presunção de lucros prévios resultaria em raciocínio circular. A *criação de crédito* transforma-se, assim, em parte essencial tanto do mecanismo do processo como da teoria que o explica. Portanto, a poupança propriamente dita vem a ser menos importante do que a doutrina comumente aceita dá a entender, para a qual o crescimento contínuo da poupança – a acumulação – é o sustentáculo da explanação. A criação de crédito é o método pelo qual a adoção de novos usos dos meios de produção existentes é realizada por meio de um aumento de preços forçando a poupança da quantidade necessária, a qual é desviada dos usos aos quais ela servia até agora – *poupança forçada*, cf. *carência imposta* do Sr. Robertson.

---

de firma industrial familiar de terceira geração que caminha para esta mesma situação, embora ela conscientemente se acredite *administrada*.

Finalmente, não se pode dizer que, embora tudo isso se aplique às firmas individuais, o desenvolvimento de indústrias inteiras pode ser entendido como um processo contínuo, com uma visão global “eliminando” as discontinuidades que ocorrem em cada caso específico. Mesmo assim, as discontinuidades individuais seriam os condutores dos fenômenos essenciais. Mas, por uma razão simples, isto não é assim. Conforme demonstrado tanto pela típica alta geral dos preços como pela igualmente típica atividade das indústrias de construção na fase de prosperidade do ciclo de negócios, as inovações agrupam-se de forma compacta. De fato, tão compacta que o distúrbio resultante produz um claro período de ajustamento – que é precisamente no que consiste a fase de depressão do ciclo de negócios. *Porque* isto deve ser assim, este autor já tentou mostrar em outro texto.<sup>25</sup> Que é assim, é a melhor evidência da validade da opinião apresentada, quer apliquemos o critério de “ser verídica”, quer o de proporcionar uma explicação de um fenômeno que *não está, ele próprio, contido no seu princípio fundamental*.

Então, se é na adoção de novos usos para os recursos existentes que consiste fundamentalmente o “progresso”, se a natureza da função do empresário é atuar como a força propulsora do processo, se os lucros do empresário, o crédito e o ciclo provam ser partes essenciais do seu mecanismo – o autor acredita até que isto seja válido também para os juros –, então, a expansão industrial *per se* é mais bem descrita como uma consequência, e não uma causa; e nós tenderíamos a inverter o que chamamos de cadeia de causalidade comumente aceita. Neste caso, e como estes fenômenos se interligam de modo a formar um todo lógico coerente e autossuficiente, é óbvio que deixá-los bem nítidos contribuirá para tornar as coisas claras; relegar a um corpo distinto de doutrinas o conceito de equilíbrio, as curvas contínuas e as pequenas variações marginais, todos os quais, por sua vez, sob condições constantes, ligam-se ao fluxo do circuito da rotina econômica; e construir, paralelamente a isto, e *antes* de levar em conta toda a complexidade do fenômeno “real” (ondas secundárias, ocorrências esporádicas, “crescimento”, e assim por

---

25. *Theorie der wirtschaftlichen entwicklung*, 1911, 2. ed. 1926. Cf. também *The explanation of the business cycle*, *Economica*, 1927. A não elevação do nível de preços nos Estados Unidos no período 1923-1926 será vista não como objeção, mas como uma comprovação posterior desta teoria. Entretanto, foi mostrado ao autor, por uma alta autoridade, que os preços não aumentaram nos Estados Unidos no período de prosperidade imediatamente anterior à Guerra. Poderia ser respondido que os fatores responsáveis pela estabilidade do período 1923-1926 já haviam atuado antes da Guerra. Mas as cifras do U.S. Bureau of Labor para 1908-1913 são US\$ 91,00, US\$ 97,00, US\$ 99,00, US\$ 95,00, US\$ 101,00 e US\$ 100,00. Cf. também a tabela do prof. Person na *Review of Economic Statistics*, Jan. 1927. É bom lembrar também que a indústria de construção e o comércio de materiais de construção não precisam mostrar toda a sua atividade em cada índice. O ferro, *e.g.*, sendo uma mercadoria internacional, não precisa subir de preço se as fases do ciclo não coincidem exatamente em países diferentes. Na verdade, eles geralmente o fazem. Mas a maneira correta de se lidar com o ferro e o aço é usando o índice Spiethoff (produção + importações + exportações), o qual tem, até agora, sempre funcionado satisfatoriamente.

diante) uma teoria da mudança capitalista, admitindo, ao fazê-lo, que as condições ou dados não econômicos são constantes e que mudanças graduais e automáticas nas condições econômicas não existem. Não há dificuldade em incluir tudo isto. Resultaria que a analogia orgânica está menos adaptada para expressar com fidelidade a natureza do processo do que muitos de nós acreditamos; embora sendo uma simples analogia, pode-se obviamente interpretá-la de modo que não implique nada de positivamente errado e de forma a evitar a ideia de um equilíbrio de crescimento *ad instar* do crescimento de uma árvore, que ela pode mas não precisa necessariamente sugerir.

Resumindo a argumentação, e aplicando-a ao assunto em questão, vemos que existe realmente um elemento no processo capitalista, incorporado no tipo e na função do empresário, que – na ausência de impulsos ou distúrbios externos e mesmo de “crescimento” – destruirá, *de dentro para fora e pelo seu simples funcionamento*, qualquer equilíbrio que possa ter-se estabelecido ou que esteja em processo de estabelecer-se; que a ação do citado elemento não pode ser descrita por meio e avanços infinitesimais; e que ele produz as “ondas” cíclicas que são, em essência, a forma que o “progresso” assume no capitalismo concorrencial, as quais poderiam ser descobertas pela teoria, caso não as conhecêssemos por experiência. Mas por meio de um mecanismo que funciona em períodos de depressão, e que explica suas características, surge sempre ou tende a surgir um novo equilíbrio, o qual absorve os resultados da inovação levada a cabo nos períodos de prosperidade precedentes. Os novos elementos encontram suas proporções de equilíbrio; os antigos se adaptam ou desaparecem; as rendas são redistribuídas; a inflação ocasionada pela prosperidade é corrigida pela autodeflação automática por meio do pagamento da dívida com os lucros, dos novos bens de consumo que entram nos mercados e da poupança que ocupa o lugar dos créditos “criados”. Assim, as instabilidades, que surgem do processo de inovação, tendem a corrigir-se por si mesmas e não continuam se acumulando. E podemos exprimir, em nossa terminologia, o resultado que alcançamos dizendo que, embora haja instabilidade do *sistema*, não existe instabilidade econômica da *ordem*.

## VI

A instabilidade decorrente do que nós consideramos como o fator básico da mudança puramente econômica é, entretanto, de importância bastante diversa nos dois tipos históricos de capitalismo que destacamos.

A inovação no capitalismo concorrencial está tipicamente implícita na fundação de novas firmas – a principal alavanca, na realidade, da ascensão das famílias industriais; o aperfeiçoamento é forçado no setor como um todo por meio da venda a preços mais baixos e da transferência dos seus meios de produção, trabalhadores etc. para as novas

firmas; tudo isto acarretando não somente graves perturbações, mas também produzindo resultados, transformando economias *internas* em *externas* apenas à *medida que* implicar perturbação. Os novos processos não surgem, e geralmente não podem surgir, das empresas antigas, mas sim colocam-se paralelamente a elas e as atacam. Além disso, para uma firma de tamanho relativamente pequeno, sem força no mercado financeiro, e que não pode sustentar departamentos científicos ou uma produção experimental, e assim por diante, a inovação de práticas comerciais ou técnicas é algo extremamente arriscado e difícil que requer energia e coragem *sobrenormais* para ser posta em prática. Mas, tão logo o sucesso fica à vista de todos, tudo se torna muito mais fácil. Ela pode agora, com muito menos dificuldade, ser copiada e, até mesmo, melhorada – e milhares invariavelmente a copiam –, o que explica os grandes saltos de progresso, bem como os retrocessos, trazendo atrás de si não somente a perturbação inicial, inerente ao processo, mas também toda uma corrente de perturbações secundárias e *possibilidades* – embora não mais que possibilidades – de catástrofes ou crises periódicas.

Tudo isso é diferente no capitalismo *oligopolizado*. A inovação, neste caso, não está mais incorporada *tipicamente* às novas firmas, mas vai em frente no seio das grandes unidades agora existentes, na maior parte, independentemente de pessoas individuais. Ela sofre muito menos atritos, já que o fracasso em cada caso particular deixa de oferecer perigo, e ela tende a ser conduzida como um assunto rotineiro de acordo com o conselho de especialistas. Uma política consciente em relação à demanda e uma visão de longo prazo para os investimentos torna-se possível. Embora a criação de crédito ainda tenha um papel a desempenhar, tanto o poder de acumular reservas como o acesso direto ao mercado financeiro tendem a reduzir a importância deste elemento na vida das empresas oligopolistas – o que, a propósito, explica o fenômeno de a prosperidade coexistir com os preços estáveis, ou quase estáveis, que tivemos a oportunidade de testemunhar nos Estados Unidos entre 1923 e 1926. É fácil verificar que as três causas aludidas, embora tendo acentuado as ondas do capitalismo concorrencial, devem suavizá-las no capitalismo oligopolizado. O progresso torna-se *automatizado*, cada vez mais impessoal e cada vez menos uma questão de liderança e de iniciativa individual. Isto representa uma mudança fundamental em muitos aspectos, alguns dos quais fogem muito da esfera econômica. Isto significa a extinção de um sistema de seleção de líderes, cuja característica singular era que o sucesso em *ascender* a uma posição e o sucesso em *ocupá-la* eram essencialmente a mesma coisa – como o sucesso de uma firma e o sucesso do homem que a dirige – e sua substituição por outro sistema mais de acordo com os princípios de indicação ou eleição, que caracteristicamente separa o sucesso do negócio do sucesso do homem, e exige, da mesma forma que nas eleições políticas, aptidões de um candidato à, digamos, presidência de um complexo, que pouco tem a ver com as aptidões de um bom presidente. Existe um ditado italiano que diz: “Quem entra no conclave como o futuro papa, sairá como cardeal”, ditado este que expressa bem o que queremos dizer. Os indivíduos que ascendem e os que perma-

necem embaixo em uma sociedade oligopolizada são diferentes do que seriam em uma sociedade competitiva, mudança que rapidamente se estende aos motivos, estímulos e estilos de vida. Para o nosso propósito, entretanto, é suficiente reconhecer que a única causa fundamental de instabilidade inerente ao sistema capitalista está perdendo importância com o passar do tempo, podendo até desaparecer.

## VII

Em vez de resumir uma argumentação muito fragmentada, desejo enfatizar uma vez mais, para concluir, que levamos em consideração somente os fatos e problemas de ordem puramente econômica. Nosso diagnóstico, portanto, não é melhor, como base de previsão, do que um diagnóstico médico, segundo o qual o simples fato de um paciente não ter câncer constitui base suficiente para o prognóstico de que ele continuará a viver indefinidamente. O capitalismo, pelo contrário, está em processo tão óbvio de transformação em algo diferente que não se pode discordar do fato, mas apenas da interpretação deste fato. Para esta interpretação, eu quis contribuir com um resultado negativo. Mas pode ser de utilidade, para evitar mal-entendidos, que eu explique claramente o que acredito seria o resultado positivo de uma tentativa de fazer um diagnóstico mais ambicioso, mesmo que eu ouse fazê-lo com uma frase curta e imperfeita: o capitalismo, embora economicamente estável, e mesmo adquirindo estabilidade, cria, ao racionalizar a mente humana, uma mentalidade e um estilo de vida incompatíveis com suas próprias condições, motivos e instituições sociais fundamentais, e se transformará, ainda que não por necessidade econômica, e mesmo provavelmente com algum sacrifício do bem-estar econômico, em ordem de coisas que será ou não chamada de socialismo, dependendo de uma simples questão de gosto e terminologia.

---

*Michael  
Kalecki*





O texto “Algumas observações sobre a teoria de Keynes”, de M. Kalecki, foi publicado originalmente na revista *Literatura Econômica*, volume 9, de junho de 1987. Nesta página e nas duas próximas, reproduzimos a capa, o expediente e o sumário daquela edição.

# literatura econômica

revista quadrimestral do  
**IPEA** instituto de planejamento  
econômico e social

ISSN 0100-655X

## DIRETORES RESPONSÁVEIS

Michal Gartenkraut  
**Presidente do IPEA**

Octávio Augusto Fontes Tourinho  
**Superintendente do INPES**

Fábio Ramalho de Cicco  
**Superintendente do IPLAN**

## CORPO EDITORIAL

Gervásio Castro de Rezende  
**Editor**

Isis Carneiro Agarez  
**Co-Editora**

Margarida Maria Pacheco de Araujo  
**Editora-Executiva**

Alice Martins de Carvalho  
Antonio de Lima Brito  
Ronaldo Tumscitz  
**Editores-Assistentes**

## COORDENAÇÃO EDITORIAL

Alcídes F. Vilar de Queiroz  
Nilson Souto Maior

A assinatura de LITERATURA ECONÔMICA inclui os números regulares publicados em fevereiro, junho e outubro. Pedidos de números atrasados serão atendidos de acordo com a disponibilidade do estoque.

Os artigos assinados são da exclusiva responsabilidade dos autores. É permitida a reprodução das matérias divulgadas, desde que seja citada a fonte.

Os manuscritos devem ser apresentados em duas cópias, datilografadas em espaço duplo, com o máximo de 50 páginas. Todas as citações bibliográficas, no texto, em notas de pé de página ou no final das matérias, deverão seguir à risca as normas da ABNT.

Toda correspondência, manuscritos e pedidos de publicações devem ser endereçados a:

LITERATURA ECONÔMICA — EDITORIA  
Av. Pres. Antônio Carlos, 51 — 15.º andar  
Caixa Postal 2672  
20 020 — Rio de Janeiro — RJ

O INSTITUTO DE PLANEJAMENTO ECONÔMICO E SOCIAL — IPEA, Fundação vinculada à Secretaria de Planejamento da Presidência da República, tem por atribuições principais:

I — auxiliar a Secretaria de Planejamento na elaboração dos programas globais de governo e na coordenação do sistema nacional de planejamento;

II — auxiliar a Secretaria de Planejamento na articulação entre a programação do Governo e os orçamentos anuais e plurianuais;

III — promover atividades de pesquisa aplicada nas áreas econômica e social;

IV — promover atividades de treinamento para o planejamento e a pesquisa aplicada.

O IPEA compreende um Instituto de Pesquisas (INPES), um Instituto de Planejamento (IPLAN), um Instituto de Programação e Orçamento (INOR) e o Centro de Treinamento para o Desenvolvimento Econômico (CENDEC).


 IPEA/INPES  
 Serv. de  
 Documentação

# literatura econômica

volume 9

junho 1987

número 2

## Sumário

### ARTIGOS

Uma Nota Introdutória aos Artigos de Kalecki, Keynes e Ohlin	
Mauro Boianovsky .....	121
Algumas Observações sobre a Teoria de Keynes	
M. Kalecki .....	137
Teorias Alternativas da Taxa de Juros	
J. M. Keynes .....	147
Teorias Alternativas da Taxa de Juros — Réplica	
Bertil Ohlin .....	159
A Teoria ex ante da Taxa de Juros	
J. M. Keynes .....	165

### LIVROS

Relação Classificada .....	173
Resumos Informativos .....	185
Índice de Autores dos Livros Publicados .....	197

### PERIÓDICOS BRASILEIROS

Relação dos Periódicos, Sumários e Resumos Seleccionados .....	203
--	-----

### PUBLICAÇÕES ESPECIAIS

Publicações Seriadas .....	257
----------------------------	-----

### PESQUISAS ECONÔMICAS

Índices das Pesquisas Concluídas e em Andamento, por Assunto .....	257
--	-----

COMUNICADOS .....	281
-------------------	-----

Publicado por


 Instituto de Planejamento Econômico e Social  
 INSTITUTO DE PESQUISAS — INPES

Rio de Janeiro

*Lit. Econ.*, 9(2):119-286, 1987.



# ALGUMAS OBSERVAÇÕES SOBRE A TEORIA DE KEYNES\*

*Michael Kalecki*

---

## I

O livro do Sr. Keynes, *The general theory of employment, interest and money*, é, sem nenhuma dúvida, um divisor de águas na história da teoria econômica, podendo ser separado em aproximadamente duas partes fundamentais: *i*) a determinação do equilíbrio de curto prazo com um determinado aparato produtivo, uma vez dado o nível de investimento – por unidade de tempo; e *ii*) a determinação do volume de investimento.

Parece que o primeiro problema foi resolvido na teoria de Keynes de forma muito satisfatória, mesmo que certas reticências e inexatidões de exposição possam suscitar algumas dúvidas. Neste artigo, apresento minha própria interpretação desta parte da teoria de Keynes, chegando às suas conclusões básicas por meio de um caminho um pouco diferente.

A questão é bastante diversa no que diz respeito ao segundo problema fundamental, qual seja, a análise dos fatores determinantes do nível de investimento. Não é apenas a exposição, mas a própria construção, que revela deficiências sérias. Assim, como veremos, o problema permanece sem solução, ao menos parcialmente.

Antes de tratar das questões centrais, devemos dizer algumas palavras sobre as hipóteses e conceitos básicos da teoria de Keynes, bem como acrescentar algumas hipóteses suplementares para facilitar a tarefa de sua apresentação.

---

\* Traduzido primeiramente do polonês *Pare uwag o teorii keynesa*, *Ekonomista*, n. 3, 1936, para o inglês *Some remarks on Keynes theory*, e republicado em outro trabalho de Kalecki intitulado *Kapitalizm, koniunktura i zatrudnienie*, p. 265-274 (Ciclos comerciais e empregos no capitalismo), Varsóvia: PWN, 1979. Os rodapés indicados em números arábicos foram colocados na versão inglesa, enquanto os em romanos são do próprio Kalecki. [Esta tradução – de autoria de Mauro Boianovsky, da Faculdade de Economia e Administração (FEA), da Universidade Federal Fluminense (UFF), com a colaboração de Antonio Brito, do Ipea/Instituto de Planejamento Econômico e Social (Inpes) – foi feita a partir da versão inglesa supracitada, cujos tradutores são F. Targetti e B. Kinda-Hass – foi publicada inicialmente na revista *Australian Economic Papers*, p. 245-253, Dec. 1982, a qual concedeu a devida autorização para esta publicação. (N. do Ed.)]

A noção de um “dado aparato produtivo” que usamos anteriormente suscita algumas dúvidas que devem ser esclarecidas. Tem-se argumentado frequentemente que não podemos admitir certo estado do aparato produtivo no período de tempo considerado porque – se não lidamos com um caso de estado estacionário – o próprio investimento muda a magnitude e a estrutura do referido aparato. A resposta a esta objeção é simples. A análise deve referir-se a um período suficientemente curto para que a mudança no aparato produtivo seja pequena o bastante para nos permitir ignorar sua influência sobre o produto, a renda, e assim por diante. Estas magnitudes, que na realidade são medidas na unidade de tempo, não dependem, portanto, da extensão do período de tempo que tomamos como dado, ao passo que o crescimento do aparato produtivo é, *ceteris paribus*, proporcional a esta extensão.

A seguir, devemos levar em conta que Keynes tem sempre em mente um sistema fechado, omitindo assim a influência do comércio exterior. Pressupomos, além disso, que os trabalhadores não poupam – nem vivem “acima de suas posses.” Sem dúvida alguma, a poupança dos trabalhadores não desempenha qualquer papel importante no processo econômico, ao passo que, se a tomarmos em consideração, isto ocultará algumas características típicas do funcionamento da economia capitalista em geral e, sobretudo, tornará a teoria de Keynes menos clara.

Keynes utiliza como *numéraire* a assim denominada unidade de salário, isto é, o pagamento por homem-hora, admitindo, para efeito de simplificação, que os pagamentos por vários tipos de trabalho permaneçam em relação constante entre si. Assim, se a unidade de salário é, digamos, 50 gr<sup>1</sup> e o preço de um quilo de uma mercadoria é 2 zl, isto significa que o preço desta mercadoria é de quatro unidades de salário. Este modo de contabilizar o valor das mercadorias tem uma significação mais profunda, pois Keynes, em parte subsequente de sua teoria, mostra que uma alteração dos salários leva a uma mudança proporcional dos preços. Portanto, ao expressar tudo em unidades de salário, ele elimina um dos mais importantes fatores no movimento geral de preços – voltaremos a esta questão mais tarde; por ora, o leitor pode considerar a unidade de salário como constante, ou seja, que os salários nominais não variam, pois apenas mais tarde analisaremos as consequências de uma mudança na referida unidade.

Um aspecto fundamental da teoria de Keynes é a hipótese da existência de uma reserva de trabalhadores desocupados, a qual está em estreita relação com as observações anteriores. Se a queda nos salários nominais conduz, devido ao desemprego, a uma baixa equiproporcional dos preços, não há tendência para absorver este desemprego. Contudo, conforme acabamos de destacar, admitamos por enquanto que os salários nominais são constantes “até segunda ordem”. Portanto, podemos aceitar a existência de um exército de reserva de trabalhadores desempregados, sem maiores considerações.

---

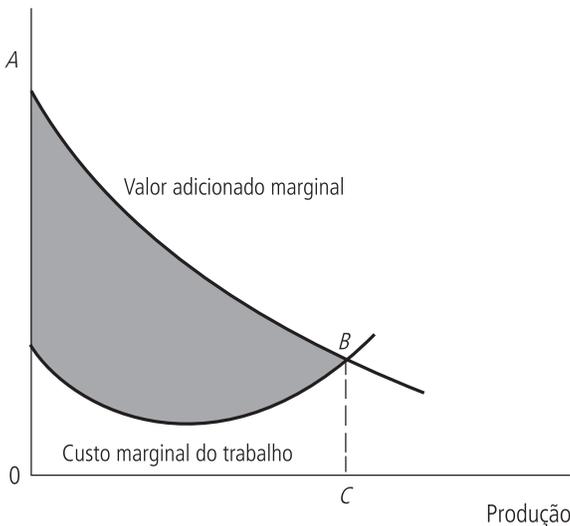
1. A unidade monetária polonesa é o *zloty* (zl) e a centésima parte do *zloty* é o *grosz* (gr).

## II

Consideremos o aparato produtivo como dado. O nível de produção com este depende da quantidade de emprego e da alocação da força de trabalho nos seus setores específicos. Em toda firma o nível de produção é determinado pela interseção da curva de custos variáveis marginais<sup>2</sup> e da curva de receita marginal – no caso de um mercado livremente competitivo, a curva de receita marginal será uma linha horizontal com sua abscissa igual ao preço; aqui trataremos de um caso mais geral, o qual inclui também a concorrência imperfeita.

Mostramos o ponto de interseção entre a curva de receita marginal e a de custo marginal, como se segue. Deduzimos dos preços e dos custos os gastos com matéria-prima e a parte do aparato consumida na produção;<sup>3</sup> desse modo, obtemos as curvas de valor adicionado marginal<sup>4</sup> e de custos de mão de obra.<sup>5</sup> Podemos agora afirmar que a produção da firma é determinada pela interseção da curva de valor adicionado marginal e da curva de custo marginal do trabalho, sendo que tanto o valor adicionado como os custos de mão de obra são expressos em unidades de salário.

GRÁFICO 1



2. Em polonês e inglês no texto.

3. Mas não a obsolescência, a qual é independente do uso.

4. Este não é o termo utilizado por Keynes.

5. Em polonês e inglês no texto.

Definamos, agora, o equilíbrio de curto prazo como sendo o estado no qual as curvas de valor adicionado marginal e de custo marginal do trabalho não se deslocam. Dado o aparato produtivo, a posição da curva de custo marginal fica fixada. Portanto, dado o referido aparato, o equilíbrio de curto prazo é atingido por meio do deslocamento das curvas de valor adicionado marginal, assim permanecendo quando estas curvas não mais tendem a se mover.

No gráfico 1, a área *OABC* é igual, como se pode ver facilmente, ao valor adicionado total – em unidades de salário – obtido pela firma ao produzir *OC*. A área sombreada refere-se à renda dos capitalistas (empresários e rentistas) desta firma, enquanto a não sombreada é a dos trabalhadores. Portanto, a soma das áreas *OABC* de todas as firmas do sistema econômico que temos analisado nos dá a renda nacional, expressa em unidades de salário. Por outro lado, enquanto a soma de todas as áreas sombreadas representa a renda global dos capitalistas, a das não sombreadas representa a dos trabalhadores. Ao mesmo tempo, a renda social é igual ao valor do consumo mais o investimento; e, dado que admitimos que os trabalhadores não poupam, a soma de todas as áreas não sombreadas coincide com o valor do consumo destes, ao passo que a das sombreadas representa o valor do consumo e do investimento dos capitalistas.<sup>6</sup>

Já estamos capacitados para mostrar o papel importante da despesa dos capitalistas com o consumo e o investimento na determinação do equilíbrio de curto prazo, no qual a curva de valor adicionado marginal permanece, *ex definitione*, em uma certa posição dada. Conforme acabamos de mostrar, a soma das áreas sombreadas equivale aos gastos dos capitalistas com o consumo e o investimento, ao passo que a soma das áreas não sombreadas representa os gastos com o consumo pelos trabalhadores. Uma mudança espontânea nos gastos destes últimos não pode ocorrer porque – conforme admitimos – eles despendem exatamente tanto quanto ganham. Mas, quando se tem em mente os capitalistas, uma mudança deste tipo é altamente provável, seja por meio da utilização das reservas, seja da contração de novas dívidas. Suponhamos que eles elevem seus gastos em certo montante em uma unidade de tempo. Neste caso, as curvas de valor adicionado marginal se deslocarão até o ponto onde a soma das áreas sombreadas se iguala ao maior valor dos gastos dos capitalistas em consumo e investimento. E, visto que a soma destas áreas é, ao mesmo tempo, o total da renda dos capitalistas, o maior gasto destes irá “forçar” uma maior renda de igual montante para eles.

Naturalmente, no novo equilíbrio de curto prazo, o emprego e a renda dos trabalhadores e, portanto, o valor de seu consumo – medido em unidades de salário –, são maiores que antes. Em consequência, cresceu a demanda por todos os tipos de bens,

---

6. A renda dos capitalistas e o investimento são, ambos, brutos. Assim, para calcularmos tanto aquela quanto este (líquidos), devemos deduzir a parte da amortização que não depende da utilização do equipamento produtivo, mas sim do envelhecimento “físico” e “moral” – isto é, em consequência do progresso técnico.

tanto para o investimento como para o consumo, por parte dos capitalistas (investimento e consumo) e dos trabalhadores (consumo). Assim, houve necessidade de um deslocamento das curvas de valor adicionado marginal em todos os ramos da indústria.

Portanto, vemos que a soma dos gastos dos capitalistas determina a posição das curvas de valor adicionado de tal forma que a soma das áreas sombreadas, ou seja, da renda dos capitalistas, é igual aos seus gastos. Assim, o nível de gastos – expresso em unidades de salário – é o principal fator na determinação do equilíbrio de curto prazo.

### III

Mostramos anteriormente que os gastos dos capitalistas “forçam” uma renda igual ao montante destes gastos. Visto que estes são formados pelo consumo e investimento e a renda é formada pelo consumo e pela poupança, podemos afirmar também que o investimento “força” uma poupança cujo valor é igual ao mesmo valor deste investimento. É claro que, geralmente, os capitalistas que investem não são os mesmos que poupam, e o investimento dos primeiros cria poupanças de igual montante por parte destes últimos.

Suponhamos agora que os capitalistas têm um determinado hábito de poupança. Isto significa que, a cada nível da renda global destes, expressa em unidades de salário, corresponderá uma distribuição precisamente determinada desta renda entre o consumo e a poupança. Como resultado do que vimos anteriormente, cada nível da poupança global corresponde, também, a um determinado nível de consumo dos capitalistas. E, além disso, é fácil estabelecer que o valor global do investimento, expresso em unidades de salário, determina o montante total de seus gastos. De fato, o nível de investimento,  $I$ , “força” um nível equivalente de poupança e, se o consumo dos capitalistas for, digamos, menor que o nível de  $C$  correspondente à poupança,  $I$ , eles consumirão mais. Desse modo, “empurram” a sua renda até o nível  $C + I$ , em que a proporção entre o consumo,  $C$ , e a poupança,  $I$ , irá corresponder ao seu hábito de poupar.

### IV

Agora podemos ver que o investimento,  $I$ , expresso em unidades de salário, determina *grasso modo*<sup>7</sup> o equilíbrio de curto prazo, uma vez dado o aparato produtivo. De fato, devido aos hábitos de poupança dos capitalistas, o investimento, estritamente falando, determina o consumo,  $C$ , por parte destes. Temos, portanto, a soma dos gastos dos capitalistas,  $C + I$ , e sua distribuição entre o consumo e o investimento.

---

7. Em italiano no texto.

Para determinar o equilíbrio de curto prazo em todos os seus detalhes, deveríamos conhecer também a estrutura do investimento – e não apenas o seu valor total –, bem como os “gastos” dos capitalistas e dos trabalhadores. Se tomamos os “gastos” como dados, o único elemento ainda não determinado pelo equilíbrio de curto prazo – correspondente a um determinado montante de despesa com o investimento,  $I$  – expresso em unidades de salário –, na unidade de tempo, será a distribuição destes gastos entre os vários tipos de investimento. Contudo, parece-nos que a mudança na estrutura dos gastos com o investimento será de importância relativamente menor face ao emprego global e à renda social,  $Y$ , expressa em unidades de salário, isto é, não cometemos um erro sério ao escrever:

$$Y = f(I)$$

em que  $f$  é uma função crescente e seu formato determinado pela dimensão e estrutura do aparato produtivo, pelos hábitos de poupança dos capitalistas e pelos “gastos” destes e dos trabalhadores. A derivada desta função é:

$$dY/dI = f'(I)$$

em que representa o chamado multiplicador keynesiano.<sup>8</sup> Se o investimento passa do nível dado  $I$  para  $I + \Delta I$ , onde  $\Delta I$  é um acréscimo pequeno, a renda se elevará até o nível  $Y + \Delta I' (I)$ .

## V

Vejamos agora o que a teoria de Keynes oferece, da maneira exposta anteriormente – mesmo que ligeiramente diferente do original. Antes de mais nada, podemos ver que o investimento é o fator que decide o equilíbrio de curto prazo e, por conseguinte, em certo momento, o tamanho do emprego e da renda social. De fato, seu montante irá decidir o contingente de força de trabalho que será absorvido pelo aparato produtivo existente.<sup>9</sup> Assim, devemos procurar a resposta para o fato de termos níveis altos ou baixos de emprego e de produção na análise dos fatores que governam o montante do investimento. A segunda parte da teoria de Keynes, que discutiremos mais tarde, é dedicada a esta análise.

Por enquanto, devemos enfatizar que, seguindo o raciocínio anterior, a poupança não determina o investimento, mas, ao contrário, é precisamente o investimento que cria a poupança. O equilíbrio entre demanda por *capital* e oferta de *capital* sempre

8. Em polonês e em inglês no texto.

9. A proposição de que o investimento decide a dimensão global da produção foi provada por mim de modo similar a Keynes no trabalho *Proba teorii knoiunktur* (Ensaio sobre a teoria do ciclo econômico). Varsóvia, Instytut Badania Koniunktur Gospodarczych i Cen, 1933, p. 20-21.

existe, seja qual for a taxa de juros, porque o investimento sempre “força” uma poupança do mesmo montante.<sup>10</sup> Dessa forma, a taxa de juros não pode ser determinada pela demanda e oferta de *capital*. Seu nível, de acordo com a teoria de Keynes, deve ser, portanto, determinado por outros fatores (especificamente, a oferta e a demanda por meios de pagamento). Se, por exemplo, uma certa quantidade de dinheiro está em circulação e a renda social cresce, a demanda por meios de pagamento aumentará e a taxa de juros subirá tanto quanto for necessário para provocar o uso desta quantidade de dinheiro, apesar do maior nível de atividade. Este é um esboço muito geral da teoria da taxa de juros de Keynes, a qual não pretendemos discutir em detalhe aqui.

Antes de tratar da análise dos fatores determinantes do tamanho do investimento, ainda resta para ser analisada a questão dos salários nominais, o que faremos também de forma bastante geral. Até aqui, admitimos que a unidade de salário é uma magnitude constante. Que alterações o equilíbrio de curto prazo anteriormente retratado sofrerá se, por exemplo, esta unidade diminuir devido a uma queda no salário nominal? Se admitimos que o valor do investimento, expresso em unidades de salário, não muda, é óbvio que nada também mudará no equilíbrio de curto prazo como um todo. Este, como mostramos anteriormente, é completamente determinado pelo investimento. O emprego e a produção permanecerão inalterados, e apenas os preços, se expressos em termos monetários, serão reduzidos proporcionalmente à unidade de salário.

Mas há realmente probabilidade de o investimento, expresso em unidades de salário, não mudar se os salários nominais, por exemplo, diminuírem? Keynes afirma que é assim que realmente acontece, embora seus argumentos, neste particular, não sejam bastante convincentes. O contra-argumento mais importante que pode ser evidenciado aqui é que uma diminuição dos salários aumenta a lucratividade, o que pode provocar uma elevação do investimento. Contudo, como veremos mais tarde, Keynes não analisa suficientemente a influência da lucratividade *atual* sobre o investimento e, por conseguinte, não avalia de forma alguma este problema, o qual é aqui, acima de qualquer dúvida, o mais importante. Mas, apesar destas deficiências em seus argumentos, parece correta a afirmação de Keynes no sentido de que a magnitude do salário nominal não influencia, ao menos diretamente, a determinação do equilíbrio de curto prazo. Para mostrar que isto é possível, basta admitir que os empresários não avaliam *imediatamente* as consequências de um aumento da lucratividade, devido a uma diminuição dos salários, nos seus investimentos. Isto porque, se eles não aumentam de imediato estes investimentos, o equilíbrio de curto prazo permanece inalterado neste meio tempo, provocando uma queda dos preços na mesma proporção dos salários. Portanto, a melhoria na lucratividade se mostrará ilusória, desaparecendo a base para o aumento dos investimentos. Se, após a redução salarial, os empresários não aumentam imediatamente o montante dos investimentos, tampouco o farão mais tarde.

---

10. Uma ideia análoga sobre a demanda e a oferta de capital foi dada por mim, *op. cit.*, p. 22-23.

Desse modo, o movimento dos salários nominais não pode ser um fator que exerça qualquer influência sobre o equilíbrio de curto prazo.<sup>11</sup>

## VI

O conceito fundamental da teoria keynesiana do investimento é a eficiência marginal de um dado objeto de investimento. Keynes a define como aquela taxa de desconto da renda bruta futura esperada (diferença entre receitas e despesas) do referido objeto durante a sua “vida” que torna o valor atual daquela renda igual ao seu preço de mercado.<sup>12</sup> Se, por exemplo, comprarmos uma máquina no valor de 1.000 zl e previrmos que será usada por cinco anos e que, durante estes anos, irá provavelmente produzir uma renda de 300 zl, 320 zl, 350 zl, 350 zl e 300 zl, respectivamente, sua eficiência marginal será a taxa de desconto por meio da qual se obtém 1.000 zl como valor atual da renda destes cinco anos. Naturalmente, quanto maior a renda esperada e menor o preço dos bens de investimento, maior será esta eficiência marginal do investimento, a qual chamaremos, subsequentemente, de lucratividade esperada. Portanto, a dimensão do investimento é determinada, na análise de Keynes, pela equiparação da lucratividade esperada com a taxa de juros. Se, em dado momento, a primeira for maior que a segunda, o investimento será atrativo e seu nível subirá. Entretanto, devido à maior demanda por bens de investimento, os preços destes subirão, caindo, em consequência, a lucratividade esperada. Assim, o investimento atinge, finalmente, o nível em que os preços dos bens de investimento igualam a lucratividade esperada e a taxa de juros.

Esse conceito simples tem duas deficiências sérias. Primeiro, não diz nada sobre a esfera das *decisões* de investimento do empresário, o qual faz seus cálculos em “desequilíbrio”, baseado nos preços de mercado *existentes* para os bens de investimento. Ele mostra apenas que, se a lucratividade esperada, que é calculada com base neste nível de preços, não for igual à taxa de juros, haverá uma mudança no nível de investimento. Isto irá alterar a situação existente, passando a lucratividade esperada a ser *igual* à taxa de juros. Usando a terminologia dos economistas suecos, pode-se afirmar que a teoria de Keynes determina apenas o nível *ex post* do investimento, mas não diz nada sobre o seu nível *ex ante*.

---

11. Também mostrei a independência da produção em relação ao movimento dos salários nominais, *op.cit.*, p. 45-47.

12. [A definição não é coerente com a de Keynes se for utilizado o “preço de mercado”. Em texto intitulado *A theory of the business cycle*, *Review of Economic Studies*, Feb. 1937, Kalecki define a EMC utilizando corretamente a expressão “preço de oferta”. (N. do T.)]

Mas não acaba aí. Na análise subsequente surgem novas dificuldades. Suponhamos que na situação original a lucratividade esperada era maior que a taxa de juros e que o investimento aumenta. Isto provoca um aumento tão grande nos preços dos bens de investimento que a lucratividade esperada, calculada com base nestes novos preços e nas vendas esperadas na *situação inicial*, torna-se igual à taxa de juros. Agora, devemos levar em conta que o fato de o investimento crescer não provoca apenas o aumento dos preços dos bens de investimento, mas, de acordo com a primeira parte da teoria de Keynes que explicamos anteriormente, estimula também uma recuperação geral, provocando um aumento nos preços e na produção em todos os setores. Contudo, como Keynes afirma em outra parte de seu livro, em virtude de “os elementos da situação atual exercerem uma influência marcante na formação das expectativas de longo prazo”,<sup>13</sup> estas se tornarão mais otimistas. Assim, surge novamente uma diferença entre a eficiência marginal do investimento e a taxa de juros. Consequentemente, o “equilíbrio” não é alcançado, subsistindo o crescimento do investimento – estamos tratando aqui, como se pode ver facilmente, de um processo cumulativo wickselliano.

Portanto, vemos que o conceito keynesiano – que nos diz apenas o montante que o investimento deve alcançar para que certo “desequilíbrio” possa transformar-se em “equilíbrio” – encontra uma séria dificuldade também nessa linha. De fato, o crescimento do investimento não resulta em um processo que conduza o sistema rumo ao “equilíbrio”.

Dessa forma, é difícil considerar a solução de Keynes para o problema do investimento satisfatório. A razão para esta falha reside em abordagem basicamente estática de um problema que é, por sua natureza, dinâmico. Keynes toma como dado o estado de expectativa de retornos e, a partir daí, deduz certo nível determinado de investimento, subestimando os efeitos que este terá, por sua vez, sobre as expectativas. É aqui que se pode ver um esboço do caminho a seguir para se construir uma teoria realista do investimento. Seu ponto de partida deve ser a solução do problema das decisões de investimento, ou seja, do investimento *ex ante*. Suponhamos que exista, em determinado momento, certo estado de expectativas quanto às rendas futuras, dado nível de preços dos bens de investimento e, finalmente, dada taxa de juros. Qual será, então, o montante do investimento que os empresários pretendem aplicar em uma unidade de tempo?

---

13. Tradução de Kalecki. Não conseguimos localizar a citação exata da *Teoria Geral*. Embora várias vezes seja feita uma referência similar, veja, e. g., J. M. Keynes, *The general theory of employment, interest and money*. Londres: Macmillan, 1936. [Em artigo intitulado *A theory of commodity, income, and capital taxation*, *Economic Journal*, p. 448, Sep. 1937, Kalecki transcreve trecho da *Teoria Geral* de Keynes, onde se lê: “os fatos da situação presente entram, num certo sentido, desproporcionalmente na formação de nossas expectativas de longo prazo”. Kalecki afirma ter retirado o trecho da p. 148 da primeira edição da *Teoria Geral*, onde, de fato, pode ser encontrado (p. 110 da tradução brasileira da Abril Cultural, coleção *Os Economistas*). A pequena diferença em relação à citação no presente texto deve-se, provavelmente, ao fato de ter sido inicialmente traduzido por Kalecki para o polonês. (N. do T.)]

Suponhamos que este problema tenha sido resolvido – apesar do fato de que parece impossível para nós fazê-lo sem reproduzir algumas hipóteses especiais sobre imperfeições do mercado monetário. Um desenvolvimento adicional da teoria do investimento poderia ser como se segue. As decisões concernentes ao investimento, correspondentes ao estado inicial, não serão iguais ao nível efetivo de investimento. Portanto, no período seguinte, o montante do investimento será em geral diferente, e o equilíbrio de curto prazo mudará juntamente com ele. Assim, deveríamos tratar agora de um estado de expectativas que, em geral, será diferente daquele do período inicial, com preços diferentes tanto para os bens de investimento como para a taxa de juros. A partir daí, surgirá um novo nível de decisões de investimento, e assim por diante.

A análise detalhada desse processo dinâmico vai além do escopo deste artigo, devendo-se aceitar que a primeira parte da teoria de Keynes ainda mantém sua validade. O nível de investimento no processo dinâmico esboçado aqui está sujeito a uma mudança contínua. Entretanto, em todos os níveis de investimento, o emprego e a produção serão determinados com base na primeira parte da teoria de Keynes. Ele não explicou com clareza o que causa alterações no investimento, mas, por outro lado, fez um exame completo da estreita ligação entre estas alterações e os movimentos globais no emprego, na produção e na renda.

---

*John Maynard  
Keynes*





O texto “Teorias alternativas da taxa de juros”, de J. M. Keynes, foi publicado originalmente na revista *Literatura Econômica*, volume 9, de junho de 1987. Nesta página e nas duas próximas, reproduzimos a capa, o expediente e o sumário daquela edição.

# literatura econômica

revista quadrimestral do  
**IPEA** instituto de planejamento  
econômico e social

ISSN 0100-655X

## DIRETORES RESPONSÁVEIS

Michal Gartenkraut  
**Presidente do IPEA**

Octávio Augusto Fontes Tourinho  
**Superintendente do INPES**

Fábio Ramalho de Cicco  
**Superintendente do IPLAN**

## CORPO EDITORIAL

Gervásio Castro de Rezende  
**Editor**

Isis Carneiro Agarez  
**Co-Editora**

Margarida Maria Pacheco de Araujo  
**Editora-Executiva**

Alice Martins de Carvalho  
Antonio de Lima Brito  
Ronaldo Tumscitz  
**Editores-Assistentes**

## COORDENAÇÃO EDITORIAL

Alcídes F. Vilar de Queiroz  
Nilson Souto Maior

A assinatura de LITERATURA ECONÔMICA inclui os números regulares publicados em fevereiro, junho e outubro. Pedidos de números atrasados serão atendidos de acordo com a disponibilidade do estoque.

Os artigos assinados são da exclusiva responsabilidade dos autores. É permitida a reprodução das matérias divulgadas, desde que seja citada a fonte.

Os manuscritos devem ser apresentados em duas cópias, datilografadas em espaço duplo, com o máximo de 50 páginas. Todas as citações bibliográficas, no texto, em notas de pé de página ou no final das matérias, deverão seguir à risca as normas da ABNT.

Toda correspondência, manuscritos e pedidos de publicações devem ser endereçados a:

LITERATURA ECONÔMICA — EDITORIA  
Av. Pres. Antônio Carlos, 51 — 15.º andar  
Caixa Postal 2672  
20 020 — Rio de Janeiro — RJ

O INSTITUTO DE PLANEJAMENTO ECONÔMICO E SOCIAL — IPEA, Fundação vinculada à Secretaria de Planejamento da Presidência da República, tem por atribuições principais:

I — auxiliar a Secretaria de Planejamento na elaboração dos programas globais de governo e na coordenação do sistema nacional de planejamento;

II — auxiliar a Secretaria de Planejamento na articulação entre a programação do Governo e os orçamentos anuais e plurianuais;

III — promover atividades de pesquisa aplicada nas áreas econômica e social;

IV — promover atividades de treinamento para o planejamento e a pesquisa aplicada.

O IPEA compreende um Instituto de Pesquisas (INPES), um Instituto de Planejamento (IPLAN), um Instituto de Programação e Orçamento (INOR) e o Centro de Treinamento para o Desenvolvimento Econômico (CENDEC).


 IPEA/INPES  
 Serv. de  
 Documentação

# literatura econômica

volume 9

junho 1987

número 2

## Sumário

### ARTIGOS

Uma Nota Introdutória aos Artigos de Kalecki, Keynes e Ohlin	
Mauro Boianovsky .....	121
Algumas Observações sobre a Teoria de Keynes	
M. Kalecki .....	137
Teorias Alternativas da Taxa de Juros	
J. M. Keynes .....	147
Teorias Alternativas da Taxa de Juros — Réplica	
Bertil Ohlin .....	159
A Teoria ex ante da Taxa de Juros	
J. M. Keynes .....	165

### LIVROS

Relação Classificada .....	173
Resumos Informativos .....	185
Índice de Autores dos Livros Publicados .....	197

### PERIÓDICOS BRASILEIROS

Relação dos Periódicos, Sumários e Resumos Seleccionados .....	203
--	-----

### PUBLICAÇÕES ESPECIAIS

Publicações Seriadas .....	257
----------------------------	-----

### PESQUISAS ECONÔMICAS

Índices das Pesquisas Concluídas e em Andamento, por Assunto .....	257
--	-----

COMUNICADOS .....	281
-------------------	-----

Publicado por


 Instituto de Planejamento Econômico e Social  
 INSTITUTO DE PESQUISAS — INPES

Rio de Janeiro

*Lit. Econ.*, 9(2):119-286, 1987.



# TEORIAS ALTERNATIVAS DA TAXA DE JUROS\*

*John Maynard Keynes*

---

## I

Creio que há uma velada diferença de opinião, de importância muito grande, entre eu e um grupo de economistas que se manifesta como se concordasse comigo quanto a abandonar a teoria de que a taxa de juros é – nas palavras do prof. Ohlin – “determinada pela condição de equiparador da oferta e da demanda de poupança ou, em outras palavras, por equiparar poupança e investimento”. É objetivo da primeira seção deste artigo dar destaque a esta diferença.

A teoria da preferência pela liquidez da taxa de juros, que apresentei na minha *teoria geral de emprego, juros e dinheiro*, faz a referida taxa depender da oferta atual de *dinheiro* e da curva de demanda de uma exigência presente de dinheiro em termos de um direito futuro sobre ele. Isto pode ser rapidamente explicado dizendo-se que a taxa de juros depende da demanda e da oferta de dinheiro, embora o conceito possa ser enganador porque torna obscura a resposta à pergunta: “Demanda de dinheiro em termos de quê?” A teoria alternativa, que suponho sustentada pelo prof. Ohlin e seu grupo de economistas suecos, pelos Srs. Robertson e Hicks e, provavelmente, por muitos outros, faz que a taxa dependa, em poucas palavras, da demanda e oferta de *crédito* ou, alternativamente – o que quer dizer a mesma coisa –, de *empréstimos* a diferentes taxas de juros. Alguns dos autores – como se verá das citações que se seguem – acreditam que a minha teoria, em conjunto, é a mesma deles, e a diferença está, sobretudo, em ser expressada de maneira um tanto diversa.<sup>1</sup> Não obstante, creio que as teorias se opõem radicalmente. As citações seguintes explicarão este ponto.

---

\* [Este artigo foi originalmente publicado no *Economic Journal*, p. 245-252, June 1937. A tradução é de Mary Cardoso e a revisão técnica de Mauro Boianovsky, da Faculdade de Economia e Administração (FEA)/Universidade Federal Fluminense (UFF), com a colaboração de Antonio Brito, do Ipea/Instituto de Planejamento Econômico e Social (Inpes). (N. do Ed.)]

1. O prof. Ohlin, na página 227 de seu artigo, indica uma diferença “num aspecto essencial”, mas isto vem muito depois do ponto de sua argumentação onde ocorre.

A mais ampla das explicações de tal teoria foi apresentada pelo prof. Ohlin no seu artigo.<sup>2</sup> Para facilidade da referência, transcreverei o que me parece ser a passagem essencial, mas o leitor pode facilmente compará-la com o texto completo:

A taxa de juros é simplesmente o preço do crédito e é, conseqüentemente, governada pela oferta de crédito e sua demanda. O sistema bancário – através de sua capacidade de conceder crédito – pode influenciar, e em certa medida afeta realmente, o nível do juro (...)

*Ex post*, encontra-se igualdade entre a quantidade total de novo crédito durante o período e a soma total das poupanças positivas individuais. É claro que se diz, então, de uma pessoa que use sua própria poupança, que está dando crédito a si mesma; essa oferta e demanda compensam-se e não exercem influência sobre o preço do crédito. Assim, há uma ligação entre a taxa de juros, que é o preço do crédito, e o processo de atividade econômica, da qual o fluxo da poupança é uma parte.

Para explicar como as taxas de juros são realmente determinadas, precisamos, todavia, de uma análise causal que se processa, sobretudo, em termos *ex ante*. Que é que determina a demanda e a oferta do crédito? Dois tipos de raciocínio são possíveis. Um é *líquido* e considera apenas o crédito *novo*; o outro é *bruto* e inclui os créditos *velhos* remanescentes. O desejo de certos indivíduos, durante um período determinado, de aumentarem a proporção de sua propriedade de vários títulos e outros tipos de ativos, *menos* o desejo de outros de *reduzirem* suas propriedades correspondentes, fornece as curvas de oferta para os diferentes tipos de crédito novo durante o período. *Naturalmente, as quantidades que cada indivíduo está disposto a oferecer dependem das taxas de juros.*<sup>3</sup> Em outras palavras, os planos são da natureza de planos alternativos de compras e vendas. Da mesma forma, a oferta total de *novos* títulos *menos* a redução do volume remanescente de títulos *velhos* dá a demanda – também uma função das taxas de juros – das diferentes espécies de crédito durante o período. Os preços fixados no mercado para

---

2. Já que este artigo segue-se imediatamente ao do prof. Ohlin, devo dizer, para evitar mal-entendido, que não há a intenção de discutir mais que uma pequena parte de seus argumentos, muitos dos quais pelo menos parcialmente eu aceito. Em particular, espero voltar mais tarde à discussão daquilo que a escola sueca chama, convenientemente, os conceitos de *ex post* e *ex ante*. Preciso, contudo, aproveitar esta oportunidade para desde logo me desculpar se levei algum leitor a supor que, como parece pensar o prof. Ohlin (p. 234), considero os Srs. Hawtrey e Robertson economistas clássicos! Ao contrário, eles escaparam do redil antes de mim. Considero o Sr. Hawtrey como meu avô e o Sr. Robertson como meu pai, nesses descaminhos, e fui muito influenciado por eles. Eu poderia também concordar com a queixa do prof. Ohlin adotando Wicksell como meu tataravô, se tivesse conhecido seus trabalhos com mais detalhes e em um estágio anterior do meu próprio desenvolvimento, e também se não tivesse a impressão de que Wicksell estava tentando ser “clássico”. Como as coisas estão, no que me diz respeito acredito, olhando para trás, que foi o prof. Irving Fisher o tataravô que primeiro me influenciou fortemente quanto a encarar o dinheiro como um fator “real”.

3. O grifo é meu.

esses diferentes títulos – e por isso as taxas de juros – são governados por esta oferta e demanda, na forma usual.”<sup>4</sup>

Antes de analisar essa passagem, será conveniente dar os meus textos extraídos dos Srs. Hicks e Robertson. Hicks, comentando meu livro no *Economic Journal* (1936, p. 296),<sup>5</sup> escreve:

O meio particular adotado pelo Sr. Keynes para expor isso é sua doutrina da ‘preferência pela liquidez’. O indivíduo tem uma escolha entre ficar com o dinheiro ou emprestá-lo – escolha que pode ser expressa através de uma curva de demanda, mostrando os montantes de dinheiro que ele desejará possuir a diferentes taxas de juros. Essa taxa será determinada no nível que tornar a demanda de dinheiro igual à oferta.

Parece uma doutrina extremamente revolucionária; mas não é, creio eu, tão revolucionária quanto parece. Porque, durante qualquer período curto, a diferença entre o valor das coisas que uma pessoa adquire (incluindo dinheiro) terá que ser igual, excluído aquilo que é recebido como presente, à mudança verificada em sua dívida líquida – o que toma emprestado e o que empresta. O mesmo aplicar-se-á a uma firma. Se, portanto, a demanda de cada mercadoria e fator fica igual à oferta, e se a demanda de dinheiro fica igual à oferta de dinheiro, segue-se, por simples aritmética, que a demanda de empréstimos tem que ser igual à oferta de empréstimos (quando estes últimos são interpretados de maneira adequadamente abrangente). De modo semelhante, se as equações de oferta e demanda valem para mercadorias, fatores e empréstimos, seguir-se-á, automaticamente, que a demanda de dinheiro se iguala à oferta de dinheiro.

O método comum da teoria econômica seria o de encarar cada preço como determinado pela equação de demanda e oferta para a mercadoria ou fator correspondente; e a taxa de juros como determinada pela demanda e oferta de empréstimos. Se elaborarmos dessa forma, a equação de demanda e oferta é coisa supérflua – é decorrência do resto; e, felizmente também, não é desejada, porque determinamos todo o sistema de preços sem ela. Mas poderíamos, igualmente bem, elaborar de outra maneira. Poderíamos aplicar a cada mercadoria ou fator, como antes, a equação de demanda e oferta dessa mercadoria ou fator; mas poderíamos destinar à taxa de juros a equação de demanda e oferta de dinheiro. Se fizermos isso, a equação para empréstimos torna-se ociosa, decorrendo automaticamente do resto. *Poupança e investimento*, por conseguinte, são automaticamente iguais.

Esse último método é o do Sr. Keynes. É perfeitamente legítimo, mas não prova que outros métodos estejam errados, sendo a escolha entre eles puramente uma questão de conveniência.

---

4. Páginas 220 e 224-225.

5. J. Hicks, Mr. Keynes theory of employment, *Economic Journal*, n. 46, p. 238-253, June 1936.

Isso não é tão claro quanto o prof. Ohlin, já que o significado de *demanda e oferta de empréstimos* não está definido. Mas o Sr. Hicks refere-se expressamente, neste contexto, à influência que sofre das ideias dos economistas suecos. Suponho, portanto, que queira dizer praticamente a mesma coisa que o prof. Ohlin.

O texto que extraí do Sr. Robertson encontra-se em seus comentários sobre o meu livro publicados no *Quarterly Journal of Economics* (1936),<sup>6</sup> especialmente nas páginas 175 a 191, que concluem:

Portanto, em última análise, não é como uma impugnação da avaliação sensata de acontecimentos em termos de oferta e demanda de recursos emprestáveis, mas como uma versão alternativa disso que a avaliação finalmente desenvolvida pelo Sr. Keynes deve ser encarada. Como tal, sua terminologia parece-me pouco feliz, ao desviar a nossa atenção do fator que, nos estágios finais da expansão monetária, geralmente prova ser de importância decisiva.<sup>7</sup>

O Sr. Robertson não faz referência a onde se deve encontrar a “avaliação sensata de acontecimentos em termos de oferta e demanda de recursos emprestáveis”, além de uma nota de rodapé reportando-se à passagem do Sr. Hicks citada acima. Considero, porém, que isto significa que ele aceita, também, um tratamento mais ou menos segundo estas linhas. Em consequência, presumirei, no que se segue, que a teoria do prof. Ohlin é representativa da linha geral de abordagem em questão.

Voltaremos agora ao argumento do prof. Ohlin. Os ativos sob diferentes formas terão preços em termos de dinheiro de modo tal que se tornem igualmente atraentes ao portador marginal, consideradas todas as circunstâncias. A oferta bruta de crédito, de acordo com sua definição, é então o valor monetário agregado assim estabelecido de todos os ativos existentes, enquanto a oferta líquida de crédito, durante um dado período, é, da mesma forma, o valor monetário do incremento de todos os ativos no período. O prof. Ohlin afirma que esta soma – isto é, a oferta líquida de crédito – mede a disposição líquida dos indivíduos de aumentarem suas propriedades de títulos e ativos. “Naturalmente”, continua ele, “as quantidades que cada indivíduo está disposto a oferecer dependem das taxas de juros”. Mas o que isto significa? *A oferta líquida de crédito*, assim definida, é exatamente a mesma coisa que a quantidade de poupança; e a conclusão é exatamente a mesma da doutrina clássica, ainda uma vez, quanto ao efeito de que a quantidade de poupança depende da taxa de juros.

E quanto à demanda de crédito? “De modo semelhante”, explica o prof. Ohlin, “a oferta total de *novos* títulos *menos* a redução do volume remanescente de títulos *velhos*

---

6. D. H. Robertson, Some notes on Mr. Keynes general theory of interest, *Quarterly Journal of Economics*, n. 51, p. 168-191, Nov. 1936.

7. Isto é, a influência da produtividade.

dá a demanda – também uma função das taxas de juros – das diferentes espécies de crédito durante o período.” Em outras palavras, a demanda líquida de crédito a diferentes taxas de juros é exatamente a mesma coisa que a quantidade de investimento líquido a diferentes taxas de juros.

Finalmente, conclui o prof. Ohlin, “os preços fixados no mercado para estes diferentes títulos – e por isso as taxas de juros – são governados por estas oferta e demanda, da forma usual”. Assim, estamos voltando completamente à doutrina clássica que o prof. Ohlin acabou de repudiar – ou seja, que a taxa de juros é fixada ao nível em que a oferta de crédito, sob a forma de poupança, é igual à demanda de crédito, sob a forma de investimento. Exatamente o mesmo argumento ajusta-se ao que o prof. Ohlin usou bem no começo de seu artigo (p. 221), quando escreve: “Obviamente, a taxa de juros não pode – com a terminologia usada acima – ser determinada sob a condição de que equipara a oferta de poupança e sua demanda ou, em outras palavras, porque iguala poupança e investimento. Isto porque a poupança e o investimento são iguais *ex definitione*, seja qual for o nível de juros que exista no mercado.” Porque – com a terminologia usada antes – a oferta e a demanda de crédito líquidas são iguais *ex definitione*, seja qual for o nível de juros existente no mercado.

O que foi dito antes fica completamente distanciado da minha afirmação de que a taxa de juros – como a chamamos, para abreviar – é, estritamente falando, um fenômeno *monetário*, no sentido especial de que é a *taxa própria* (*own-rate*) dos juros<sup>8</sup> sobre o dinheiro propriamente dito, isto é, no sentido de que equipara as vantagens da posse presente do dinheiro e do direito futuro sobre este.

## II

Que é que torna a teoria da *oferta e demanda de crédito* da taxa de juros plausível aos olhos de tanta gente? E por que o prof. Ohlin começa sua explicação dizendo que, “para explicar como as taxas de juros são realmente determinadas, precisamos, todavia, de uma análise causal que se processe, sobretudo, em termos *ex ante*”, muito embora a distinção entre *ex ante* e *ex post* desapareça do resto de sua argumentação?

Digo que pode haver duas outras fontes de confusão diferentes desta que acabei de examinar. A primeira diz respeito à ambiguidade daquilo que seja “crédito”. Por “crédito” o prof. Ohlin quer dizer a oferta total de empréstimos, de todas as fontes. Mas outros autores querem dizer com isto a oferta de empréstimos *bancários*. Ora, conquanto alterações na quantidade de empréstimos bancários possam, sob certas condições, ser iguais às alterações na quantidade de dinheiro bancário, a semelhança desta situação,

---

8. *Teoria Geral*, p. 223. [Corresponde à página 157 da tradução brasileira da Abril Cultural, coleção *Os Economistas*. (N. do R. T.)]

também relativamente à minha teoria, seria apenas superficial, porque se refere a mudanças na *demand*a de empréstimos tomados aos bancos, enquanto minha preocupação é com mudanças na *demand*a de dinheiro; e aqueles que desejam manter o dinheiro em suas mãos apenas parcial e temporariamente se sobrepõem aos que desejam dever aos bancos. Não tenciono, contudo, continuar com esta segunda possível fonte de confusão. Em parte, porque ela levanta um conjunto distinto de temas que têm, eles próprios, algum interesse e importância; e, em parte, porque não sei, com nenhuma clareza, o que têm em mente aqueles – se é que os há – que acreditam que a taxa de juros depende da demanda de novos empréstimos bancários e, conseqüentemente, preferiria esperar até que alguém tenha explicado esta teoria – caso tal teoria exista – tão claramente quanto o prof. Ohlin explicou a dele.

Passo à terceira possível fonte de confusão, que se deve ao fato – que talvez mereça maior ênfase do que a que ao mesmo dei anteriormente – de que uma *decisão* de investimento – o investimento *ex ante* do prof. Ohlin – pode algumas vezes envolver uma demanda temporária de dinheiro, antes de ser posta em prática, inteiramente distinta da demanda de saldos ativos, que surgirá como resultado da atividade investidora enquanto ela se processa e que aparecerá da maneira que se segue.

O investimento planejado – isto é, o investimento *ex ante* – pode precisar garantir sua “provisão financeira” *antes* que ocorra o investimento, quer dizer, antes que a poupança correspondente se processe. É, por assim dizer, como se uma determinada porção de poupança tivesse de ser reservada para uma determinada porção de investimento antes que qualquer dos dois se concretizasse, antes que fosse sabido quem vai fazer aquela determinada poupança, e tudo isto por alguém que não vai, ele próprio, fazer a poupança de que se trata. Conseqüentemente, deve haver uma técnica de eliminação desta lacuna, entre o momento em que há a *decisão* de investir e o momento em que o investimento e a poupança correspondente efetivamente ocorrem.

Esse serviço pode ser prestado pelo mercado de novas emissões de ações ou pelos bancos – qual dos dois, não faz diferença.<sup>9</sup> Mesmo que o homem de negócios se utilize da provisão financeira que combinou antecipadamente *pari passu* com sua despesa real com o investimento, seja exigindo o pagamento de prestações em relação à sua emissão de ações exatamente quando as deseja, seja conseguindo facilidades de saque a descoberto com o seu banco, ainda continua sendo verdade que os compromissos do mercado serão superiores à poupança real no momento, e há um limite para os compromissos que o

---

9. Poderia fazer uma diferença para aqueles que afirmam que a taxa de juros depende da demanda e da oferta de novos empréstimos bancários, encarados como distintos de empréstimos em geral. Mas agora não estou examinando esta questão.

mercado concordará em assumir antecipadamente.<sup>10</sup> Se, porém, o cliente acumula previamente um saldo em dinheiro – o que é mais provável que ocorra se ele está financiando a si próprio, mediante uma nova emissão do mercado, do que se depender de seu banco –, então uma acumulação de decisões de investimento, não executadas ou executadas de forma incompleta, pode ocasionar, de momento, uma especialíssima demanda de dinheiro. Para evitar confusão com o sentido que o prof. Ohlin dá à palavra, vamos chamar a esta provisão antecipada de dinheiro o “financiamento”<sup>11</sup> requerido para as decisões correntes de investir. Neste sentido, o financiamento para investimento é, certamente, apenas um caso especial do financiamento exigido por qualquer processo produtivo, mas, uma vez que está sujeito a flutuações especiais próprias, eu deveria – acho agora – ter-lhe dado ênfase, quando analisei as diversas fontes da demanda de dinheiro. Pode ser encarado como ficando a meio caminho, por assim dizer, entre os saldos ativos e os inativos. Se o investimento está se processando a uma taxa constante, o financiamento – ou os compromissos de financiamento – requerido pode ser provido por um fundo rotativo de quantidade mais ou menos constante, com um empresário tendo seu financiamento restabelecido para fins de um investimento projetado, enquanto outro esgota o seu pagando pelos investimentos que completou. Mas se as decisões para investir estão, por exemplo, crescendo, o financiamento extra envolvido constituirá uma nova demanda de dinheiro.

Ora, uma pressão para garantir mais recursos que os habituais pode facilmente afetar a taxa de juros, pela influência exercida sobre demanda de dinheiro; e, a menos que o sistema bancário esteja preparado para aumentar a oferta de dinheiro, a falta de financiamento pode provar que é um importante obstáculo para mais que certo número de decisões de investimento em pauta ao mesmo tempo. Mas *financiamento* nada tem a ver com poupança. No estágio *financeiro* das providências, não houve da parte de ninguém a efetivação de poupança líquida, da mesma forma que não houve investimento líquido. *Financiamento* e *compromissos de financiamento* são simples entradas contábeis de crédito e débito, que facilitam aos empresários ir adiante com segurança.

É possível, então, que tenha havido confusão entre crédito no sentido de *financiamento*, crédito no sentido de *empréstimos bancários* e crédito no sentido de *poupança*. Não tentei tratar aqui do segundo, e deverá ser observado que a confusão entre o primeiro e o último será entre um fluxo e um estoque. Crédito, no sentido de *financiamento*, cuida de um fluxo de investimento. É um fundo rotativo que pode ser usado quantas vezes for necessário. Não absorve nem exaure recursos de qualquer natureza. O mesmo *financiamento* pode tratar de um investimento após outro. Mas crédito, na acepção de

10. Este ponto é salientado pelo Sr. Kalecki em A theory of the business cycle, *Review of Economic Studies*, p. 85, Feb. 1937.

11. [No original em inglês, *finance*, sem similar em língua portuguesa. O termo *financiamento* utilizado deve ser entendido menos como derivado do verbo financiar (ato de financiar) e mais como substantivo na acepção de *recurso financeiro*. (N. do R. T.)]

*poupança* que lhe dá o prof. Ohlin, refere-se a um estoque. Cada novo investimento líquido tem vinculada a si uma nova poupança. Esta só pode ser usada uma vez e relaciona-se com a adição líquida ao estoque de ativos reais.

Se por *crédito* queremos dizer *financiamento*, não faço objeção alguma a admitir a demanda do recurso como um dos fatores que influenciam a taxa de juros. Porque o *financiamento* constitui, como vimos, mais uma demanda de dinheiro líquido em troca de uma exigência futura. É, em sentido literal, uma demanda de dinheiro. Mas o *financiamento* não é a única fonte de demanda de dinheiro, e os termos em que é oferecido, seja por meio de bancos ou do mercado provedor de novos fundos, devem ser mais ou menos os mesmos segundo os quais outras demandas de dinheiro são atendidas. Assim, é precisamente o prêmio de liquidez do dinheiro predominante no mercado que determina a taxa de juros segundo a qual é possível a obtenção do financiamento.

A análise precedente é proveitosa para mostrar em que sentido uma forte demanda por investimento pode exaurir o mercado e ser obstada por falta de facilidades financeiras em termos razoáveis. São as “facilidades” financeiras, em larga medida, que regulam a *marcha* de novos investimentos. Algumas pessoas consideram um paradoxo que, até o ponto do pleno emprego, nenhum montante de investimento real, por maior que seja, possa exaurir e superar a oferta de poupança, que sempre andará no ritmo daquele.<sup>12</sup> Se isto é considerado paradoxal, é porque é confundido com o fato de que uma pressão demasiada de decisões não completadas de investimento é bastante capaz de esgotar o financiamento disponível, se o sistema bancário não estiver disposto a aumentar a oferta de dinheiro e se a oferta existente em mãos de particulares é inelástica. É a oferta de financiamento disponível que, na prática, de vez em quando, freia o lançamento de *novas emissões*. Mas se o sistema bancário decide tornar disponível o financiamento e se o investimento projetado pelas novas emissões realmente ocorre, o nível apropriado de rendas será gerado e dele sobrarão, necessariamente, um montante de poupança suficiente, na proporção exata, para fazer face ao novo investimento. O controle do financiamento é, na verdade, um método poderoso, porém por vezes perigoso, para regulamentação da taxa de investimento – embora seja muito mais poderoso quando usado como um freio que como um estímulo. Contudo, esta é apenas outra maneira de expressarmos o poder dos bancos exercido por meio do seu controle sobre a oferta de dinheiro – isto é, sobre a liquidez.

---

12. Embora qualquer investimento em particular possa, é claro, por várias razões, não corresponder ao investimento que se esperava, em algum período anterior. É difícil estabelecer isto com precisão, porque o investimento agregado *ex post* pode, em qualquer período, ser relacionado ou comparado com o investimento agregado *ex ante*, em qualquer data anterior especificada. Quanto ao conceito de poupança *ex ante*, não consigo atribuir-lhe nenhum sentido.

## III

A teoria de taxa de juros que prevaleceu antes, digamos, de 1914 encarava-a como o fator que garantia igualdade entre poupança e investimento. Nunca se sugeriu que poupança e investimento pudessem ser desiguais. Esta ideia surgiu – pela primeira vez, tanto quanto sei – com algumas teorias do pós-Guerra. Defendendo a igualdade entre poupança e investimento estou, portanto, voltando a uma ortodoxia fora de moda. A novidade, no tratamento que dou à poupança e ao investimento, não consiste em minha defesa de sua necessária igualdade agregada, mas na proposição de que não é a taxa de juros, mas sim o nível de renda que – em conjunção com certos outros fatores – assegura esta igualdade.

Eu gostaria, contudo, de aproveitar esta oportunidade para corrigir um mal-entendido que permeia as críticas feitas pelo Sr. Hawtrey ao meu trabalho, contidas em seu *Capital and employment*,<sup>13</sup> e que, realmente, ocupa extensão importante das críticas. Apesar das maiores tentativas que fiz para lhe explicar o contrário, o Sr. Hawtrey está convencido de que defini de tal maneira poupança e investimento que ambos são não apenas *iguais*, mas *idênticos*. Pensa ele que “são dois nomes diferentes para a mesma coisa” (p. 174) e que, em qualquer frase em que a palavra “investimento” aparece, a palavra “poupança” poderia substituí-la, sem qualquer mudança no significado (p. 184). Teria sido fácil para o Sr. Hawtrey tirar a prova. Talvez o exemplo mais simples estivesse nas passagens em que falo da poupança individual, já que apenas a poupança agregada e o investimento agregado são iguais; ou ele poderia ter tentado nas passagens em que explico que atos de poupança e atos de investimento são frequente ou usualmente praticados por pessoas diferentes.

Poupança agregada e investimento agregado, com os sentidos com que os defini, são necessariamente iguais, da mesma maneira que o conjunto das compras de qualquer coisa no mercado é igual ao agregado das vendas. Mas isto não quer dizer que “comprar” e “vender” sejam termos idênticos e que as leis de oferta e demanda sejam sem significado. Ou, ainda, são iguais da mesma forma que, consoante as definições do Sr. Hawtrey, a poupança agregada é igual à soma da despesa de capital e do aumento de capital de giro.

Ocupei grande espaço da primeira metade do meu livro com análises e definições de renda, poupança, investimento e outros termos como tais. A desculpa e a explicação para isto encontram-se na confusão generalizada que tem cercado estes termos em discussões recentes e na sutileza dos pontos envolvidos. Achei que tinha de tentar esclarecer o assunto até o máximo da minha capacidade, mas, muito embora a conclusão final da minha argumentação seja em seu conjunto conservadora – não acho que eu divirja substancialmente

---

13. R. G. Hawtrey, *Capital and employment*, Longmans, Green and Co., London, 1937.

de Marshall ou de qualquer outro economista mais velho, embora tenha tentado ser um pouco mais preciso –, tais passagens tiveram o desastroso efeito de convencer alguns leitores de que a pista para as peculiaridades da minha doutrina deve ser encontrada nelas.

Como eu disse, a novidade inicial está na opinião que defendo de que não é a taxa de juros, mas sim o nível de renda, que assegura a igualdade entre poupança e investimento. Os argumentos que conduzem a esta conclusão inicial são independentes da minha teoria subsequente da taxa de juros e, na realidade, cheguei a ela antes de chegar a esta última teoria. Mas o seu resultado foi deixar no ar a questão da taxa de juros. Se esta não é determinada pela poupança e pelo investimento, da mesma forma que o preço é determinado pela oferta e pela demanda, de que maneira ela é determinada? Começa-se, naturalmente, por supor-se que a taxa de juros, em algum sentido, tem de ser determinada pela produtividade – que ela era, talvez, simplesmente o equivalente monetário da eficiência marginal do capital, esta última sendo fixada independentemente por considerações físicas e técnicas, em conjunção com a demanda esperada. Foi apenas quando esta linha de enfoque levou repetidas vezes ao que parecia ser um raciocínio circular que atinei com o que agora creio ser a verdadeira explicação. A teoria resultante, seja certa ou errada, é sumamente simples, ou seja, a taxa de juros sobre um empréstimo de determinada qualidade e vencimento tem de ser estabelecida ao nível que, na opinião daqueles que têm a oportunidade da escolha – isto é, os detentores da riqueza –, torna iguais as características de atração de conservar nas mãos tanto o dinheiro ocioso quanto o empréstimo. Seria uma verdade dizer que este raciocínio, por si só, não nos leva muito longe. Mas nos dá uma base firme e inteligível para prosseguir.

## IV

Se por “entesouramento” queremos dizer conservar em mãos saldos ociosos,<sup>14</sup> então a minha teoria da taxa de juros poderia ser expressa dizendo-se que a taxa de juros serve para igualar a demanda e a oferta de tesouros – isto é, precisa ser suficientemente elevada para *compensar* uma aumentada inclinação para entesourar relativamente à oferta de saldos ociosos disponíveis. A função da taxa de juros é modificar os preços monetários de outros ativos de capital de modo a equiparar a atração de retê-los e de reter dinheiro. Isto nada tem a ver com poupança corrente ou com investimento novo. Nunca pode estar disponível para reservas adicionais um excedente de poupança corrente além daquilo que é representado pelo investimento corrente; e isto é igualmente verdadeiro se, como o Sr. Hawtrey, excluirmos alterações no capital de giro de

---

14. O Sr. Hawtrey, *op. cit.* p. 167, sugere que eu deveria usar os termos “ativos” e “ociosos” em relação a saldos.

nossa definição de investimento,<sup>15</sup> uma vez que neste caso a poupança corrente é toda absorvida pelo investimento corrente *mais* o aumento no capital de giro. Além disso, nenhum grau de ansiedade do público para aumentar suas reservas pode afetar o montante de entesouramento, que depende da disposição dos bancos para adquirir – ou dispor de – ativos adicionais, além do que é requerido para compensar alterações nos saldos não ociosos. Se os bancos se mantêm firmes, um aumento na propensão para o entesouramento eleva a taxa de juros e, desse modo, baixa os preços dos ativos de capital que não sejam dinheiro vivo, até que as pessoas desistam da ideia de vendê-los ou de se privar de comprá-los com a finalidade de aumentar suas reservas.<sup>16</sup> A taxa de juros é, se preferem, o *preço* dos encaixes, no sentido de que mede o sacrifício pecuniário que o detentor de uma reserva monetária considera que vale a pena fazer, ao preferi-la a outros títulos e ativos de igual valor presente.

Saliento esses pontos óbvios para afastar de nossas mentes a ideia de que a quantidade de reservas pessoais depende, de alguma forma, daquilo que indivíduos estejam fazendo com suas poupanças, ou de que existe qualquer ligação entre saldos ociosos e a concepção – sem sentido nas minhas definições – de poupanças ociosas.<sup>17</sup> Mas tenho apenas uma limitada esperança de sucesso. Há uma enraizada obsessão associando saldos ociosos com alguns aspectos da poupança corrente, e não com a ação dos bancos para fixar a oferta de dinheiro, nem com a atitude do público quanto às atrações comparativas de dinheiro e de outros ativos. Mesmo um leitor tão cuidadoso e sincero do meu recente livro, como o Sr. Hawtrey, começa sua discussão – apesar das minhas repetidas explicações de que *não* é isto que estou dizendo – afirmando:

---

15. Prefiro a distinção do prof. Ohlin, que é muito útil em algumas associações, entre investimento *ex ante* e investimento *ex post*, isto é, entre investimento pretendido e investimento efetivado, à do Sr. Hawtrey, entre investimento em capital fixo e investimento em capital de giro. Na verdade, o Sr. Hawtrey muitas vezes precisa distinguir entre alterações pretendidas e efetivadas em capital de giro e, se não fosse por sua ênfase nas mudanças pretendidas em capital de giro graças a mudanças na taxa de juros de curto prazo, creio que as definições do prof. Ohlin lhe seriam mais adequadas que as suas próprias.

16. Por esta razão, não é verdade, como afirma o Sr. Hawtrey, *op. cit.* p. 210 *et seq.*, que a importância da minha teoria pode ser testada examinando-se a magnitude e a variabilidade das somas entesouradas.

17. Com as definições do Sr. Hawtrey, poupanças ociosas são iguais ao aumento em capital de giro. Se fôssemos pressupor – aceito este pressuposto porque provavelmente ele convém mais ao Sr. Hawtrey – que todo capital de giro tem de ser financiado por empréstimos bancários, um aumento de capital de giro terá de ser associado ou a um aumento dos ativos bancários, ou então aos bancos, desfazendo-se nos mercados de alguns outros ativos que anteriormente possuísem. Se a propensão para entesourar é a mesma de antes – e não vejo razão pela qual a existência de poupanças ociosas, no sentido do Sr. Hawtrey, devesse afetar esta inclinação, de uma maneira ou de outra – e os bancos escolhem a alternativa de aumentar seus ativos, a taxa de juros irá cair; enquanto se escolhe a outra alternativa, a de disporem de algum ativo, poderão fazer isto ao preço dominante anteriormente, e a taxa de juros não será modificada. Se, por outro lado, a propensão para o entesouramento mudar, então esta influência sobre a taxa de juros será superposta à influência que acabamos de discutir.

O argumento defendido pelo Sr. Keynes é o de que uma parcela da poupança será desviada do investimento ativo e acumulada em saldos ociosos, e que o montante dessa parcela depende da taxa de juros, de modo que a taxa de juros é determinada pela soma de dinheiro disponível para a formação desses saldos ociosos.

Ao falar da teoria da preferência pela liquidez da taxa de juros estou, realmente, exaltando-a demais. É como falar da teoria do professorado, de Ohlin, ou da teoria do funcionário público, de Hawtrey. Estou simplesmente afirmando o que ela é sendo subsequentes as teorias sobre o assunto que possam ter significado. E, ao afirmar o que ela é, acompanho os livros de aritmética e aceito a exatidão do que é ensinado nas escolas secundárias.

---

*Bertil  
Ohlin*





O texto “Teorias alternativas da taxa de juros: réplica”, de Bertil Ohlin, foi publicado originalmente na revista *Literatura Econômica*, volume 9, de junho 1987. Nesta página e nas duas próximas, reproduzimos a capa, o expediente e o sumário daquela edição.

# literatura econômica

revista quadrimestral do  
**IPEA** instituto de planejamento  
econômico e social

ISSN 0100-655X

## DIRETORES RESPONSÁVEIS

Michal Gartenkraut  
**Presidente do IPEA**

Octávio Augusto Fontes Tourinho  
**Superintendente do INPES**

Fábio Ramalho de Cicco  
**Superintendente do IPLAN**

## CORPO EDITORIAL

Gervásio Castro de Rezende  
**Editor**

Isis Carneiro Agarez  
**Co-Editora**

Margarida Maria Pacheco de Araujo  
**Editora-Executiva**

Alice Martins de Carvalho  
Antonio de Lima Brito  
Ronaldo Tumscitz  
**Editores-Assistentes**

## COORDENAÇÃO EDITORIAL

Alcídes F. Vilar de Queiroz  
Nilson Souto Maior

A assinatura de LITERATURA ECONÔMICA inclui os números regulares publicados em fevereiro, junho e outubro. Pedidos de números atrasados serão atendidos de acordo com a disponibilidade do estoque.

Os artigos assinados são da exclusiva responsabilidade dos autores. É permitida a reprodução das matérias divulgadas, desde que seja citada a fonte.

Os manuscritos devem ser apresentados em duas cópias, datilografadas em espaço duplo, com o máximo de 50 páginas. Todas as citações bibliográficas, no texto, em notas de pé de página ou no final das matérias, deverão seguir à risca as normas da ABNT.

Toda correspondência, manuscritos e pedidos de publicações devem ser endereçados a:

LITERATURA ECONÔMICA — EDITORIA  
Av. Pres. Antônio Carlos, 51 — 15.º andar  
Caixa Postal 2672  
20 020 — Rio de Janeiro — RJ

O INSTITUTO DE PLANEJAMENTO ECONÔMICO E SOCIAL — IPEA, Fundação vinculada à Secretaria de Planejamento da Presidência da República, tem por atribuições principais:

I — auxiliar a Secretaria de Planejamento na elaboração dos programas globais de governo e na coordenação do sistema nacional de planejamento;

II — auxiliar a Secretaria de Planejamento na articulação entre a programação do Governo e os orçamentos anuais e plurianuais;

III — promover atividades de pesquisa aplicada nas áreas econômica e social;

IV — promover atividades de treinamento para o planejamento e a pesquisa aplicada.

O IPEA compreende um Instituto de Pesquisas (INPES), um Instituto de Planejamento (IPLAN), um Instituto de Programação e Orçamento (INOR) e o Centro de Treinamento para o Desenvolvimento Econômico (CENDEC).

IPEA/INPES  
 Serv. de  
 Documentação

# literatura econômica

volume 9

junho 1987

número 2

## Sumário

### ARTIGOS

Uma Nota Introdutória aos Artigos de Kalecki, Keynes e Ohlin Mauro Boianovsky .....	121
Algumas Observações sobre a Teoria de Keynes M. Kalecki .....	137
Teorias Alternativas da Taxa de Juros J. M. Keynes .....	147
Teorias Alternativas da Taxa de Juros — Réplica Bertil Ohlin .....	159
A Teoria ex ante da Taxa de Juros J. M. Keynes .....	165

### LIVROS

Relação Classificada .....	173
Resumos Informativos .....	185
Índice de Autores dos Livros Publicados .....	197

### PERIÓDICOS BRASILEIROS

Relação dos Periódicos, Sumários e Resumos Seleccionados .....	203
--	-----

### PUBLICAÇÕES ESPECIAIS

Publicações Seriadas .....	257
----------------------------	-----

### PESQUISAS ECONÔMICAS

Índices das Pesquisas Concluídas e em Andamento, por Assunto .....	257
--	-----

COMUNICADOS .....	281
-------------------	-----

Publicado por


 Instituto de Planejamento Econômico e Social  
 INSTITUTO DE PESQUISAS — INPES

Rio de Janeiro

*Lit. Econ.*, 9(2):119-286, 1987.



# TEORIAS ALTERNATIVAS DA TAXA DE JUROS: RÉPLICA\*

Bertil Ohlin

---

A crítica do Sr. Keynes ao ligeiro esboço de uma teoria sobre taxa de juros que apresentei no número de junho deste *Journal*<sup>1</sup> é a de que, com a terminologia de que fiz uso, “a oferta e a demanda de crédito líquidas são iguais *ex definitione*, seja qual for o nível de juros existente no mercado”<sup>2</sup>. Assim, na opinião do Sr. Keynes, o argumento que pode ser usado contra a noção de que a taxa de juros é determinada pela condição de elemento que iguala a oferta e a demanda de *poupança* é igualmente válido para refutar o ponto de vista de que a taxa de juros é governada pela oferta e pela demanda de *crédito*.

Ao fazer esta afirmação, creio que mais uma vez o Sr. Keynes deixou de avaliar suficientemente a diferença entre o que é verdadeiro *ex post* e o que é verdadeiro *ex ante*. A culpa, desta vez, sem dúvida, é parcialmente minha, já que não me expressei com a clareza necessária.

O fato de que *ex post* existe sempre igualdade entre oferta e demanda tanto para poupança quanto para crédito, assim como para mercadorias – uma transação creditícia, como a compra e venda de uma mercadoria, é uma transação bilateral –, não prova que o preço do crédito ou o preço de uma mercadoria não pode ser determinado pela condição de que, em um mercado livre, oferta e demanda a *esse* determinado preço sejam tornadas iguais. É neste ponto que, na minha opinião, o Sr. Keynes está errado.

É preciso que se distinga nitidamente entre a quantidade de crédito de fato concedido (correspondente à quantidade de mercadoria comprada e vendida), por um lado, e as *curvas* de oferta e demanda de crédito (ou mercadorias), por outro. O primeiro é simplesmente o ponto de interseção das curvas. Quando se declara, na teoria de preços, que o preço de uma mercadoria é determinado pela oferta e pela

---

\* [Este artigo foi originalmente publicado no *Economic Journal*, p. 423-427, Sept. 1937. A tradução é de Mary Cardoso com a revisão técnica de Mauro Boianovsky, da Faculdade de Economia e Administração (FEA) da Universidade Federal Fluminense (UFF), e a colaboração de Antonio Brito, do Ipea/Instituto de Planejamento Econômico e Social (Inpes). (N. do Ed.)]

1. [Trata-se de artigo anterior de Ohlin intitulado *Some notes on the Stockholm theory of saving and investment*, *Economic Journal*, n. 47, p. 221-227, Mar./June 1937. (N. do R. T.)]

2. Keynes, *Teorias alternativas da taxa de juros*, p. 245. [Corresponde à p. 150 da tradução anterior do artigo de Keynes publicada em edição anterior de *Clássicos de literatura econômica*. (N. do R. T.)]

demanda, o que se quer dizer é que este é determinado pelas *curvas* de demanda e oferta, que expressam as vendas e as compras planejadas a diferentes preços possíveis, durante certo período futuro. Estas curvas são conceitos *ex ante* e indicam planos alternativos de compras e vendas. Da mesma forma, o preço do crédito é determinado pelas *curvas* de oferta e demanda de crédito ou, o que vem a dar no mesmo, de *títulos*. O raciocínio causal é *ex ante*.<sup>3</sup>

Se um governo autoritário fixa uma taxa de juros muito mais baixa que a taxa que prevaleceria em um mercado livre, durante qualquer período, a poupança e o novo investimento *ex post* permanecem, todavia, iguais, muito embora se verifique que a quantidade de crédito *oferecida* tenha sido menor que a *demandada*, ocorrendo uma espécie de “acionamento”. Vale lembrar que o mercado de crédito reage da mesma maneira que o de bens, quando são fixados preços máximos.

Como já foi mostrado, *qualquer* taxa de juros é possível, independentemente do montante de poupança ou do novo investimento que se planeje, uma vez que o desenvolvimento econômico resultante proporciona poupança e investimento não intencionais – positivos ou negativos. Isto não acontece com o crédito, já que, tendo em vista certa disposição para concessão e recebimento deste – seja da parte de indivíduos, seja de empresas ou bancos –, *apenas um nível de juros é possível em um mercado livre*. A verdade é que o preço das obrigações a 3% – e, assim, a taxa de juros a longo prazo – é fixado no mercado de obrigações pelas curvas de demanda e oferta da mesma forma que o preço de ovos ou morangos em um mercado de uma pequena cidade.<sup>4</sup>

---

3. O Sr. Keynes interpreta a minha análise *ex ante* do mercado de crédito, isto é, obrigações ou títulos, como se ela fosse *ex post*, e então acha que esta desapareceu. As duas últimas frases – sobre a oferta de novos títulos, isto é, a demanda de crédito – que são citadas pelo Sr. Keynes sobre o meu trabalho (OHLIN, *op. cit.*, p. 224 e 225) [a citação de Keynes pode ser encontrada à p. 148 da tradução anterior do seu artigo] contém um raciocínio *ex ante*, como assinali algumas linhas antes, e não um raciocínio *ex post*, como é a interpretação do Sr. Keynes. Isto teria ficado mais claro se eu tivesse usado as palavras: “a disposição de fornecer novos títulos... dá a curva de demanda...”, isto é, a mesma fraseologia usada na discussão da oferta de crédito. Toda a crítica do Sr. Keynes, isto é, a afirmação de que a igualdade entre demanda e oferta de crédito é uma verdade *ex definitione* e nada explica, depende de sua confusão, neste ponto, entre *ex post* e *ex ante*. *Ex post* temos apenas o ponto de interseção das curvas, *ex ante* temos as curvas inteiras, o que determina onde será o ponto de interseção.

4. Em uma análise mais completa, é necessário considerar o fato de que apenas certas taxas de juros, como a do rendimento das obrigações, são determinadas de maneira similar à das mercadorias em um mercado de uma pequena cidade ou à da produção mundial, isto é, trigo ou milho, nos mercados de *commodities*. Somente em relação a estas tem sentido prático a análise das curvas de oferta e demanda. Outras taxas de juros, como as de desconto, são fixadas pelos fornecedores de empréstimos – os bancos centrais e comerciais – de modo muito parecido como os preços das mercadorias são fixados pelos fabricantes e varejistas. Isto tem importantes consequências no que se refere à discrepância entre rendas *ex ante* e *ex post*, poupanças etc.

Há um mercado de crédito – ou, antes, diversos mercados –, mas não existe um assim para a poupança, nem preço para esta, com as definições usadas pelo Sr. Keynes e por mim. Mas há uma curva de oferta para ela, exprimindo uma disposição no sentido de não consumir a renda total esperada. Há também uma curva para um novo investimento planejado. A relação entre estas duas espécies de curvas e as de oferta e demanda de crédito não ficou clara em meu artigo do número de junho, embora tenha sido mostrada a necessidade de se descrever a relação existente entre elas.<sup>5</sup>

O fato de que a relação entre as curvas referentes a poupança e investimento e aquelas relativas ao crédito é estreita deveria ser óbvio. Se um homem pretende poupar, não tem de planejar um investimento ou um empréstimo? Não será, então, a oferta de crédito planejada igual à poupança planejada, se o uso da poupança pessoal para novos investimentos é tratado como concessão de crédito a si mesmo? Não, não exatamente. É possível planejar poupar e aumentar o montante de dinheiro, em vez de emprestar. Pode-se também planejar a ampliação de novos créditos ultrapassando as poupanças planejadas, se se deseja reduzir a própria disponibilidade de dinheiro. Além disso, uma pessoa pode planejar a ampliação do crédito em vez do reinvestimento de *capital tornado livre*, isto é, *dinheiro de depreciação*. O mesmo vale para a demanda planejada de crédito, que pode diferir do novo investimento planejado, graças ao desejo de alterar o estoque de dinheiro mantido, para cobrir possíveis perdas ou para financiar o consumo.

Esse, porém, é apenas *um lado* da diferença. O outro é que se pode planejar para conseguir crédito para a compra de velhos ativos, isto é, para investimento *financeiro*,<sup>6</sup> e nada tem a ver com o novo investimento da esfera industrial, que está relacionado com a poupança. Alguém pode planejar também o *desinvestimento financeiro*, por exemplo, mediante a venda de uma casa, e planejar o uso dos recursos obtidos para ampliar novo crédito, por exemplo, para o homem que compra a casa. Em terceiro lugar, o sistema bancário pode planejar o aumento ou a redução do volume de crédito.

Evidentemente, as curvas de demanda e oferta de crédito, que são idênticas às curvas de oferta e demanda de títulos, são bastante diferentes, mas inter-relacionadas com

---

5. Limitei-me a algumas observações sobre as duas primeiras das três partes “em que a teoria dos juros pode ser considerada como tendo aplicação: *i*) uma análise dos mercados de títulos e outros ativos, em que os preços respectivos e, portanto, as taxas de juros são determinadas, o que inclui os fenômenos da política de crédito dos bancos, por exemplo operações de mercado aberto; *ii*) uma explicação sobre quais os tipos de processos, com relação aos montantes de poupança e investimento planejados e não intencionais, que resultam da existência de determinadas taxas de juros; e *iii*) uma descrição da ligação entre estes processos e as transações feitas nos mercados, mencionadas de início” (OHLIN, *op. cit.*, p. 226).

6. Em meu *survey*, no número de março, da terminologia requerida por uma análise de transações *industriais*, estas questões foram deliberadamente deixadas de fora.

as que dizem respeito a novos investimentos e poupança planejados.<sup>7</sup> As primeiras determinam os preços de títulos, isto é, as taxas de juros e as transações efetivas de crédito, da mesma maneira que os preços e os negócios são fixados nos mercados de bens. Quem quer que se recuse a aceitar esta análise da fixação de preços de títulos terá, creio eu, que rejeitar também, *in toto*, a análise marshalliana da curva de oferta e demanda.<sup>8</sup>

Assim, existe uma ligação entre os negócios com títulos e a atividade de poupança e investimento. É claro que, independentemente de qualquer poupança ou novo investimento, dinheiro, títulos e ativos podem ser trocados uns pelos outros. Seus preços relativos e, portanto, as taxas de juros podem variar com a disposição de conservar as quantidades disponíveis de dinheiro, títulos e ativos. Contudo, os mercados em que estes são trocados uns pelos outros são afetados pela poupança e por investimentos novos, pois é deste modo que se alteram a demanda e a oferta de títulos. Uma queda de investimento na construção civil tenderá – dada uma determinada política creditícia do sistema bancário – a reduzir a oferta de títulos, a elevar-lhe os preços e a reduzir a taxa de juros a longo prazo, apesar da provável queda posterior da renda, da poupança e da demanda de títulos.

A teoria que sugiro não contesta que a taxa de juros “equipara as vantagens da posse presente do dinheiro e do direito futuro sobre este”.<sup>9</sup> Não há contradição entre esta afirmação e o ponto de vista de que a taxa de juros é o preço do crédito, ou seja, é fixada no mercado para diferentes títulos. É neste mercado que ocorre a troca de títulos por dinheiro, e de tal maneira que se verifica uma *equiparação de vantagens*.

Tampouco há qualquer contradição entre a teoria do Sr. Keynes e a minha, quando ele salienta que as alterações no nível da renda ajudam a garantir a igualdade entre poupança e investimento.<sup>10, 11</sup> Uma redução da taxa de juros aumentará o investimento e, assim, a poupança (*ex post*), por meio da renda aumentada e da consequente elevação na poupança não intencional e, mais tarde, também na poupança planejada.

7. Mesmo *ex post* não é correto, como eu disse na p. 224 (OHLIN, *op. cit.*), que se encontre igualdade entre a quantidade total de crédito novo durante o período e a soma total da poupança individual positiva.

8. Espero que cada leitor que considere o raciocínio sobre tomada e concessão de empréstimo, poupança e investimento “artificial” ou “irrealista” – suponho que muitos tenham tais sentimentos a propósito destas coisas – procure saber se a mesma crítica não pode ser feita à análise convencional de oferta e demanda.

9. Keynes, *op. cit.*, p. 245. [Corresponde à p. 151 da tradução anterior do artigo de Keynes. (N. do R. T.)]

10. Ver meu estudo sueco *Monetary policy, works, etc., as remedies for unemployment*, p. 24, 26, 36 *et seq.*, 1934.

11. Keynes, *op. cit.*, p. 249. [Corresponde à p. 154 da tradução anterior do artigo de Keynes. (N. do R. T.)]

Aceito igualmente a opinião do Sr. Keynes de que não há “ligação entre saldos ociosos e a concepção (sem sentido nas minhas definições) de poupanças ociosas”.<sup>12</sup> Como já salientei em outra parte,<sup>13</sup> a liquidez dos bancos comerciais durante as depressões se deve à política do banco central, e nada tem a ver com as *poupanças não utilizadas*.

A diferença entre a teoria de juros do Sr. Keynes e a minha, que é construída sobre a teoria de poupança e investimento de Estocolmo, reside no fato de que o Sr. Keynes dá uma posição central à quantidade de dinheiro, enquanto em minha opinião a quantidade de títulos desempenha um papel tão *fundamental* quanto o dinheiro e *proporciona uma ligação direta entre poupança, investimento e o conjunto do processo econômico*. O Sr. Keynes afirma que a taxa de juros é determinada pela quantidade de dinheiro disponível e pela curva de demanda de uma exigência presente sobre o dinheiro em termos de um direito futuro sobre este.<sup>14</sup> Mas esta curva de demanda não está na dependência direta da quantidade disponível de direitos futuros, que, por sua vez, é influenciada pela disposição de pedir e conceder empréstimos e, daí, pela disposição para investir e poupar? Em outras palavras, não é óbvio que a taxa de troca entre obrigações e dinheiro depende das quantidades destes e da disposição – marginal – de conservar ambos? Além disso, a avaliação de ativos como imóveis, ações etc., por diferentes indivíduos, influencia diretamente tal disposição por parte deles. Assim, se encaramos a taxa de juros como determinada pelas curvas de oferta e demanda de títulos, ambas as quantidades de dinheiro e de ativos são fatores de influência. A situação precisa satisfazer todos os dias à condição de que, aos preços vigentes, de títulos e ativos, as pessoas preferem conservar os montantes de dinheiro, títulos e ativos, em lugar de trocar parte de alguns deles por um pouco mais dos outros. Mas o dinheiro não ocupa posição especial, como acontece na teoria do Sr. Keynes.

Resumindo: *i*) independentemente da disposição das pessoas para poupar e investir, *qualquer* taxa de juros é compatível com uma igualdade entre poupança e investimento novo, *ex post*; todo o processo econômico, entre outras coisas, o volume da renda nacional, adapta-se à relação entre a taxa de juros e outras condições econômicas – como expliquei nas páginas 221-224; *ii*) a taxa de juros é o preço do crédito e é governada pelas *curvas* de oferta e demanda, da mesma maneira que os preços das mercadorias – ver páginas 224-225;<sup>15</sup> e *iii*) estas curvas de oferta e demanda de crédito estão estreitamente relacionadas com a disposição e a capacidade das pessoas para poupar e investir – o que, por sua vez, são afetadas pela taxa de juros e por todo o processo econômico. Tais curvas, porém, são também influenciadas pelo desejo de variar os montantes de dinheiro possuído, ou de fazer investimentos financeiros em ativos velhos, e por uma mudança na política de crédito do sistema bancário.

12. Keynes, *op. cit.*, p. 251. [Corresponde à p. 157 da tradução anterior do artigo de Keynes. (N. do R. T.)]

13. Ohlin, *op. cit.*, p. 45-46.

14. Keynes, *op. cit.*, p. 241. [Corresponde à p. 147 da tradução anterior do artigo de Keynes. (N. do R. T.)]

15. [Trata-se de Ohlin, *op. cit.* (N. do R. T.)]



---

*John Maynard  
Keynes*





O texto “A teoria *ex ante* da taxa de juros”, de J. M. Keynes, foi publicado originalmente na revista *Literatura Econômica*, volume 9, junho de 1987. Nesta página e nas duas próximas, reproduzimos a capa, o expediente e o sumário daquela edição.

# literatura econômica

revista quadrimestral do  
**IPEA** instituto de planejamento  
econômico e social

ISSN 0100-655X

## DIRETORES RESPONSÁVEIS

Michal Gartenkraut  
**Presidente do IPEA**

Octávio Augusto Fontes Tourinho  
**Superintendente do INPES**

Fábio Ramalho de Cicco  
**Superintendente do IPLAN**

## CORPO EDITORIAL

Gervásio Castro de Rezende  
**Editor**

Isis Carneiro Agarez  
**Co-Editora**

Margarida Maria Pacheco de Araujo  
**Editora-Executiva**

Alice Martins de Carvalho  
Antonio de Lima Brito  
Ronaldo Tumscitz  
**Editores-Assistentes**

## COORDENAÇÃO EDITORIAL

Alcídes F. Vilar de Queiroz  
Nilson Souto Maior

A assinatura de LITERATURA ECONÔMICA inclui os números regulares publicados em fevereiro, junho e outubro. Pedidos de números atrasados serão atendidos de acordo com a disponibilidade do estoque.

Os artigos assinados são da exclusiva responsabilidade dos autores. É permitida a reprodução das matérias divulgadas, desde que seja citada a fonte.

Os manuscritos devem ser apresentados em duas cópias, datilografadas em espaço duplo, com o máximo de 50 páginas. Todas as citações bibliográficas, no texto, em notas de pé de página ou no final das matérias, deverão seguir à risca as normas da ABNT.

Toda correspondência, manuscritos e pedidos de publicações devem ser endereçados a:

LITERATURA ECONÔMICA — EDITORIA  
Av. Pres. Antônio Carlos, 51 — 15.º andar  
Caixa Postal 2672  
20 020 — Rio de Janeiro — RJ

O INSTITUTO DE PLANEJAMENTO ECONÔMICO E SOCIAL — IPEA, Fundação vinculada à Secretaria de Planejamento da Presidência da República, tem por atribuições principais:

I — auxiliar a Secretaria de Planejamento na elaboração dos programas globais de governo e na coordenação do sistema nacional de planejamento;

II — auxiliar a Secretaria de Planejamento na articulação entre a programação do Governo e os orçamentos anuais e plurianuais;

III — promover atividades de pesquisa aplicada nas áreas econômica e social;

IV — promover atividades de treinamento para o planejamento e a pesquisa aplicada.

O IPEA compreende um Instituto de Pesquisas (INPES), um Instituto de Planejamento (IPLAN), um Instituto de Programação e Orçamento (INOR) e o Centro de Treinamento para o Desenvolvimento Econômico (CENDEC).


 IPEA/INPES  
 Serv. de  
 Documentação

# literatura econômica

volum 9

junho 1987

número 2

## Sumário

### ARTIGOS

Uma Nota Introdutória aos Artigos de Kalecki, Keynes e Ohlin Mauro Boianovsky .....	121
Algumas Observações sobre a Teoria de Keynes M. Kalecki .....	137
Teorias Alternativas da Taxa de Juros J. M. Keynes .....	147
Teorias Alternativas da Taxa de Juros — Réplica Bertil Ohlin .....	159
A Teoria ex ante da Taxa de Juros J. M. Keynes .....	165
<b>LIVROS</b>	
Relação Classificada .....	173
Resumos Informativos .....	185
Índice de Autores dos Livros Publicados .....	197
<b>PERIÓDICOS BRASILEIROS</b>	
Relação dos Periódicos, Sumários e Resumos Seleccionados .....	203
<b>PUBLICAÇÕES ESPECIAIS</b>	
Publicações Seriadas .....	257
<b>PESQUISAS ECONÔMICAS</b>	
Índices das Pesquisas Concluídas e em Andamento, por Assunto .....	257
<b>COMUNICADOS</b> .....	281

Publicado por


 Instituto de Planejamento Econômico e Social  
 INSTITUTO DE PESQUISAS — INPES

Rio de Janeiro

*Lit. Econ.*, 9(2):119-286, 1987.



# A TEORIA *EX ANTE* DA TAXA DE JUROS\*

John Maynard Keynes

---

Depois de ler os artigos do prof. Pigou, do prof. Ohlin, do Sr. Robertson e do Sr. Hawtrey, no último número do *Economic Journal*,<sup>1</sup> acho que o Sr. Robertson resumiu muito bem a posição quando, no fim de sua contribuição, me diz que estou assustado diante de “uma tia Sally de idade incerta”.<sup>2</sup> Enquanto a verdade é uma, o erro tem, de fato, muitas formas, e prometo desistir de qualquer tentativa de afirmar o contrário!

Vou me restringir, no que se seguirá, à discussão entre o prof. Ohlin e eu, porque esta, acredito, pode ser proveitosa. Ele me forçou a prestar atenção a um elo importante na corrente causal que anteriormente negligenciei e me permitiu conseguir importante aperfeiçoamento em minha análise. E, no que se refere à divergência que ainda perdura entre nós, não abandonei a expectativa de convencê-lo. Contudo, enquanto ele provavelmente terá de esperar por um futuro artigo que pretendo escrever, tratando da relação de toda a análise *ex ante* e *ex post* em face da análise contida na minha *teoria geral*, neste meio tempo tenho alguns comentários a fazer sobre sua mais recente contribuição.

De acordo com o prof. Ohlin, a taxa de juros depende da interação marginal entre a oferta de novo crédito resultante de poupança *ex ante* e a demanda desta mesma poupança, decorrente do investimento *ex ante*. Compreendo que o montante da poupança *ex ante*, em qualquer período, depende das decisões subjetivas feitas durante aquele período para tornar objetiva a poupança proveniente da renda que será obtida posteriormente. E, da mesma forma, o montante de investimento *ex ante* depende de decisões subjetivas de investir, que subsequentemente se tornarão objetivas. Ora, o investimento *ex ante* é um fenômeno importante, genuíno, na medida em que decisões têm de

---

\* [Este artigo foi originalmente publicado no *Economic Journal*, p. 663-669, Dec. 1937. A tradução é de Mary Cardoso e a revisão técnica de Mauro Boianovsky, da Faculdade de Economia e Administração (FEA)/Universidade Federal Fluminense (UFF), com a colaboração de Antonio Brito, do Ipea/Instituto de Planejamento Econômico e Social (Inpes). (N. do Ed.)]

1. Pigou, Real and money wage rates in relation to unemployment, p. 405, Sept. 1937; e Ohlin, Robertson e Hawtrey, Alternative theories of the rate of interest: three rejoinders, p. 423.

2. [“Aunt Sally” é uma expressão coloquial para indicar, em um parque de diversões, cada um dos pavilhões em que se aposta na quebra de pires. (N. da T.)]

ser tomadas e o crédito ou financiamento<sup>3</sup> fornecido bem antes do processo efetivo de investimento, embora a soma do crédito inicial requerido não seja, necessariamente, igual ao montante do investimento que é projetado.<sup>4</sup> Não há, porém, esta necessidade de que as pessoas decidam, ao mesmo tempo que os empresários tomam suas decisões de investimento, quanto de sua renda futura irão poupar. Para começar, não sabem quais serão seus rendimentos, especialmente se decorrerem de lucro. Mas, mesmo que possam formar alguma opinião preliminar sobre o assunto, primeiro não têm necessidade de tomar uma decisão definitiva – como têm de fazer os investidores; em segundo lugar, não fazem isto ao mesmo tempo; e, em terceiro, sem dúvida alguma, via de regra, não esgotam seus recursos em dinheiro muito antes de receberem os rendimentos dos quais pretendem retirar sua poupança, de modo a poderem servir aos investidores com *financiamento*, na data em que precisem arranjar-lo. Finalmente, mesmo que estivessem preparadas para tomar dinheiro emprestado com a garantia de sua futura poupança, somas de dinheiro adicionais não poderiam ficar disponíveis desta maneira, salvo como resultado de uma mudança na política bancária. É claro que nada é mais seguro do que o fato de que o crédito ou *financiamento* requerido pelo investimento *ex ante* não é principalmente fornecido pela poupança *ex ante*. Que parte – se é que alguma – é desempenhada por esta poupança, iremos verificar em um momento.

Como se faz a oferta desse crédito? Quando o empresário decide investir, precisa estar seguro de dois pontos: primeiro, que pode obter recursos suficientes a curto prazo, durante o período da produção do investimento; e, segundo, que acabará financiando suas obrigações de curto prazo mediante uma emissão de longo prazo, em condições satisfatórias. Vez por outra, ele pode estar em posição de usar seus próprios recursos ou de fazer imediatamente sua emissão de longo prazo. Mas não faz diferença quanto ao montante de *financiamento* que precisa ser encontrado pelo mercado como um todo, mas apenas quanto ao canal por meio do qual o financiamento chega ao empresário e quanto à probabilidade de que alguma parte do primeiro possa resultar da liberação de dinheiro por parte do próprio interessado ou do resto do público. Assim, é conveniente encarar o duplo processo como o mais característico.

Ora, os mercados de novos empréstimos de curto prazo e de novas emissões de longo prazo são substancialmente os mesmos das transações velhas, não sendo relevantes em nosso plano atual de discussão pequenas anomalias como as que podem ser causadas pela imperfeição do mercado, seja entre banqueiros e outros fornecedores de financiamento, seja entre diferentes seções do mercado de investimentos. Assim, os

---

3. No que se segue, uso o termo *financiamento* para indicar o crédito solicitado no intervalo entre o planejamento e a execução.

4. Por exemplo, quando se planeja construir uma nova estrada de ferro, não é costume tomar-se emprestado o total que esta irá custar antes de demarcado o primeiro trecho de terreno.

termos da oferta do financiamento requerido pelo investimento *ex ante* dependem do estado *existente* das preferências pela liquidez – juntamente com alguns elementos de previsão da parte do empresário, em relação aos termos em que poderá financiar seus recursos, quando chegar a hora –, combinado com a oferta de dinheiro na forma determinada pela política do sistema bancário. Falando em termos amplos, portanto, a taxa de juros relevante para o investimento *ex ante* é aquela determinada pelo estoque *corrente* de dinheiro e pelo estado *corrente* da preferência pela liquidez, na data em que o financiamento requerido pelas decisões de investimento foi estipulada. Até aqui, nenhuma modificação se faz necessária na análise que previamente apresentei.

O fator adicional, antes não considerado, e ao qual a ênfase do prof. Ohlin sobre o caráter *ex ante* das decisões de investimento despertou atenção, é o que se verá a seguir.

Durante o interregno – e apenas durante este período – entre a data em que o empresário consegue seus recursos e aquela em que realmente faz o investimento, há uma demanda adicional por liquidez sem que, por enquanto, qualquer oferta nova de liquidez necessariamente se manifeste. Para que o empresário possa se sentir suficientemente líquido a ponto de ser capaz de avançar na transação, alguém precisa concordar em ficar, pelo menos de momento, menos líquido que antes. O prof. Ohlin parece estar sugerindo que esta oferta de recurso líquido aparecerá emanando daqueles indivíduos que tencionam poupar em alguma data futura. Mas, se é assim, como é que eles fazem? Terão que esgotar seus saldos em dinheiro, sacar a descoberto em suas contas, ou liquidar títulos a serem pagos em prestações durante todo o período do investimento. Ora, admito desde logo que a intenção de poupar possa, algumas vezes, afetar no ínterim a disposição de aceitar a iliquidez. Tal fator deveria certamente ser incluído na relação dos motivos que afetam o estado das preferências pela liquidez – e não é suficientemente enfatizado apenas pela referência ao montante de renda futura esperada. Mas é apenas um fator entre muitos e, na prática, suporia eu, um dos menos importantes. Mesmo naquilo que, à primeira vista, pudesse parecer uma hipótese plausível para a poupança *ex ante* – ou seja, no caso em que um homem manda construir uma casa para si próprio por meio de uma empresa construtora à qual hipoteca suas futuras economias para pagamento –, não é sua promessa que provê o construtor do financiamento que este requer, mas os depósitos que a sociedade construtora – apoiada sem dúvida na promessa de pagamento – recolhe, oferecendo uma taxa adequada de juros, do montante geral de recursos líquidos, oriundos do dinheiro existente e de que seu proprietário pode dispor, ou de dinheiro novo fornecido pelos bancos. O poupador *ex ante* não tem dinheiro, mas é dinheiro que o investidor *ex ante* requer. Ao contrário, o financiamento necessário durante o interregno entre a intenção de investir e sua concretização é principalmente oferecido pelos especialistas, em particular, pelos bancos, que organizam e administram um fundo rotativo de recursos líquidos.

É que *financiamento* constitui, essencialmente, um fundo rotativo. Não emprega poupança. É, para a comunidade como um todo, apenas uma transação contábil. Logo que é “usado”, no sentido de ser gasto, a falta de liquidez é automaticamente compensada e a disposição de iliquidez temporária está de novo pronta a ser usada mais uma vez. O financiamento que cobre o interregno, para usar uma frase empregada pelos banqueiros em um contexto mais limitado, é necessariamente “autoliquidável” para a comunidade encarada como um todo, ao fim do período intermediário.

Em um esquema simplificado, destinado a esclarecer a essência daquilo que está acontecendo, esquema que é, porém, de fato, substancialmente representativo da vida real, pode-se admitir que o *financiamento* é totalmente fornecido pelos bancos durante o interregno. E esta é a explicação do porquê de sua política ser tão importante na determinação do ritmo a que o novo investimento pode caminhar. O dr. Herbert Bab fez-me a sugestão de que se podia encarar a taxa de juros como determinada pela interação dos termos segundo os quais o público deseja tornar-se mais ou menos líquido e daqueles em que o sistema bancário está pronto a tornar-se mais ou menos ilíquido. Esta é, acho eu, uma forma esclarecedora de expressarmos a teoria da liquidez da taxa de juros, muito particularmente no âmbito do *financiamento*.

Volto ao ponto que considera o financiamento um fundo rotativo. Em sua maior parte, o fluxo de novos recursos requeridos pelo investimento *ex ante* corrente é suprido pelo financiamento liberado pelo investimento *ex post* corrente. Quando o fluxo de investimentos mantém-se em uma taxa constante, de modo que o fluxo do investimento *ex ante* é igual ao fluxo do investimento *ex post*, sua totalidade pode ser fornecida desta forma sem qualquer mudança na posição de liquidez. Mas quando a taxa de investimento vai mudando, no sentido de que a taxa corrente de investimento *ex ante* não é igual à taxa corrente de investimento *ex post*, a questão exige maior consideração.

Mesmo se existe uma tendência para que a poupança *ex ante* mude na mesma direção e ao mesmo tempo que o investimento *ex ante*, isto – como salientei – apenas resolveria a dificuldade na medida em que os poupadores *ex ante* estivessem preparados para reduzir seus recursos financeiros *existentes* no montante de sua poupança *futura*. E, embora a poupança *ex ante* possa ter *alguma* influência favorável sobre as preferências pela liquidez correntes, pareceria fora de discussão que possa ter influência decisiva. Seja como for, é apenas por meio de sua influência sobre as preferências pela liquidez correntes que uma poupança *ex ante* pode surgir no quadro.

Ora, de tudo isso se segue uma importante conclusão, cuja consideração pode ajudar a reduzir a distância pelo menos entre eu e o prof. Ohlin e, talvez, entre eu e aqueles que atribuem a alterações no montante de empréstimos bancários uma influência decisiva sobre a taxa de juros.

Segue-se que, se as preferências pela liquidez do público – não confundido com os investidores empresariais – e dos bancos não se modificarem, um excesso no financiamento requerido pela produção *ex ante* corrente – não é necessário escrevermos *investimento*, já que este é verdadeiro em relação a qualquer *produção* que tenha de ser planejada com antecedência – sobre o financiamento liberado pela produção *ex post* corrente conduzirá a uma elevação na taxa de juros, ao passo que uma redução levará a uma queda. Eu não deveria ter deixado de considerar antes este ponto, uma vez que é a pedra de toque da teoria de liquidez da taxa de juros. Admiti, é verdade, o efeito de um aumento da atividade corrente sobre a demanda de dinheiro, mas não fiz a necessária concessão quanto ao efeito de um aumento da atividade *planejada*, que se sobrepõe àquela outra e pode, algumas vezes, ser a mais importante das duas, porque o dinheiro que requer pode girar de maneira tão mais lenta. Da mesma forma que um aumento na atividade corrente – como sempre expliquei – deve elevar a taxa de juros, a menos que os bancos ou o resto do público fiquem mais dispostos a liberar dinheiro; assim, também – como acrescento agora – um aumento da atividade planejada deve ter influência semelhante e superposta.<sup>5</sup>

Mas isso serve apenas para reforçar a teoria da liquidez do juro, em comparação com a teoria da poupança do juro, seja *ex post* ou *ex ante*. O fato de que as poupanças *ex post* aumentam na mesma proporção que os investimentos *ex post* não ajuda em nada a situação. A escala mais elevada de atividade planejada aumenta, enquanto dura, a demanda por liquidez total, independentemente da escala da poupança. Exatamente o mesmo ocorre quer a atividade planejada pelo empresário ou a despesa planejada pelo público seja dirigida para o investimento ou para o consumo. Como o prof. Ohlin trataria este ponto? Diria ele que o financiamento requerido pelo aumento da atividade planejada para a produção de bens de consumo é suprido pelo consumo *ex ante*? Deveria fazê-lo, porque o consumo é tão eficiente na liquidação do financiamento de curto prazo quanto a poupança. Não há diferença entre os dois. Se o empresário fareja um consumo *ex ante* na mente do consumidor, não apenas estará tão seguro de conseguir a própria liquidez e quitar seus débitos bancários no devido tempo da mesma forma como onde haja poupança *ex ante*, mas estará de fato muito mais seguro – porque não existe o risco de que o consumo, ao completar-se, venha a tomar a forma de um despejo maior de dinheiro. A única vantagem da poupança *ex ante* sobre o consumo *ex ante* está em seu possível efeito sobre a preferência pela liquidez corrente do indivíduo.

A demanda por liquidez pode ser dividida entre o que podemos chamar de demanda ativa, que depende das escalas correntes e planejadas de atividade, e demanda inativa, que depende do grau de confiança do detentor inativo de título e ativos, enquanto a oferta depende

---

5. Isto não serve de apoio à teoria de juros dos empréstimos bancários, que continua sendo apenas uma meia teoria, até o ponto em que permite mudanças na oferta de dinheiro, mas não nas preferências pela liquidez do público empregador.

dos termos em que os bancos estão preparados para se tornar mais ou menos líquidos. Em um determinado estado de expectativa, tanto as demandas ativas como as passivas dependem da taxa de juros. O mesmo, algumas vezes, ocorre com a oferta, mas não necessariamente, porque o sistema bancário pode ter em mira a ordenação quantitativa do dinheiro, sem muita preocupação com a taxa. Seja como for, dados o estado de expectativa do público e a política dos bancos, a taxa de juros é aquela segundo a qual a demanda e a oferta de recursos líquidos se equilibram. A poupança de maneira alguma faz parte do quadro. A atividade completada, quer seus lucros sejam investidos, quer sejam consumidos, é autoliquidável e não origina outras demandas líquidas sobre a oferta de recursos líquidos – salvo, indiretamente e ao longo do tempo, à medida que a demanda inativa por liquidez depende em parte do agregado da riqueza.

Resta, contudo, a questão de que a transição de uma escala inferior de atividade para uma escala mais elevada envolve maior demanda de recursos líquidos que não pode ser atendida sem uma elevação da taxa de juros, a menos que os bancos estejam preparados para emprestar mais dinheiro, ou que o resto do público se disponha a liberar mais dinheiro à taxa de juros existente. Se não há alteração na posição de liquidez, o público pode poupar *ex ante* e *ex post*, e ex-qualquer-coisa-mais, até mudar de cor, sem de maneira alguma mitigar o problema – a menos, é verdade, que o resultado de seus esforços venha a reduzir a escala de atividade em relação ao que era antes.

Isso quer dizer que os bancos detêm, em geral, a posição-chave na transição de uma escala inferior de atividade para uma mais elevada. Se se recusam a um afrouxamento, o crescente congestionamento do mercado de empréstimos a curto prazo ou do mercado de novas emissões, conforme o caso, inibirá a melhoria, não importa quão frugal o público se proponha a ser a partir de suas rendas futuras. Por outro lado, haverá sempre *exatamente* suficiente poupança *ex post* para promover o investimento *ex post* e, desse modo, liberar o financiamento que este estava antes empregando. O mercado de investimentos pode tornar-se congestionado por causa de falta de dinheiro, mas nunca se congestionará por falta de poupança. Esta é a mais fundamental das minhas conclusões neste contexto.

Vale a pena uma observação passageira (*obiter dictum*) em decorrência do que ficou dito e que pode ajudar na ilustração da natureza do argumento. Na Grã-Bretanha, os bancos dão grande atenção ao montante de seus empréstimos e depósitos pendentes, mas não ao montante das disponibilidades de saques a descoberto (*overdraft*) não utilizadas por seus clientes. A soma do agregado destas últimas não é conhecida, provavelmente, nem mesmo pelos próprios bancos, nem o é sua divisão entre disponibilidades puramente cautelares, que não têm probabilidade de serem usadas em um futuro próximo, e aquelas associadas a uma atividade planejada iminente. Ora, este é um sistema ideal para a mitigação dos efeitos de uma crescente demanda de recursos *ex ante* sobre o sistema bancário, porque significa que não existe uma pressão efetiva sobre os recursos

deste sistema até que o dinheiro seja realmente usado, isto é, até que a fase de atividade planejada tenha atingido a fase de atividade real. Assim, à medida que o sistema de saques a descoberto é empregado e os saques não utilizados são ignorados pelo sistema bancário, não há pressão superveniente em consequência da atividade planejada além da pressão que resulta da atividade corrente. Nesta hipótese, a transição de uma escala inferior de atividade para uma mais elevada pode ser conseguida com menor pressão sobre a demanda por liquidez e a taxa de juros.



---

*John Richard  
Hicks*





O texto “O sr. Keynes e os clássicos: uma sugestão de interpretação”, de J. R. Hicks, foi publicado originalmente na revista *Literatura Econômica*, volume 5, de março/abril de 1983. Nesta página e nas duas próximas, reproduzimos a capa, o expediente e o sumário daquela edição.

LITERATURA ECONÔMICA

ISSN 0100-655X

Revista bimestral do IPEA -  
Instituto de Planejamento Econô-  
mico e Social

Editor  
Anna Luiza Ozorio de Almeida

Editor-Executivo  
Fernanda Machado Pinto

Editor-Assistente  
Alice Martins de Carvalho

Secretário  
Antonio de Lima Brito

Chefe do Serviço de  
Documentação do INPES  
Suzana Milanez

Chefe do Setor de Documentação  
do IPLAN  
Norma Stenzel

Biblioteca do CENDEC  
Regina C. de Albuquerque

Coordenação Editorial  
Alcides F. Vilar de Queiroz  
Djalma Gomes

Coordenação Gráfica  
Francisco Medina Coeli  
Arthur Soares de Assumpção

Os artigos assinados são da  
exclusiva responsabilidade dos au-  
tores. É permitida a reprodução  
total ou parcial dos artigos des-  
ta revista, desde que seja citada  
a fonte.

Esta publicação foi precedi-  
da por Literatura Econômica - bo-  
letim bibliográfico bimensal, do  
qual foram editados, entre 1976 e  
1979, 57 fascículos em seis volu-  
mes. LITERATURA ECONÔMICA, nova  
série, é consecutivamente numera-  
da a partir do volume 1, corres-  
pondente ao ano civil de 1979.

Contribuições

Manuscritos submetidos a pu-  
blicação deverão ser enviados ao  
Editor em duas cópias datilogra-  
fadas em espaço duplo, com até 25  
páginas, acompanhados de um resu-  
mo informativo de cerca de 100 pa-  
lavras. A revista aceita origina-  
is em inglês, francês e espanhol  
e encarrega-se da sua versão para  
o português. As indicações bi-  
bliográficas no próprio texto ou  
em notas de pé de página deverão  
obedecer, como exemplo, à forma  
"Hicks (1939)" ou "Hicks (1939,  
pp. 36-37)". A referência com-  
pleta deverá ser apresentada no  
*fim do artigo*, em ordem alfabêti-  
ca, contendo: no caso de livros -  
autor(es), título completo, nome  
e número da série ou coleção (se  
houver), edição, local, editora,  
ano da publicação; no caso de ar-  
tigos de periódicos - autor(es),  
título completo do artigo, título  
completo do periódico, local, nú-  
mero e volume, número das páginas,  
mês e ano da publicação.

Subscrições

LITERATURA ECONÔMICA é envia-  
da a todos os assinantes de Pes-  
quisa e Planejamento Econômico,  
revista quadrimestral publicada  
pelo IPEA, podendo também ser as-  
sinada gratuitamente em separado.

Toda a correspondência para  
a revista deverá ser endereçada a  
LITERATURA ECONÔMICA - IPEA/INPES  
- Caixa Postal 2.672 - CEP 20.020  
- Rio de Janeiro - RJ.

# literatura econômica

IPES/INPES  
Serv. de  
Documentação

volume 5

março-abril 1983

número 2

## Sumário

NOTA DO EDITOR .....	123
ARTIGOS	
Uma Introdução ao Artigo "O Sr. Keynes e os 'Clássicos': Uma Sugestão de Interpretação", de J. R. Hicks Gustavo H. B. Franco..	125
O Sr. Keynes e os "Clássicos": Uma Sugestão de Interpretação J. R. Hicks .....	139
COMUNICAÇÕES	
Prêmio Nobel de Economia — Bibliografia — 1976: Milton Friedman .....	159
LIVROS	
Relação Classificada .....	185
Resumos Informativos .....	190
PERIÓDICOS	
Sumários Correntes .....	203
Resumos Selecionados .....	250
PUBLICAÇÕES ESPECIAIS	
Publicações Seriadas .....	273
Miscelânea .....	277
PESQUISAS ECONÔMICAS	
Núcleo de Altos Estudos da Amazônia (NAEA) da Universidade Federal do Pará .....	281
Cursos de Graduação, Mestrado e Doutorado em Economia do Departamento de Economia da Universidade Federal de Pernambuco .....	286

Publicado por

**IPES** - Instituto de Planejamento Econômico e Social

**INSTITUTO DE PESQUISAS - INPES**

Rio de Janeiro

*Lit. econ.*, 5(2):121-294, 1983.



# O SR. KEYNES E OS “CLÁSSICOS”: UMA SUGESTÃO DE INTERPRETAÇÃO\*

*John Richard Hicks*

---

## I

Mesmo o leitor menos generoso admitirá que o valor lúdico da *General theory of employment* do Sr. Keynes é realçado consideravelmente por seus aspectos satíricos. Mas também está claro que muitos leitores ficaram bastante perplexos com esta *Dunciad*.<sup>1</sup> Mesmo que fiquem convencidos pelos argumentos do Sr. Keynes e reconheçam humildemente que eles próprios foram *economistas clássicos* no passado, terão dificuldade de lembrar que, nos seus dias pecaminosos, acreditavam nas coisas que o Sr. Keynes diz que acreditavam. E há, sem dúvida, outros cujas dúvidas históricas constituem um grande obstáculo que os impede de extrair da teoria positiva as revelações que de outra forma poderiam ter obtido.

Uma das principais razões para essa situação pode, sem dúvida, ser encontrada no fato de o Sr. Keynes apontar como exemplo típico da *economia clássica* os últimos escritos do prof. Pigou, particularmente *The theory of unemployment*.<sup>2</sup> Ora, este é um livro bastante recente, além de extremamente difícil; assim, pode-se dizer com segurança que ainda não teve muita repercussão no ensino geral de economia. Para a maioria das pessoas, as suas doutrinas parecem tão estranhas e originais como as do próprio Sr. Keynes; assim sendo, dizer que ele já acreditou nestas coisas deixa o economista comum bastante perplexo.

---

\* [Com base em artigo lido na reunião de Oxford da Sociedade Econométrica, em setembro de 1936, o qual provocou interessante debate. Foi modificado posteriormente, em parte fundamentado neste debate e em parte como resultado de debates posteriores realizados em Cambridge. Revisão técnica de Cláudio Monteiro Considera, com a colaboração de Antonio de Lima Brito. (N. do Ed.)]

1. [Alusão à bombástica obra poética de Alexander Pope (1688-1744). (N. do T.)]

2. A. C. Pigou, *The theory of unemployment*, citado por R. G. Hawtrey, 1934.

Por exemplo, a teoria do prof. Pigou desenvolve-se – em surpreendente extensão – em termos reais. Não é apenas uma teoria de salários reais e desemprego. Mas muitos problemas, que qualquer outro teria preferido investigar em termos monetários, são abordados pelo prof. Pigou em termos de *bens-salário*. E o economista clássico usual ou típico não participa deste *tour de force*.

Mas se, em defesa do economista clássico, afirmarmos que ele teria preferido investigar muitos desses problemas em termos monetários, o Sr. Keynes replicará dizendo que não existe uma teoria clássica de salários nominais e emprego.

É bem verdade que uma teoria desse tipo não é fácil de ser encontrada nos livros-texto. Mas isto acontece apenas porque a maioria dos livros-texto foi escrita em uma época em que as alterações gerais nos salários nominais, dentro de um sistema fechado, não representavam um problema sério. Pouco se pode duvidar de que a maioria dos economistas julgava ter uma ideia bastante razoável de qual era realmente a relação entre salários nominais e emprego.

Em tais circunstâncias, parece que vale a pena tentar construir uma teoria “clássica” típica, elaborada com base em um modelo mais antigo e mais grosseiro que a do prof. Pigou. Se pudermos construir tal teoria, demonstrando que apresenta resultados já de fato aceitos por todos, mas que discordam das conclusões do Sr. Keynes, teremos pelo menos uma base satisfatória para fazer a comparação. Acreditamos ser capazes de isolar as inovações do Sr. Keynes e assim poder deixar claro quais são realmente os problemas em discussão.

Uma vez que meu propósito é fazer uma comparação, tentarei apresentar minha teoria clássica típica de forma semelhante àquela em que o Sr. Keynes expõe sua própria teoria; não levarei em conta quaisquer complicações secundárias que pouco têm a ver com esta questão especial em análise. Assim, suponho que estou lidando com o curto prazo, em que a quantidade disponível de equipamentos físicos de todos os tipos pode ser considerada constante. Suponho que a mão de obra é homogênea. Admito, além do mais, que a depreciação pode ser negligenciada, de modo que a produção de bens de investimento corresponda a investimentos novos. Esta simplificação é arriscada, mas as importantes questões suscitadas pelo Sr. Keynes, em seu capítulo sobre *user cost*, são irrelevantes para os nossos propósitos.

Começo admitindo que  $\omega$ , a taxa de salários nominal médio, pode ser considerada como dada.

Sejam  $x$  e  $y$  a produção dos bens de investimento e dos bens de consumo, respectivamente, e  $N_x$  e  $N_y$  os números de homens empregados na sua produção. Conhecida a quantidade de equipamentos físicos especializados em cada indústria,  $x = f_x(N_x)$  e  $y = f_y(N_y)$ , onde  $f_x$  e  $f_y$  são funções *dadas*.

Seja  $M$  a quantidade *dada* de moeda.

Deseja-se determinar  $N_x$  e  $N_y$ .

Em primeiro lugar, o nível de preço dos bens de investimento = seu custo marginal =  $\omega(dN_x / d_x)$ . Por outro lado, o nível de preço dos bens de consumo = seu custo marginal =  $\omega(dN_y / d_y)$ .

A renda ganha nos setores de bens de investimento (valor de investimento, ou simplesmente investimento) =  $\omega_x(dN_x / d_x)$ . Seja isto designado por  $I_x$ .

A renda ganha nos setores de bens de consumo =  $\omega_y(dN_y / d_y)$ .

A renda total =  $\omega_x(dN_x / d_x) + \omega_y(dN_y / d_y)$ . Seja isto designado por  $I$ .

$I_x$  é, portanto, uma função dada de  $N_x$ ,  $I$  de  $N_x$  e  $N_y$ . Determinados  $I$  e  $I_x$ , podem ser determinados também  $N_x$  e  $N_y$ .

Vamos admitir agora a *Equação quantitativa de Cambridge*, isto é, a hipótese de que há uma relação clara entre a renda e a demanda de moeda. Assim sendo, sem levar em conta o fato de que a demanda de moeda pode depender não só da renda total, mas também de sua distribuição entre pessoas com demandas de saldos líquidos relativamente grandes ou relativamente pequenos, podemos escrever, de maneira aproximada:

$$M = kI$$

Tão logo  $k$  seja conhecido, fica determinada a renda total.

Para determinar  $I_x$ , precisaremos de duas equações. Uma nos indica que o montante do investimento – considerado como demanda de capital – depende da taxa de juros:

$$I_x = C(i)$$

É isso que se converte no esquema da eficiência marginal do capital na obra do Sr. Keynes.

Além do mais, investimento = poupança. A poupança depende, por sua vez, da taxa de juros e, se preferirem, da renda  $\therefore I_x = S(i, I)$ . Se, contudo, a renda já estiver determinada, não precisamos nos preocupar em inseri-la aqui, a não ser que desejemos.

Encarando esses elementos como um sistema, no entanto, temos três equações fundamentais:

$$M = kI, I_x = C(i) \text{ e } I_x = S(i, I)$$

para determinação de três fatores desconhecidos, isto é,  $I$ ,  $I_x$  e  $i$ . Conforme verificamos antes,  $N_x$  e  $N_y$  podem ser determinados a partir de  $I$  e  $I_x$ . O volume total de empregos,  $N_x + N_y$ , fica, desta forma, determinado.

Analisemos algumas das propriedades desse sistema. Segue-se diretamente da primeira equação que, tão logo sejam conhecidos  $k$  e  $M$ ,  $I$  fica completamente determinado, ou seja, a renda total depende diretamente da quantidade de moeda. O emprego total, no entanto, não é necessariamente determinado imediatamente a partir da renda, uma vez que até certo ponto geralmente dependerá da proporção da renda poupada e, por conseguinte, da maneira como a produção divide-se entre os setores de investimentos e de bens de consumo. Se acontecesse de as elasticidades da oferta serem as mesmas em cada um destes setores, um deslocamento de demanda entre estes produziria movimentos compensatórios em  $N_x$  e  $N_y$ , não havendo, conseqüentemente, nenhuma alteração no volume total de empregos.

Um aumento nos incentivos para investir – isto é, um deslocamento para a direita do esquema da eficiência marginal do capital, que denominamos  $C(i)$  – tenderá a elevar a taxa de juros, afetando conseqüentemente as poupanças. Se aumenta o volume das poupanças, o mesmo ocorrerá com a quantidade de investimentos. A mão de obra será empregada mais nos setores de investimentos e menos nos de bens de consumo, o que aumentará o número total de empregos se a elasticidade da oferta nos setores de investimentos for maior do que nos de bens de consumo; *caso contrário*, este número será diminuído.

Um aumento na oferta monetária forçará uma elevação da renda total, uma vez que as pessoas aumentarão seus gastos e seus empréstimos até que as rendas aumentem o suficiente para que  $k$  volte ao nível anterior. A elevação da renda tenderá a aumentar o número de empregos, tanto na produção de bens de consumo quanto de bens de investimento. O efeito total sobre o emprego dependerá da relação entre as expansões destas indústrias; esta relação dependerá, por sua vez, da proporção do aumento de renda que as pessoas desejam poupar, proporção que determina, também, a taxa de juros.

Até agora temos admitido como sendo dado o valor dos salários nominais; mas desde que admitimos que  $k$  é independente do nível dos salários, não existe qualquer dificuldade quanto a este problema. Uma elevação da taxa de salários nominais diminuirá necessariamente o número de empregos, elevando os salários reais. Isto porque uma renda nominal inalterada não pode continuar a comprar uma quantidade inalterada de bens a um nível de preços mais elevado; e, a não ser que se eleve o nível de preços, os preços dos bens não cobrirão seus custos marginais. Deve, portanto, haver uma queda no emprego; e, à medida que isto ocorre, diminuirão os custos marginais em termos

salários nominais é sempre acompanhada de uma alteração nos salários reais no mesmo sentido, embora não necessariamente na mesma proporção, não haverá problemas, e talvez resulte até em algumas vantagens preferir trabalhar em termos de salários reais. Naturalmente, a maioria dos *economistas clássicos* adotou esta linha.

Acho que concordarão que temos aqui uma teoria razoavelmente coerente, teoria esta que está, também, em conformidade com os pronunciamentos de um conhecido grupo de economistas. De fato, esta teoria afirma ser possível aumentar o número de empregos por meio da inflação direta, mas a decisão quanto a optar ou não por esta política depende ainda da opinião que se faça do provável impacto sobre os salários, bem como – em termos nacionais – da opinião que se tenha no que diz respeito aos padrões internacionais.

Historicamente, essa teoria provém de Ricardo, embora não seja realmente ricardiana; é provavelmente mais ou menos a teoria sustentada por Marshall. Com Marshall, no entanto, começava a sofrer importantes qualificações, sendo que seus sucessores a modificaram ainda mais. O que o Sr. Keynes fez foi dar enorme destaque às qualificações, a ponto de estas quase ocultarem a teoria original. Vamos acompanhar este processo de desenvolvimento.

## II

Quando uma teoria do tipo da teoria *clássica*, que acabamos de descrever, é aplicada à análise das flutuações industriais, encontra dificuldades de diversos tipos. É evidente que a renda nominal total passa por grandes variações no decorrer do ciclo dos negócios, variações estas que a teoria clássica só consegue explicar por meio de variações em  $M$  ou em  $k$  ou, como terceira e última alternativa, mediante alterações na distribuição.

1. A variação em  $M$  é a mais simples e mais óbvia, tendo sido bastante utilizada. Mas as variações em  $M$ , que são identificáveis durante um ciclo econômico, são variações que têm lugar por meio dos bancos – são variações de empréstimos bancários. Se formos recorrer a estas teremos de explicar urgentemente a conexão entre a oferta de moeda bancária e a taxa de juros. Isto pode ser feito, *grosso modo*, imaginando-se os bancos como pessoas com forte propensão a passar o dinheiro adiante sob a forma de empréstimos, em vez de gastá-lo. Tal atitude tende, inicialmente, a baixar as taxas de juros, e somente mais tarde, quando o dinheiro passa para as mãos daqueles que vão gastá-lo, a elevar os preços e as rendas.

A nova moeda, ou o aumento da moeda, não vai para as mãos de particulares, mas para os bancos; aumenta, portanto, em primeiro lugar, a disposição dos mutuantes de emprestarem, na primeira oportunidade, o que diminui a taxa de desconto. Mais tarde, porém, eleva os preços, tendendo assim a aumentar o desconto.<sup>3</sup>

Isso é satisfatório superficialmente, mas se tentássemos dar uma descrição mais exata desse processo logo incorreríamos em dificuldades. O que determina a quantidade de dinheiro necessária para provocar determinada queda na taxa de juros? O que determina o prazo no qual a taxa mais baixa vai prevalecer? Estas perguntas não são fáceis de responder.

2. Se confiamos nas alterações em  $k$ , podemos também obter bons resultados até certo ponto. As alterações em  $k$  podem estar relacionadas com alterações de confiança, sendo realista assegurar que o aumento de preços em um *boom* ocorre pelo fato de que o otimismo encoraja uma redução nos saldos líquidos, ao passo que os preços declinantes em uma baixa se devem à procura de um aumento destes saldos, em face do pessimismo e da incerteza. Mas tão logo adotemos esta abordagem, é natural perguntar se  $k$  não abdicou de seu *status* de variável independente, tornando-se passível de ser influenciado por outras entre as variáveis das nossas equações fundamentais.
3. Esta última consideração é fortemente apoiada por outra, de natureza mais teórica. Em termos de teoria pura do valor, fica evidente que o sacrifício direto por parte de uma pessoa que mantém um estoque de dinheiro é um sacrifício de juros, sendo difícil crer que o princípio marginal é inteiramente inoperante nesse campo. Conforme escreveu Lavington:

O montante de recursos que (um indivíduo) mantém na forma de moeda será tal que a unidade de moeda que vale a pena ser mantida dessa forma proporcionale um retorno em comodidade e segurança igual à cota de satisfação derivada do dispêndio da unidade marginal em bens de consumo e igual também à taxa líquida de juros.<sup>4</sup>

A demanda de moeda depende da taxa de juros. O palco está armado para o Sr. Keynes.

Em contraposição às três equações da teoria clássica,

$$M = kI, I_x = C(i), I_x = S(i, I)$$

3. Alfred Marshall, *Money, credit, and commerce*, London, Macmillian and Co. Ltd., 1923, p. 257.

4. Frederick Lavington, *English capital, market*, 1921, p. 30. Ver também A. C. Pigou, The exchange value of legal-tender money, *Essays in Applied Economics*, Londres, Frank Cass & Co. Ltd., 1922, p. 179-181.

o Sr. Keynes começa com três equações:

$$M = L(i), I_x = C(i), I_x = S(I)$$

Essas diferem das equações clássicas de duas maneiras. Por um lado, a demanda de moeda é concebida como se dependesse da taxa de juros – preferência pela liquidez. Por outro, descarta-se qualquer possível influência da taxa de juros sobre a parte da renda poupada. Esta segunda emenda – embora signifique que a terceira equação passe a ser a equação multiplicadora, responsável pela realização de truques tão bizarros – é uma mera simplificação e fica, por fim, insignificante.<sup>5</sup> O que é vital é a doutrina da preferência pela liquidez.

Pois agora é a taxa de juros, e não a renda, que é determinada pela quantidade de moeda. A taxa de juros, contraposta ao esquema de eficiência marginal do capital, determina o valor do investimento; é isto que determina a renda proveniente do fator multiplicador. O número de empregos – a determinados níveis salariais – é determinado pelo valor dos investimentos e da renda gasta em bens de consumo, não poupada.

É esse sistema de equações que conduz à estarecedora conclusão de que um aumento nos incentivos a investir, ou na propensão a consumir, não terá a tendência de aumentar a taxa de juros, mas apenas a de aumentar o número de empregos. Apesar disso, no entanto, e a despeito do fato de que boa parte do argumento é versado em termos deste sistema, e apenas deste sistema, este não é a Teoria Geral. Podemos denominá-lo, se quisermos, de teoria especial do Sr. Keynes. A Teoria Geral é algo bem mais ortodoxo.

À semelhança de Lavington e do prof. Pigou, o Sr. Keynes não acredita, no fundo, que a demanda de moeda possa ser determinada apenas por uma variável – nem mesmo sendo a taxa de juros. Ele lhe dá mais destaque do que eles, mas nem eles nem o próprio Sr. Keynes pode considerá-la como a única variável a ser levada em conta. A dependência da demanda de moeda da taxa de juros nada mais faz, no fundo, do que qualificar a consagrada dependência da renda. Entretanto, por maior ênfase que dermos ao “motivo especulação”, o motivo “transação” tem sempre que aparecer também.

---

5. Isto se percebe facilmente se considerarmos as equações:

$$M = kI, x = I_x = C(i), I_x = S(I)$$

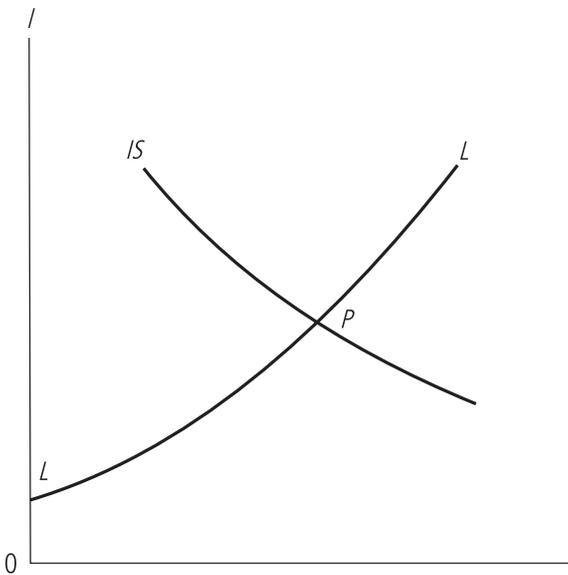
que incorporam a segunda emenda do Sr. Keynes, sem a primeira. A terceira equação já é a equação multiplicadora, mas com um multiplicador de “asas cortadas”. Pois, embora  $I$  ainda dependa unicamente de  $M$ ,  $I_x$  também depende agora unicamente de  $M$ , sendo impossível aumentar os investimentos sem aumentar a propensão de poupar ou a quantidade de moeda. O sistema assim gerado fica, portanto, idêntico ao que, há alguns anos, era denominado de “visão do tesouro”. O conceito de preferência pela liquidez nos transporta, contudo, da “visão do tesouro” para a “Teoria Geral do Emprego”. 109

Temos, portanto, para a Teoria Geral:

$$M = L(I, i), I_x = C(i), I_x = S(I)$$

Com essa revisão, o Sr. Keynes dá um grande passo para trás em direção à ortodoxia marshalliana, tornando-se difícil diferenciar sua teoria das teorias marshallianas revisadas e qualificadas, que, conforme vimos, não são novas. Existe realmente alguma diferença entre estas ou será que tudo não passa de uma briga simulada? Recorramos, portanto, a um diagrama (figura 1).

FIGURA 1



Para determinada quantidade de moeda, a primeira equação  $M = L(I, i)$  nos dá a relação entre a renda ( $I$ ) e a taxa de juros ( $i$ ). Esta pode ser traçada como na curva ( $LL$ ) que se inclina em sentido ascendente, uma vez que um aumento da renda tende a elevar a demanda de moeda, ao passo que um aumento na taxa de juros tende a baixá-la. Adicionalmente, as duas equações restantes em conjunto nos dão outra relação entre renda e juros. O esquema de eficiência marginal de capital determina o valor dos investimentos a qualquer taxa de juros, ao passo que o multiplicador nos indica que nível de renda será necessário para tornar as poupanças iguais a este valor de investimento. A curva  $IS$  pode, portanto, ser traçada para mostrar qual a relação entre renda e juros, que deve ser mantida para que as poupanças se igualem aos investimentos.

A renda e a taxa de juros são determinadas simultaneamente em  $P$ , ponto de interseção das curvas  $LL$  e  $IS$ . Estas são determinadas simultaneamente, assim como o preço e o

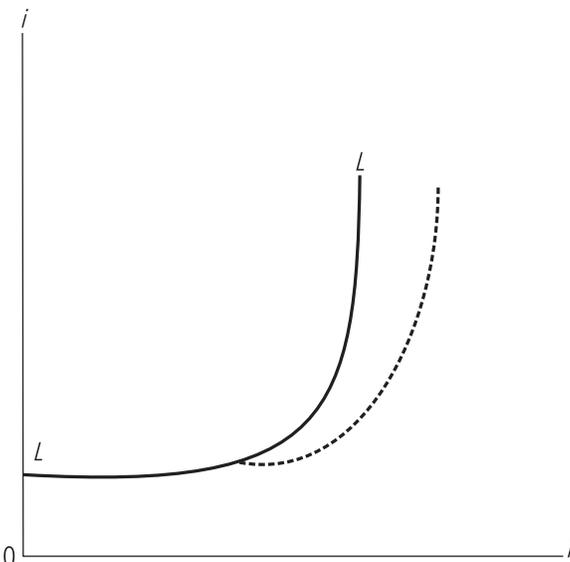
rendimento são determinados simultaneamente na moderna teoria de oferta e demanda. De fato, a inovação do Sr. Keynes, neste sentido, encontra quase que um paralelo na inovação dos marginalistas. A teoria quantitativa tenta determinar a renda sem os juros, assim como a teoria do valor trabalho tentava determinar o preço sem o produto. Cada uma tem de ceder seu lugar a uma teoria que reconheça um maior grau de interdependência.

### III

Mas se essa é a verdadeira “Teoria Geral”, como é que o Sr. Keynes tem a coragem de fazer aquelas afirmações de que um aumento nos incentivos para investir não eleva a taxa de juros? Pareceria, segundo o nosso diagrama, que um aumento no esquema da eficiência marginal do capital deve deslocar para a direita a curva *IS*; e, portanto, embora aumente a renda e os empregos, elevará também a taxa de juros.

Isso nos conduz àquilo que, sob muitos pontos de vista, é a coisa mais importante no livro do Sr. Keynes. Não somente é possível mostrar que uma dada oferta de moeda determina uma certa relação entre renda e juros – que já expressamos pela curva *L* –, como se pode também dizer algo sobre a forma da curva. Esta tenderá provavelmente a ser quase horizontal à esquerda e quase vertical à direita. O motivo é que existem: *i*) algum nível mínimo abaixo do qual a taxa de juros dificilmente cairá; e *ii*) um máximo de nível de renda possível de ser financiado mediante uma dada quantia de moeda. Se quisermos, poderemos imaginar a curva aproximando-se de forma assintótica destes limites (figura 2).

FIGURA 2



Assim sendo, se a curva *IS* ficar bem à direita – seja em virtude de um forte estímulo para investir, seja de uma forte propensão a consumir –, *P* ficará sobre aquela parte da curva que apresenta uma clara inclinação ascendente e a teoria clássica servirá de boa aproximação, nada mais necessitando do que a qualificação que de fato recebeu das mãos dos últimos marshallianos. Um aumento nos incentivos para investir elevará a taxa de juros, como ocorre na teoria clássica, mas exercerá também certo efeito subsidiário de elevar a renda e, por conseguinte, também o número de empregos. O Sr. Keynes, em 1936, não é o primeiro economista de Cambridge a mostrar uma fé comedida nas obras públicas. Mas se o ponto *P* ficar à esquerda da curva *LL*, a forma *especial* da teoria do Sr. Keynes torna-se válida. Uma elevação no esquema da eficiência marginal do capital apenas aumenta o número de empregos, não elevando de modo algum a taxa de juros. Estamos, portanto, completamente desligados do mundo clássico.

A demonstração desse nível mínimo é, pois, de importância capital. É tão importante que me arriscarei a parafrasear a prova, expondo-a de maneira um pouco diferente da adotada pelo Sr. Keynes.<sup>6</sup>

Se os custos de se reter moeda puderem ser desprezados, será sempre proveitoso fazê-lo em vez de emprestar, se a taxa de juros não for maior que zero. Consequentemente, a taxa de juros deve ser sempre positiva. Em caso extremo, a menor taxa de curto prazo poderá talvez se aproximar de zero. Neste caso, porém, a taxa a longo prazo deve ficar acima deste nível, uma vez que esta tem de levar em conta o risco de uma elevação da taxa a curto prazo durante a vigência do empréstimo, sendo de se notar que a taxa de curto prazo só tende a elevar-se e jamais a cair.<sup>7</sup> Isto significa não apenas que a taxa a longo prazo deve ser algo como uma média das prováveis taxas de curto prazo, pela sua duração, mas também que esta média deve situar-se acima da taxa corrente de curto prazo. Deve-se levar em conta, além do mais, o risco mais importante, qual seja, a possibilidade de o empréstador a longo prazo desejar receber antes da data de vencimento, ocasião em que, se a taxa de curto prazo tiver aumentado, ele poderá sofrer prejuízos substanciais de capital. É este último risco que proporciona o *motivo especulativo* do Sr. Keynes, fazendo que a taxa para empréstimos de duração indefinida – que ele tem sem-

---

6. Keynes, *General theory*, p. 201-202.

7. É concebível que as pessoas fiquem tão acostumadas com a ideia de taxas de curto prazo muito baixas que não se impressionem com esse risco, mas isto é muito pouco provável. Isto porque a taxa a curto prazo pode elevar-se, seja porque os negócios melhoram, expandindo-se a renda, seja porque pioram, aumentando o desejo pela liquidez. Duvido, contudo, que seja concebível um sistema monetário tão elástico a ponto de eliminar ambas as possibilidades.

pre em mente como a taxa de juros – não possa cair até quase zero.<sup>8</sup>

Deve-se observar que esse nível mínimo de taxas de juros não se aplica somente a uma curva  $LL$  – traçada para corresponder a determinada quantidade de moeda –, mas a todas estas. Se a oferta de moeda aumenta, a curva  $LL$  se desloca para a direita – como a curva pontilhada da figura 2 –, continuando praticamente iguais às partes horizontais da curva. Neste caso, também é esta zona de calmaria para a esquerda do diagrama que derruba a teoria clássica. Se  $IS$  estiver do lado direito, poderemos de fato aumentar o número de empregos, elevando a quantidade de moeda; mas se  $IS$  estiver do lado esquerdo, isto será impossível, já que os meios puramente monetários não irão forçar mais para baixo a taxa de juros.

Assim sendo, a Teoria Geral do Emprego é a Teoria Econômica da Depressão.

## IV

A fim de esclarecer a relação entre o Sr. Keynes e os “clássicos”, inventamos um pequeno dispositivo. Como não nos parece que se esgotaram todas as aplicações deste dispositivo, vamos concluir por lhe dar uma aplicação por conta própria.

Com esse dispositivo ao nosso dispor, não mais somos obrigados a fazer determinadas simplificações que o Sr. Keynes introduz na sua apresentação. Podemos tornar a inserir na terceira equação o  $i$  que faltou e levar em conta qualquer possível efeito da taxa de juros sobre a poupança; e, o que é muito mais importante, podemos questionar que os investimentos dependam unicamente da taxa de juros, algo que parece um tanto suspeito na segunda equação. A bem da elegância matemática, parece que deveríamos ter  $I$  e  $i$  em todas as três equações, para que a teoria fosse realmente geral. Por que não apresentá-las da seguinte forma?

$$M = L(I, i), I_x = C(I, i), I_x = S(I, i)$$

Uma vez que levantamos na segunda equação a questão da renda, fica evidente que este fator terá boas razões de ser inserido. O Sr. Keynes, de fato, só consegue deixá-lo

---

8. É preciso, contudo, algo mais que o “motivo especulativo” para explicar o sistema das taxas de juros. A menor de todas as taxas de curto prazo deve ser igual à valorização, na margem, da moeda e do respectivo título. Por outro lado, o título está sujeito a um desconto principalmente em virtude da “comodidade e segurança” de se manter moeda e a inconveniência que talvez seja provocada pelo fato de não dispor de moeda disponível. O que importa é a possibilidade de que se queira descontar o título, e não a possibilidade de que se tenha então de descontá-lo em condições desfavoráveis. O que predomina aqui é o “motivo precaução”, e não o “motivo especulação”. As perspectivas das condições de redesconto são vitais quando se trata da diferença entre as taxas de curto e longo prazos.

fora de maneira de todo plausível graças ao seu artifício de medir tudo em “unidades-salário”. Isto quer dizer que ele leva em conta as alterações no esquema da eficiência marginal de capital quando ocorre uma alteração no nível dos salários nominais, mas que todas as demais alterações da renda são tidas como sem efeito sobre a curva, ou, pelo menos, sem o mesmo efeito imediato. Mas por que fazer esta distinção? Existem certamente boas razões para se supor que um aumento na demanda dos bens de consumo, oriundo de um aumento no número de empregos, estimulará, de maneira geral, um aumento direto nos investimentos, pelo menos tão logo surja a expectativa de que a demanda continuará mais elevada. Se assim for, devemos incluir *I* na segunda equação, embora se deva confessar que seu efeito sobre a eficiência marginal do capital será aleatório e irregular.

A Teoria Geral Generalizada pode então ser apresentada da seguinte maneira. Admitamos inicialmente determinada renda total em moeda. Tracemos uma curva *CC* que reflita a eficiência marginal do capital – em termos monetários – para aquela renda dada e uma *SS* representando a curva de oferta de poupanças para o mesmo nível de renda (figura 3). O ponto de interseção determinará, portanto, a taxa de juros que torna as poupanças iguais aos investimentos, para aquele nível de renda. Podemos chamar a isto “taxa de juros para investimentos”.<sup>9</sup>

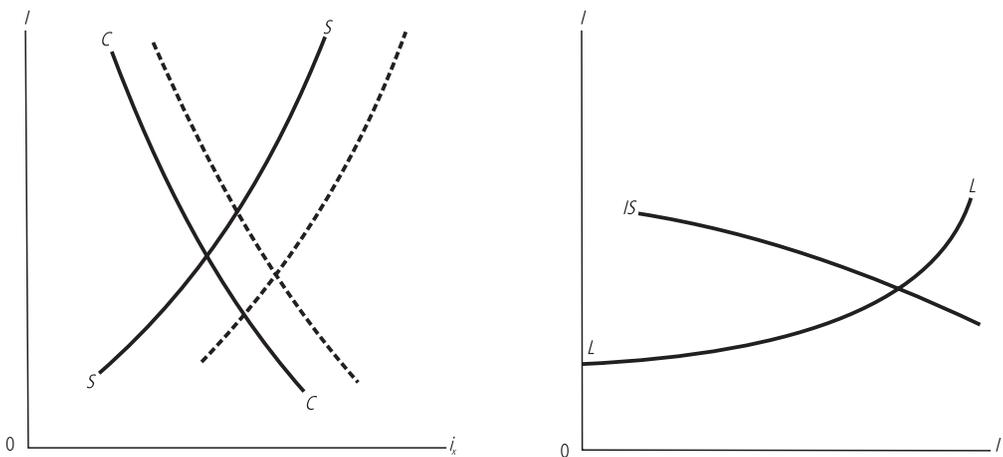
Se a renda se eleva, a curva *SS* desloca-se para a direita, o mesmo provavelmente ocorrendo com a curva *CC*. Se *SS* desloca-se mais do que *CC*, a taxa de juros para investimentos diminuirá, aumentando, no entanto, caso ocorra o contrário. O grau do aumento ou da diminuição dependerá, no entanto, das elasticidades das referidas curvas.

A curva *IS* – traçada em diagrama em separado – mostra agora a relação entre a renda e a correspondente taxa de juros para investimentos. Ela tem de ser confrontada – conforme foi feito nas nossas construções anteriores – com uma curva *LL* que assinala a relação entre renda e taxa de juros “monetária”,<sup>10</sup> a única diferença é que agora podemos generalizar um pouco mais a nossa curva *LL*. Em vez de admitirmos, como fizemos antes, que a oferta de moeda é dada, podemos supor que existe um sistema monetário dado – e que até certo ponto, mas apenas até certo ponto, as autoridades monetárias preferem criar uma nova moeda em vez de permitir que as taxas de juros cresçam. Esta curva *LL* generalizada irá então inclinar-se apenas suavemente para cima, sendo que a elasticidade da curva dependerá da elasticidade do sistema monetário – no sentido monetário comum.

9. [*Investment rate* ou *investment rate of interest*, cujo sentido é ser a taxa de juros para decisões de investimentos, de fato a taxa de juros de longo prazo. (N. do T.)]

10. [*Money rate of interest*, taxa de juros monetária ou taxa de juros para aplicações financeiras, determinada no mercado de aplicações financeiras, de fato taxa de juros de curto prazo. (N. do T.)]

FIGURA 3



Como no caso anterior, a renda e os juros são determinados no ponto de interseção das curvas  $IS$  e  $LL$ , onde a taxa de juros para investimentos é igual à taxa de juros para aplicações financeiras. Qualquer alteração nos incentivos para investir ou na propensão para consumir provocará um deslocamento da curva  $IS$ ; qualquer alteração na preferência pela liquidez ou na política monetária irá deslocar a curva  $LL$ . Se a taxa de juros para investimentos se eleva acima da taxa de juros monetária como consequência desta alteração, a renda tenderá a elevar-se e, caso contrário, a diminuir; até que ponto esta aumenta ou diminui depende das elasticidades das curvas.<sup>11</sup> Quando generalizada desta maneira, a teoria do Sr. Keynes começa a se assemelhar muito à de Wicksell, fato que na verdade é pouco surpreendente.<sup>12</sup> Existe, realmente, um caso em particular em que esta teoria se encaixa perfeitamente na construção de Wicksell. Havendo “pleno emprego” no sentido de que qualquer aumento da renda acarreta imediatamente uma elevação da taxa de salários nominais, torna-se então *possível* que as curvas  $CC$  e  $SS$  sejam deslocadas para a direita exatamente na mesma proporção, de modo que  $IS$  fique horizontal. Digo possível porque não é improvável, na realidade, que o aumento no nível salarial provoque a suposição de que os salários vão novamente aumentar mais tarde; neste caso, a curva  $CC$  será provavelmente deslocada mais do que a curva  $SS$ , de forma que

11. Uma vez que  $C(I, i) = S(I, i) \frac{dI}{di} = - \frac{\partial S / \partial i - \partial C / \partial i}{\partial S / \partial I - \partial C / \partial I}$ . O mercado de investimento e poupança não será estável, a não ser que seja positiva a expressão  $\partial S / \partial i + (-\partial C / \partial i)$ . Acho que podemos admitir que esta condição seja satisfeita.

Sendo  $\partial S / \partial i$  positiva,  $\partial C / \partial i$  negativa e  $\partial S / \partial I$  e  $\partial C / \partial I$  positivas – situação mais provável –, podemos asseverar que a curva  $IS$  será tanto mais elástica quanto maiores as elasticidades das curvas  $CC$  e  $SS$  e quanto maior  $\partial C / \partial I$  relativamente a  $\partial S / \partial I$ . Quando  $\partial C / \partial I > \partial S / \partial I$ , a curva  $IS$  terá inclinação ascendente.

12. Cf. Keynes, *op. cit.*, p. 242.

*IS* terá inclinação ascendente. Qualquer que seja a situação, sendo *IS* horizontal, temos sem dúvida uma construção perfeitamente wickselliana,<sup>13</sup> passando a taxa de juros para investimento a ser a *taxa natural* de Wicksell, pois neste caso pode-se considerá-la como determinada por causas reais; se houver um sistema monetário perfeitamente elástico e a taxa de juros monetária for estabelecida abaixo da taxa natural, haverá inflação cumulativa; se estabelecida acima, haverá deflação cumulativa.

Vê-se agora, no entanto, que se trata apenas de um caso em particular; podemos utilizar a nossa construção para abranger possibilidades muito mais amplas. Se houver um volume de desemprego considerável, é bem provável que  $\partial C / \partial I$  venha a ser bastante reduzido; neste caso, não há dúvida de que *IS* terá inclinação descendente. Este é o tipo de teoria econômica da recessão com que o Sr. Keynes está preocupado. Mas é impossível furta-se à impressão de que poderão existir outras condições nas quais as expectativas são como material altamente inflamável que se acende facilmente com uma ligeira tendência inflacionária. Nestas circunstâncias,  $\partial C / \partial I$  pode ser grande, sendo que um aumento da renda tenderá a *eleva*r a taxa de juros para investimentos. Nestes casos, a situação fica instável com *qualquer* taxa de juros monetária dada; apenas um sistema monetário de elasticidade imperfeita – uma curva *LL* ascendente – poderá evitar o descontrole completo da situação.

Esses são, portanto, alguns dos fatores que podemos derivar de nosso dispositivo esquemático. Ainda que tenha o mérito de ser uma ligeira extensão do esquema semelhante do Sr. Keynes, permanece sendo algo tremendamente precário, o conceito de renda, em particular, é trabalhado excessivamente; a maioria das nossas curvas não são realmente determinantes, a não ser que se diga algo a respeito da distribuição da renda, bem como de sua magnitude. Na realidade, o que estas exprimem é algo semelhante a uma relação entre o sistema de preços e o sistema de taxas de juros; e este conceito não é passível de ser introduzido em uma curva. Além do mais, foram deixadas de lado questões de todos os tipos a respeito da depreciação, sem falar em muitas questões a respeito do fator tempo em relação aos processos considerados.

*A general theory of employment* é um livro útil, mas não é o início nem o fim da Teoria Econômica Dinâmica.

---

13. Cf. Gunnar Myrdal, Gleichgewichtsbegriff, In: F. Hayek (Org.), *Beitrage zur Geldtheorie*, Viena, 1933.

---

*James  
Tobin*





O texto “Moeda, capital e outras reservas de valor”, de James Tobin, foi publicado originalmente na revista *Literatura Econômica*, volume 8, de fevereiro de 1986. Nesta página e nas duas próximas, reproduzimos a capa, o expediente e o sumário daquela edição.

# literatura econômica

revista quadrimestral do  
**ipea** instituto de planejamento  
econômico e social

## DIRETORES RESPONSÁVEIS

Andrea Sandro Calabi  
Presidente do IPEA

Eustáquio José Reis  
Superintendente do INPES

Francisco Vidal Luna  
Superintendente do IPLAN

## CORPO EDITORIAL

Claudio Monteiro Considera  
Editor

Fernanda Machado Pinto  
Editora-Executiva

Alice Martins de Carvalho  
Antonio de Lima Brito  
Gilberto V. de Carvalho  
Editores-Assistentes

## COORDENAÇÃO EDITORIAL

Alcides F. Vilar de Queiroz  
Nilson Souto Maior

A assinatura de LITERATURA ECONÔMICA inclui, além dos números regulares, publicados em fevereiro, junho e outubro, o suplemento bimestral SUMÁRIOS DE PERIÓDICOS e o ÍNDICE BIENAL, bem como eventuais edições suplementares. Pedidos de números atrasados serão atendidos de acordo com a disponibilidade do estoque.

Os artigos assinados são da exclusiva responsabilidade dos autores. É permitida a reprodução das matérias divulgadas, desde que seja citada a fonte.

Os manuscritos devem ser apresentados em duas cópias, datilografadas em espaço duplo, com o máximo de 50 páginas. Todas as citações bibliográficas, no texto, em notas de pé de página ou no final das matérias, deverão seguir à risca as normas da ABNT.

Toda correspondência, manuscritos e doação de publicações devem ser endereçadas a

LITERATURA ECONÔMICA — EDITORIA

Av. Pres. Antônio Carlos, 51 — 15.º andar  
Caixa Postal 2672  
20 020 — Rio de Janeiro — RJ

ISSN 0100-655X

O INSTITUTO DE PLANEJAMENTO ECONÔMICO E SOCIAL — IPEA, Fundação vinculada à Secretaria de Planejamento da Presidência da República, tem por atribuições principais:

I — auxiliar a Secretaria de Planejamento na elaboração dos programas globais de governo e na coordenação do sistema nacional de planejamento;

II — auxiliar a Secretaria de Planejamento na articulação entre a programação do Governo e os orçamentos anuais e plurianuais;

III — promover atividades de pesquisa aplicada nas áreas econômica e social;

IV — promover atividades de treinamento para o planejamento e a pesquisa aplicada.

O IPEA compreende um Instituto de Pesquisas (INPES), um Instituto de Planejamento (IPLAN), um Instituto de Programação e Orçamento (INOR) e o Centro de Treinamento para o Desenvolvimento Econômico (CENDEC). Fazem parte do IPLAN três Coordenadorias: Planejamento Geral, Setorial e Regional, além do Centro Nacional de Recursos Humanos.

# literatura econômica

volume 8

fevereiro 1986

número 1

## Sumário

### ARTIGOS

Uma Nota Introdutória aos Artigos "Moeda, Capital e Outras Reservas de Valor" e "Uma Abordagem de Equilíbrio Geral para a Teoria Monetária", de James Tobin	Marco Antonio Bonomo .....	3
Moeda, Capital e Outras Reservas de Valor	James Tobin .....	9
Uma Abordagem de Equilíbrio Geral para a Teoria Monetária	James Tobin .....	23

### COMUNICAÇÕES

#### Prêmio Nobel de Economia — 1984: Richard Stone

Apresentação	Margaret Hanson Costa .....	41
Bibliografia: 1936/1984 .....		47
Contribuições de Ignácio M. Rangel ao Pensamento Econômico Brasileiro		
Apresentação	Marcio Henrique Monteiro de Castro Ricardo Bielschowsky .....	63
Bibliografia: 1955/1985	Gilberto V. de Carvalho Fernanda Machado Pinto .....	73
Teses de Mestrado e Doutorado em Economia	Isis Carneiro Agarez .....	77

### LIVROS

Relação Classificada .....	107
Resumos Informativos .....	116

### PUBLICAÇÕES ESPECIAIS

Publicações Seriadas .....	127
Estudos e Pesquisas .....	136
Referência .....	140

### PESQUISAS ECONÔMICAS

Índices das Pesquisas Concluídas e em Andamento, por Assunto .....	143
--	-----

Publicado por

**IDEA** - Instituto de Planejamento Econômico e Social  
INSTITUTO DE PESQUISAS — INPES

Rio de Janeiro

*Lit. Econ.*, 8(1):1-164, 1986.



# MOEDA, CAPITAL E OUTRAS RESERVAS DE VALOR\*

James Tobin

---

## 1 ECONOMIA MONETÁRIA E COMPORTAMENTO RACIONAL

O abismo intelectual existente entre a teoria do valor de bens e serviços, apresentada pelos economistas, e as teorias destes sobre o valor da moeda é bem conhecido e vez por outra deplorado. Vinte e cinco anos depois do eloquente apelo de Hicks por uma revolução marginal na teoria monetária,<sup>1</sup> nossos estudantes ainda descobrem que seu domínio do aparato teórico de economia, presumivelmente fundamental, é pouco testado em seus estudos de economia monetária e modelos agregativos. Alvo das críticas de Hicks, qualquer assunto parece ser tratado como se as proposições não precisassem se basear no comportamento otimizador do indivíduo, a ponto de empirismos e analogias à mecânica e à termodinâmica perspicazes, porém casuais, tomarem o lugar de inferências a partir da maximização da utilidade e dos lucros.

Do outro lado do abismo, o estudante dos fenômenos monetários pode lamentar que a teoria econômica pura nunca proporcionou os instrumentos para a construção de uma estrutura do brilhante modelo de Hicks. O indivíduo maximizador de utilidade e a firma maximizadora de lucros conhecem tudo que existe de relevante sobre o presente e o futuro, bem como sobre as consequências de suas decisões. Eles compram e vendem, tomam emprestado e emprestam, poupam e consomem, trabalham e se divertem, vivem e deixam viver em um mundo sem atritos; informações, transações e decisões não geram custos. Nesse mundo não há espaço para a retenção de moeda, a não ser que a

---

\* [Este artigo foi originalmente publicado no *American Economic Review* (Papers and Proceedings), v. 51, May 1961, p. 26-37 e reproduzido em J. Tobin (Org.), *Essays in economics*. Amsterdã, North-Holland, 1971, cap. 13. A tradução é de Lucas Assunção, da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC/RJ), com a colaboração de Marco Antonio Bonomo e Antonio de Lima Brito, do Ipea/Instituto de Pesquisa em Saúde (Inpes). (N. do Ed.)]

1. J. R. Hicks, A suggestion for simplifying the theory of money, *In: Readings in monetary theory*, Homewood, III, Irwin, 1951, cap. 2.

posse de pedaços de papel verde e de metal amarelo satisfaça algum supremo gosto numismático ou usurário. A riqueza, evidentemente, tem a utilidade refletida do consumo futuro que esta oferece. Porém, esta utilidade não pode ser imputada à moeda, a não ser que não existam ativos disponíveis oferecendo maiores retornos. Conforme apontado por Samuelson,<sup>2</sup> em um mundo de famílias e firmas oniscientes, interagindo em mercados estritamente perfeitos, todos os veículos de poupança em uso precisam oferecer a mesma taxa de retorno. Se a “moeda” oferece este retorno, os detentores de riqueza ficarão indiferentes entre esta e outras reservas de valor – a demanda por moeda será indeterminada. Se a moeda deixa de oferecer este retorno corrente, ninguém a reterá. Mesmo sendo esta necessária como meio de troca, os agentes não sofrerão nenhum custo ou inconveniência pelo fato de reter ativos mais lucrativos a qualquer tempo, exceto durante os insignificantes microssegundos de antes e depois das transações.

As fontes gerais da “utilidade” da moeda naturalmente há muito tempo já estão claras para os teóricos em economia monetária. Lavington<sup>3</sup> e Pigou<sup>4</sup>, por exemplo, imputaram à moeda uma taxa de retorno variando inversamente com o tamanho dos encaixes monetários dos indivíduos em relação a suas necessidades para transações e a sua riqueza total. Este retorno existe por conta da conveniência e da economia de se ter riqueza à disposição como meio de pagamento e da segurança da moeda comparada com a de outras reservas de valor. O único ativo alternativo que estes senhores da escola de Cambridge consideraram explicitamente foi o investimento de capital. “Essa proporção [ $k$ ] depende da conveniência obtida e do risco evitado através da posse de [moeda], pela perda de renda real envolvida através do desvio, para esse uso, dos recursos que poderiam ter sido canalizados para a produção de mercadorias futuras...  $k$  será maior quanto menos atraente for o uso produtivo e mais atraente for o uso monetário rival dos recursos. O principal fator do qual depende a atratividade do uso produtivo é a produtividade esperada da atividade industrial”.<sup>5</sup> Em suma, um indivíduo ajusta seus encaixes monetários de modo que o retorno imputado marginal seja igual à taxa disponível a ele no investimento de capital. Paradoxalmente, a tradição de Cambridge não desenvolveu a partir disto a ideia de preferência pela liquidez. Ao invés de estar sistematicamente relacionada com a lucratividade do investimento e com outras variáveis que afetam os cálculos racionais dos detentores de riqueza, a demanda por moeda se tornou uma proporção constante da renda. Marshall<sup>6</sup> mencionara explicitamente tanto a riqueza quanto a renda, mas de alguma forma a riqueza foi excluída da tradição – o  $k$  não é o único

---

2. J. R. Hicks, op. cit., p. 122-124. Ver também P. A. Samuelson, *Foundations of economic analysis*. Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press, 1947.

3. X. Lavington, *The english capital market*, 3rd. ed, Londres, Methuen and Co., 1941, cap. 6.

4. A. C. Pigou, *The value of money*, In: *Readings in monetary theory*, Homewood, III, Irwin, 1951, cap. 10.

5. A. C. Pigou, op. cit., p. 166-168.

6. A. Marshall, *Money, credit and commerce*, Londres, Macmillan, 1923, p. 47.

exemplo na economia desenvolvida por ingleses em que um coeficiente variável deixado desprotegido pela notação funcional evoluiu rapidamente para se tornar uma constante no uso diário. A prescrição de Hicks para a teoria monetária em 1935 tinha mais ou menos o mesmo espírito que a abordagem de Lavington e Pigou. Suas duras críticas, todavia, eram oportunas, e o espírito da teoria original de Cambridge se tornou obscuro devido à tradição mecânica da velocidade constante.

Recentes progressos havidos na teoria econômica aumentaram em muito as possibilidades de se desenvolverem as sugestões “simplificadoras” de Hicks e de se derivar rigorosamente o retorno imputado ou a utilidade marginal dos encaixes monetários em relação ao seu tamanho. Na última década, a teoria iniciou uma sistemática incursão na obscura selva de atritos, imperfeições de mercado e incertezas. A teoria da retenção ótima de estoques, por exemplo, mostra como os custos de entrega e de transações precisam ser pesados em oposição aos juros e aos custos de estocagem. Quando aplicada aos estoques de moeda, a teoria dá precisão à relação de retenções de moeda com o volume de transações não financeiras, os custos de troca de ativos e os retornos disponíveis em ativos alternativos.<sup>7</sup> Um desenvolvimento paralelo tem sido a teoria da escolha envolvendo risco. Aplicada à estratégia geral de seleção de carteira, a teoria de aversão ao risco explica como a moeda pode encontrar um lugar em uma carteira racionalmente diversificada.<sup>8</sup>

Os novos instrumentos de análise estão construindo uma ponte entre a teoria econômica geral e a economia monetária. Mais que isso, estes finalmente dão esperança de desenvolvimento de uma teoria de equilíbrio geral da conta de capital. Tal teoria explicaria tanto as escolhas de balanço dos agentes econômicos restringidos por suas riquezas líquidas, quanto a determinação dos retornos nos mercados em que as ofertas e demandas de ativos se equilibram. Que características dos ativos e dos investidores determinam as substitutibilidades ou complementaridades entre um conjunto de ativos? Entre as propriedades relevantes com que a teoria deve lidar estão: custos de trocas de ativos; previsibilidade dos valores dos ativos reais e monetários em várias datas futuras; correlações – positivas, negativas, ou nulas – entre as perspectivas dos ativos; liquidez – o tempo gasto para ser realizado o valor integral de uma reversão do ativo –, possibilidade e custo de simultaneamente comprar e vender um ativo; o *timing* e a previsibilidade das necessidades esperadas de riqueza dos investidores.

Em um mundo de ativos financeiros e mercados de capitais bem desenvolvidos, Keynes<sup>9</sup> estava certo ao perceber a vantagem tática do teórico ao tratar separadamente

---

7. W. J. Baumol, The transactions demand for cash: an inventory theoretic approach, *Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, Massachusetts, n. 66, p. 545-556, 1952; e J. Tobin, 1956.

8. I. Markowitz, *Portfolio selection*, New York, Wiley, 1959; e J. Tobin, 1958.

9. J. M. Keynes, *The general theory of employment, interest and money*, New York, Harcourt, Brace, 1936, p. 166/168.

as decisões que determinam a riqueza total e sua taxa de crescimento, e as decisões que dizem respeito à composição da riqueza. Uma teoria da conta de renda se preocupa com que bens e serviços são produzidos e consumidos, e quão rápida a riqueza não humana é acumulada. As variáveis de decisão são fluxos. Uma teoria da conta de capital se preocupa com as proporções em que os vários ativos e dívidas aparecem nas carteiras e balanços. As variáveis de decisão são estoques. As contas de capital e de renda se interligam via identidades contábeis – por exemplo, um aumento na riqueza líquida equivale à poupança mais apreciação do capital – e por intermédio de relações tecnológicas e financeiras de estoque e fluxo. As utilidades e as ordenações de preferências estão vinculadas aos fluxos de bens e serviços; os valores dos estoques derivam inteiramente de suas habilidades em contribuir para estes fluxos. Algumas relações de estoque – fluxo são tão estreitas que sua distinção fica pedante: o único meio de um colecionador de arte poder obter o fluxo de satisfações de possuir um *chef d'oeuvre* particular é possuindo-o. Porém, existe um vasto *menu* de ativos cujos rendimentos são simplesmente poder aquisitivo generalizado – os investidores não têm preferências intrínsecas entre os diversos tipos de estampas dos certificados de títulos financeiros.

## 2 A CONTA DE CAPITAL EM MODELOS AGREGATIVOS

### 2.1 Críticas baseadas na necessidade de suposições explícitas

Os modelos agregativos da conta de renda reduzem as dimensões da teoria de equilíbrio geral, conseguindo exatidão nos resultados ao risco de erros de agregação. Mercadorias, preços e fatores de produção são limitados a um ou dois. Por motivos similares, é vantajoso limitar o número de ativos na teoria agregativa da conta de capital.

O primeiro requisito de uma teoria de composição da riqueza é que as decisões sobre ativos e dívidas precisam, tanto no agregado quanto ao nível individual, somar-se para dar a riqueza líquida do momento, nem mais nem menos. A teoria monetária precisa especificar explicitamente que formas podem tomar as partes não monetárias da riqueza. Muitas confusões e desacordos podem ser explicados por ambiguidades e diferenças nas suposições sobre a natureza da riqueza. Uma teoria deve enumerar o *menu* de ativos que se está supondo disponível, especificando quais são os componentes da riqueza privada líquida (estoque de capital mais dívida do governo) e quais são os ativos intermediários (dívidas privadas). Além disso, as taxas de juros independentes em um sistema agregativo devem ser enumeradas. Uma taxa independente é aquela que não está vinculada a outro rendimento por uma relação invariante determinada fora do sistema, como, por exemplo, por um

Os meios de pagamento básicos de um país são geralmente “dívidas” do governo central à vista, embora existam também meios de pagamento de manufatura privada. Na verdade, é possível imaginar uma economia de crédito puro sem dívidas do governo de qualquer espécie, em que todos os meios de pagamento são dívidas privadas lastreadas por dívidas privadas. Da mesma forma, é possível imaginar uma dívida pública completamente não monetária.

As discussões monetárias incorrem no erro de confundir os efeitos de uma variação da oferta de meios de pagamento com os efeitos de uma variação do valor líquido dos direitos privados sobre o governo central. O segundo tipo de variação toma tempo e requer poupança privada, absorvida no déficit fiscal, ou despoupança igual ao excedente fiscal. O primeiro tipo de variação pode ser conseguido instantaneamente por trocas de ativos. Quando um autor se propõe a discutir os efeitos de uma variação da oferta de moeda, estará ele imaginando que a riqueza líquida agregada varia simultaneamente no mesmo montante? Os efeitos resultantes de aumentos da riqueza privada na forma de dívida do governo não devem ser atribuídos à moeda *per se*. Algumas vezes somos levados a imaginar que cada um acorda e descobre que seu estoque de papel-moeda dobrou durante a noite, e nos pedem para traçar os ajustes subsequentes. Este experimento mental é instrutivo e inofensivo, desde que os resultados não sejam considerados indicativos de variações na oferta de moeda engendradas pela conduta normal do banco central. O milagre durante a noite aumenta igualmente os estoques de moeda e a riqueza líquida; os duendes que trazem a moeda, ao que se sabe, não costumam ficar com títulos ou vales. As repercussões são uma mistura de efeitos; parte são os efeitos de um aumento não antecipado na riqueza líquida na forma de ativos com valor monetário fixo – como se os duendes, em vez de papel-moeda, tivessem trazido títulos; parte são os efeitos de um aumento na oferta de meios de pagamento em relação às necessidades para transações e aos outros ativos. A teoria do efeito de liquidez real<sup>10</sup> é, ao mesmo tempo, muito mais e muito menos que a teoria da moeda.

A conduta estabelecida na construção de modelos agregativos é de especificar  $M$ , a quantidade de moeda, como uma variável exógena determinada pelas “autoridades monetárias”. A prática é questionável quando parte da oferta de moeda é manufaturada por empresas privadas. Os bancos não são extensões do governo. As verdadeiras variáveis exógenas são os instrumentos de controle monetário: a quantidade de dívida à vista disponível para servir como reservas primárias dos bancos; as ofertas de outros tipos de dívida do governo; proporções de depósitos compulsórios; e a taxa de desconto. Uma vez determinadas estas variáveis instrumentais, a interação das preferências dos bancos e do público determina a quantidade de moeda. Não há

---

10. D. Patinkin, *Money, interest, and prices*, Evanston, III, Row Peterson, 1956.

dúvida de que um arrojado banco central pode geralmente manipular seus controles para manter  $M$  na meta desejada, mas parte do trabalho da teoria monetária é explicar como isto ocorre. Uma teoria que tem como seus dados os instrumentos de controle em vez de  $M$ , não estará descartada se, e quando, ocorrerem variações nas metas ou na pontaria das autoridades.

## 2.2 Dois modelos: keynesiano e não keynesiano

O número de ativos de um modelo formal da Teoria Geral de Keynes (1936) parece ser de quatro, possivelmente cinco: *i*) dívida à vista do governo, servindo ou como meios de pagamentos ou como reservas bancárias; *ii*) depósitos bancários; *iii*) títulos de longo prazo do governo; *iv*) capital físico, isto é, estoques *do* bem produzido no lado da conta de renda do modelo; e, possivelmente; e *v*) dívidas privadas, servindo junto aos títulos (*c*) e a dívida à vista (*a*) como ativos retidos pelo sistema bancário em face de suas obrigações monetárias (*b*). A riqueza privada líquida é a soma de *i*, *iii* e *iv*.

Embora existam quatro ou cinco ativos nesse modelo, há apenas dois rendimentos: a taxa de retorno sobre a moeda, seja esta dívida à vista ou por depósitos bancários, institucionalmente fixada em zero, e a taxa de juros, comum aos outros dois ou três ativos. Para os ativos não monetários de seus sistemas, Keynes simplesmente seguiu a teoria clássica de seleção de carteira em mercados perfeitos antes mencionada. Isto é, ele supôs que capital, títulos e dívidas privadas são substitutos perfeitos nas carteiras dos investidores. A eficiência marginal do capital precisa ser igual à taxa de juros.

Obviamente, Keynes não considerou uma igualdade literal de rendimentos nos títulos públicos do tipo *consol*,<sup>11</sup> nas dívidas privadas e na cota de capital. Na verdade, ele faz muitas observações inteligentes sobre as fontes e as variações cíclicas das expectativas e prêmios de risco que diferenciam os rendimentos de mercado. Porém, em algumas circunstâncias estes diferenciais são constantes independentes das ofertas relativas dos ativos e, portanto, não essenciais. Uma vez que uma das taxas está determinada, as outras precisam diferir desta por margens apropriadas para risco e para expectativas de variações de preços.

Assim, Keynes só tinha um diferencial de rendimento para explicar no seu modelo teórico a diferença entre o rendimento nulo sobre a moeda e a taxa de juros. Este diferencial ele explicou em sua teoria de preferência pela liquidez, a qual fez o prêmio dos rendimentos dos títulos sobre a moeda depender do estoque de moeda em relação ao volume de transações e, presumivelmente, à riqueza agregada. Keynes se afastou do

---

11. [Denominação dada ao título da dívida pública britânica, o qual representa uma promessa de pagamento, por parte do governo, de uma quantia fixa ao portador do título, todos os anos e constantemente. (N. do T.)]

modelo clássico de escolha de carteira e rendimentos de ativos para explicar os encaixes monetários, aplicando e desenvolvendo uma inovação emprestada de seu *Treatise*,<sup>12</sup> um diferencial de taxas que depende sistematicamente das ofertas relativas dos ativos.

Os teóricos agregativos pós-keynesianos, sejam eles discípulos, oponentes ou meramente construtores neutros de modelos, chegaram bem perto da ideia keynesiana de conta de capital. Por exemplo, Patinkin<sup>13</sup> inclui explicitamente todos os ativos listados, e nada mais, em seu modelo mais geral. Como Keynes, ele tem apenas uma taxa de juros a determinar. Sua diferença em relação a Keynes está em seu efeito saldo real.

Como Hicks,<sup>14</sup> Kaldor<sup>15</sup> e outros assinalaram que aparentemente não existem obrigações de curto prazo com valor monetário fixo no esquema keynesiano. O reconhecimento destas quase-moedas adicionaria uma nova categoria de ativos e uma segunda taxa de juros ao modelo keynesiano da conta de capital. Os custos de transação se tornam o principal determinante do pequeno diferencial de taxa entre obrigações de curto prazo; a moeda e as considerações de especulação e risco para os diversos tipos de investidores afetam o tamanho e o sinal do diferencial entre obrigações de curto e de longo prazo.

Uma tradição monetária inteiramente diferente se inicia com um mundo de dois ativos, moeda e capital, ignorando-se, para começar, todos os substitutos próximos da moeda com qualquer maturidade. É significativo que os autores da tradição de Cambridge, como mencionado, considerassem o investimento de capital como a alternativa à retenção de moeda. Por que eles deixaram de trazer para sua teoria monetária a clara inferência de que a demanda por moeda depende não só do volume de transações, mas também do rendimento do capital? Talvez a melhor explicação seja que para estes economistas o rendimento do capital era no curto prazo uma constante, explicada pela produtividade e pela parcimônia. Os saldos monetários estariam se ajustando a uma taxa já determinada, e não a uma taxa que seu ajuste poderia ajudar a determinar.

Em sua lógica própria, por conseguinte, a aproximação de velocidade constante é de pouca aplicabilidade nos modelos em que a taxa de retorno sobre o capital é variável. Esta não é aplicável a flutuações cíclicas, em que as variações no emprego afetam a produtividade do estoque de capital dado. Tampouco é aplicável ao crescimento secular se o enraizamento do capital ou a mudança tecnológica altera o rendimento de capital.

Menos ainda é a suposição de velocidade constante aplicável em que outros substitutos da moeda, que não o capital, estão disponíveis e têm rendimentos endogenamente variáveis, pois,

---

12. J. M. Keynes, *A treatise on money*, New York, Harcourt, Brace, 1930, p. 140-144/248-257, v. 1.

13. D. Patinkin, *op. cit.*

14. J. R. Hicks, *Value and capital*, Oxford, Clarendon Press, 1939, cap. 13.

15. N. Kaldor, *Especulation and economic stability*, *Review of Economic Studies*, Edimburgo, 1939-1940.

neste caso, a demanda por moeda dependeria destes rendimentos. Paradoxalmente, o modelo de maior popularidade na análise cotidiana da política monetária não tem espaço para a política monetária *per se*. Na economia de dois ativos, moeda e capital, não existem ativos que o banco central e o sistema bancário possam comprar ou vender para variar a quantidade de moeda.

Qual é o mecanismo pelo qual uma variação na quantidade de moeda gera a variação proporcional na renda monetária que a teoria da velocidade constante prevê? Algumas vezes o mecanismo, como foi descrito, parece assumir uma relação direta entre os encaixes monetários e o gasto na conta de renda: quando as pessoas têm mais moeda do que precisam, elas gastam. É tão simples quanto parece. Patinkin<sup>16</sup> se opõe acertadamente, afirmando que o gasto na conta de renda deve ser relacionado a um excesso de riqueza, e não a um excesso de moeda. Se o mecanismo é um efeito de saldo real, então este só funciona quando a nova moeda é também nova riqueza privada acumulada pelo público como um resultado dos gastos do governo financiados na casa da moeda.

Um mecanismo mais condizente com o espírito dos argumentos de Lavington,<sup>17</sup> Pigou<sup>18</sup> e Hicks<sup>19</sup> é o de que os detentores de riqueza com encaixes monetários em excesso procuram restaurar o equilíbrio de suas contas de capital. Ao tentarem mudar de moeda para capital, eles elevam os preços do estoque de capital existente; e, dado que os novos e os velhos bens de capital precisam manter preços comparáveis, os preços das mercadorias também sobem. O processo só termina quando as rendas monetárias sobem o suficiente para absorver a nova moeda nos saldos para transações, sendo que a taxa real de retorno sobre o estoque de capital permanece inalterada.

Esse mecanismo pode ser aplicado a aumentos em  $M$  devido a uma expansão dos empréstimos bancários – com as dívidas privadas sendo adicionadas ao *menu* de ativos – bem como a aumentos associados com a poupança líquida. Um aspecto do mecanismo é, portanto, o processo cuja descrição clássica é de autoria de Wicksell (1935). Os bancos expandem a oferta de moeda oferecendo empréstimos a uma taxa – a taxa de mercado – inferior ao rendimento do capital – a taxa natural. A demanda em excesso por capital pelos novos tomadores de empréstimos eleva os valores do capital, com as repercussões já descritas. Se este processo tem um fim ou não, depende de que o incentivo dos bancos para uma expansão seja extinto por aumentos proporcionais da oferta de moeda, da renda monetária e dos preços. Para uma economia de crédito puro, em que todos os meios de pagamento são embasados na monetização das dívidas privadas, este modelo não produz um equilíbrio. O fim do processo wickselliano depende das necessidades de reservas dos bancos, sejam estas exigidas pela legislação ou pelos próprios motivos de transação e precaução dos bancos.

---

16. D. Patinkin, *op. cit.*, cap. 8.

17. X. Lavington, *op. cit.*, cap. 6.

18. A. C. Pigou, 1951, cap. 10.

19. J. R. Hicks, *op. cit.*, 1939.

Apresentei uma versão moderna de uma economia de dois ativos, moeda e capital, no meu trabalho *Um modelo agregativo dinâmico*. A moeda e a dívida do governo são uma coisa só e não existem dívidas privadas. As proporções nas quais os detentores de riqueza desejam dividir seus haveres entre moeda e capital dependem do volume das transações e da taxa de retorno sobre o capital. O rendimento do capital não é uma constante, como parece ser no modelo de Cambridge, mas depende da intensidade de capital da produção corrente. O diferencial entre o rendimento do capital e o da moeda depende das ofertas dos dois ativos básicos; o mecanismo de preferência pela liquidez é aplicado a uma margem moeda-capital em vez de uma margem moeda-títulos. O nível de preços ajusta as ofertas relativas à carteira desejada pelos investidores, dada a produtividade marginal do capital vigente. Este ajuste de carteira é similar ao mecanismo de resposta a um aumento na quantidade de moeda antes descrito para o modelo de velocidade constante, porém, aqui, este não mantém necessariamente a mesma velocidade ou o mesmo rendimento do capital. Um efeito saldo real sobre o consumo pode ser adicionado se for desejado.

Uma extensão trivial do modelo moeda-capital é a inclusão de outros tipos de títulos do governo, sob a suposição de que, dados certos diferenciais de taxas constantes, estes são em carteira substitutos perfeitos da própria moeda. Assim, a “moeda” no modelo significa toda a dívida do governo, tome esta a forma de meios de pagamento ou de substitutos da moeda. O diferencial entre o retorno sobre o capital e o rendimento de qualquer instrumento de dívida do governo é determinado pelas ofertas relativas de dívida total do governo e de capital.

Por meio de uma extensão similar, as dívidas privadas podem ser adicionadas ao *menu* de ativos, mais uma vez com a condição de serem substitutos perfeitos para os instrumentos de dívida do governo, mas não para a cota de capital. Esta adição não muda o requisito de equilíbrio de carteira, a saber, de que a posição privada líquida em ativos de valor monetário fixo permanece em uma relação apropriada com o valor do estoque de capital.

Portanto, quando estendido o modelo moeda-capital, soma o mesmo *menu* de ativos que o modelo de Keynes e Patinkin. Cada qual tem apenas um diferencial de juros a ser explicado no modelo. Porém, há uma grande diferença. O modelo de Keynes e Patinkin supõe que todos os instrumentos de dívida são substitutos perfeitos do capital. A taxa de juros a ser explicada é a taxa comum, com as correções constantes apropriadas, a todos os outros ativos que não a própria moeda. O que explica esta taxa é a oferta de moeda em relação aos requisitos para transações e a riqueza total. A política monetária, alterando o componente de dívida à vista da dívida do governo, pode afetar os termos nos quais a comunidade manterá o estoque de capital. A expansão do valor real da dívida não monetizada não pode fazê-lo, embora na versão de Patinkin esta possa influenciar o nível de atividade via o efeito saldo real sobre o consumo corrente. O modelo moeda-capital contrasta, pois adota instrumentos de dívida ao lado da moeda e centra

sua atenção sobre a relação entre o valor real total da dívida do governo, monetizada ou não, e taxa de retorno que a comunidade requer do estoque de capital. Neste, a política monetária não tem papel; apenas a posição líquida agregada do público enquanto tomadores e doadores de empréstimos é relevante e não sua composição.

Os dois modelos dão respostas diferentes a questões importantes. A diminuição da dívida do governo de longo prazo via taxação tem efeitos expansionários ou deflacionários? A questão não se refere aos efeitos temporários do tipo multiplicador do superávit que reduz a dívida – estes evidentemente são deflacionários –, mas aos efeitos duradouros, por meio da conta de capital, de se ter uma dívida menor. A resposta instintiva dos economistas escolados na tradição keynesiana é “expansionário”. A oferta de títulos é menor em relação à oferta da moeda; a taxa de juros desce, e o investimento é estimulado até a eficiência marginal cair de maneira idêntica. A resposta do modelo moeda-capital como foi antes indicado é “deflacionário”. A suposta substitutibilidade de títulos e moeda manterá a taxa dos títulos elevada. O declínio no componente de dívida do governo da riqueza privada líquida significa que os investidores vão exigir uma taxa de retorno ou uma eficiência marginal mais elevada para manterem o estoque de capital existente.

Dado que ambos os modelos estão supersimplificados, qual dos dois é o melhor guia para a instituição? Os instrumentos da dívida do governo de longo prazo são um substituto melhor para o capital que para a dívida de curto prazo e para a moeda? Uma reflexão sobre as propriedades características desses ativos – em particular, como estes se comportam frente a riscos de variações no nível de preços – certamente sugere que se os títulos do governo precisam ser absorvidos ou pelo capital ou pela moeda, a melhor aposta é a moeda.

## 2.3 Rumo a uma síntese

Uma síntese das duas abordagens precisa, evidentemente, evitar as escolhas arbitrárias de ambas, abandonando a conveniência de se supor que todos os ativos, exceto um, são substitutos perfeitos. O preço deste avanço em realismo e relevância é a necessidade de se explicar não só uma taxa de retorno determinada no mercado, mas toda uma estrutura. A estrutura de taxas pode ser vista como se estivesse dividida entre dois polos, ancorada, em um extremo, pela taxa nula convencionalmente adotada sobre o papel-moeda – e sobre a taxa de desconto do banco central – e, no outro extremo, pela produtividade marginal do estoque de capital. Entre os ativos que não são substitutos perfeitos, a estrutura de taxas irá depender das ofertas relativas. Em geral, um aumento na oferta de um ativo – por exemplo, títulos do governo de longo prazo – fará com que sua taxa suba em relação às outras taxas, porém esta não subirá tanto em relação aos ativos para os quais este é direta ou indiretamente um substituto próximo – no exemplo, títulos de curto prazo e moeda – que em relação a outros ativos – no exemplo, o capital.

Nessa síntese, a política monetária encontra uma perspectiva adequada. A quantidade de moeda pode afetar os termos nos quais a comunidade manterá o capital, porém esta não é a única oferta de ativo que pode fazê-lo. A posição monetária líquida do público é importante, como também o é sua composição.

Uma lição do modelo simples de moeda e capital deve ser guardada. A variável estratégica – a escala última de expansão ou deflação, de arrocho ou folga monetária – é a taxa de retorno que a comunidade de detentores de riqueza exige a fim de absorver o estoque de capital existente – avaliado a preços correntes –, nem mais, nem menos, em suas carteiras e balanços. Esta taxa pode ser designada a preço de oferta do capital. Se esta for menor que a produtividade marginal do capital, haverá demanda em excesso por capital, estimulando aumentos nos preços dos bens de capital e adições ao estoque. Se o preço de oferta do capital é maior que sua produtividade marginal, a demanda por capital será insuficiente para absorver o estoque existente; seu valor tenderá a cair, desencorajando a produção de novos bens de capital. Os efeitos de um desvio do preço de oferta do capital em relação à produtividade marginal do estoque existente são similares àqueles de discrepâncias entre as taxas de mercado e as naturais em Wicksell.

Quando avaliamos as várias medidas de política e variações autônomas descobrimos que realmente não há um atalho, um fácil substituto para o preço de oferta do capital. Como o exemplo da retirada da dívida de longo prazo ilustra, a taxa de juros keynesiana, que é a taxa dos títulos de longo prazo, pode ser um mau indicador. Os eventos que causam uma queda nesta taxa na verdade podem gerar uma elevação no preço de oferta do capital. Outro exemplo de erro devido à concentração sobre a taxa dos títulos de longo prazo é o seguinte argumento keynesiano: a expectativa de uma elevação *na* taxa de juros leva à preferência pela liquidez e mantém elevada a taxa de juros corrente, e uma taxa de juros elevada desencoraja o investimento. Entretanto, a eficiência marginal do capital deve competir não com a cotação de mercado da taxa de longo prazo, mas com esta cotação menos as perdas de capital esperadas. Se o fato de esta taxa assim corrigida se aproximar de zero causa a substituição de títulos por moeda, não causaria, pelos mesmos motivos, a substituição de títulos por capital?

Se a taxa dos títulos de longo prazo é um substituto inadequado para o preço de oferta do capital, o mesmo é verdade para outro indicador popular: a quantidade de moeda. O moderno teórico da quantidade de moeda, Friedman<sup>20</sup> – diferente do antigo teórico da quantidade de moeda que na verdade acreditava na velocidade constante –, defende que quase tudo de relevância estratégica na conta de capital pode ser estudado concentrando a atenção na oferta e na demanda por moeda. Este ponto de vista, embora

---

20. M. Friedman, *Studies in the quantity theory of money*, Chicago, University of Chicago Press, 1956, cap. 1.

aparentemente endossado no trabalho de Shaw,<sup>21</sup> foi bastante combatido no de Gurley e Shaw.<sup>22</sup> Conforme eles indicam, não é difícil descrever eventos e políticas que elevam o preço de oferta do capital enquanto mantêm inalterada a quantidade de moeda, podendo até fazê-la crescer. Por que nos concentrarmos em outras variáveis que não aquelas de interesse direto e central?

Até onde ir na desagregação é, como sempre, uma questão de gosto e propósito, dependendo também das possibilidades de aplicação empírica e de teste. Um programa mínimo para uma teoria da conta de capital relevante às instituições americanas envolveria: *i*) quatro componentes da riqueza privada líquida: a dívida à vista do governo, a dívida de curto prazo do governo, a dívida de longo prazo, e o estoque de capital; *ii*) dois ativos intermediários: depósitos bancários e dívidas privadas; *iii*) duas taxas de juros fixadas institucional ou administrativamente: zero sobre os depósitos bancários e o papel-moeda, e a taxa de desconto do banco central; e *iv*) quatro rendimentos determinados em mercado – a taxa de juros de curto prazo, a taxa de juros de longo prazo, a taxa sobre as dívidas privadas, e o preço de oferta da cota de capital.

Nesse modelo, a quantidade de dívida à vista se divide em papel-moeda mantido fora dos bancos e as reservas líquidas (sem implicar endividamento) dos bancos, dependendo do total de reservas compulsórias do volume dos depósitos. Se este total superar as dívidas líquidas, os bancos precisam tomar emprestado do banco central à taxa de desconto. Os fundos disponíveis dos bancos são: seus depósitos menos suas reservas compulsórias e se dividem em reservas líquidas livres (reservas líquidas menos reservas compulsórias); dívidas de curto prazo do governo; dívidas de longo prazo do governo; e dívidas privadas em proporções que dependem da taxa de desconto, da taxa de curto prazo, da taxa de longo prazo, e da taxa de empréstimos privados. O público não bancário aloca sua riqueza privada líquida entre papel-moeda, depósitos bancários, os dois tipos de dívida do governo que rendem juros, dívida privada aos bancos – um item negativo –, e cotas de capital. Todos os rendimentos, exceto a taxa de desconto, são relevantes para as escolhas de carteira feitas pelo público. Quando analisamos as restrições sobre a riqueza, verificamos que existem quatro equações independentes no sistema, por exemplo uma equação de equilíbrio para cada componente da riqueza privada líquida, as quais podem ser usadas para determinar os quatro rendimentos endógenos. A solução para o rendimento do capital é seu preço de oferta, só existindo o equilíbrio para todo o sistema – o qual incluiria também equações para a conta de renda – se a solução para o preço de oferta do capital coincidir com a produtividade marginal do estoque existente.

---

21. F. S. Shaw, Money supply and stable economic growth, *In: United States monetary policy*, New York, American Assembly, 1958, cap. 2.

22. J. Gurley e E. S. Shaw, *Money in a theory of finance*, Washington, Brookings Institution, 1960.

---

*James  
Tobin*





O texto “Uma abordagem de equilíbrio geral para a teoria monetária”, de James Tobin, foi publicado originalmente na revista *Literatura Econômica*, volume 8, de fevereiro de 1986. Nesta página e nas duas próximas, reproduzimos a capa, o expediente e o sumário daquela edição. 137

# literatura econômica

revista quadrimestral do  
**ipea** instituto de planejamento  
econômico e social

## DIRETORES RESPONSÁVEIS

Andrea Sandro Calabi  
Presidente do IPEA

Eustáquio José Reis  
Superintendente do INPES

Francisco Vidal Luna  
Superintendente do IPLAN

## CORPO EDITORIAL

Claudio Monteiro Considera  
Editor

Fernanda Machado Pinto  
Editora-Executiva

Alice Martins de Carvalho  
Antonio de Lima Brito  
Gilberto V. de Carvalho  
Editores-Assistentes

## COORDENAÇÃO EDITORIAL

Alcides F. Vilar de Queiroz  
Nilson Souto Maior

A assinatura de LITERATURA ECONÔMICA inclui, além dos números regulares, publicados em fevereiro, junho e outubro, o suplemento bimestral SUMÁRIOS DE PERIÓDICOS e o ÍNDICE BIENAL, bem como eventuais edições suplementares. Pedidos de números atrasados serão atendidos de acordo com a disponibilidade do estoque.

Os artigos assinados são da exclusiva responsabilidade dos autores. É permitida a reprodução das matérias divulgadas, desde que seja citada a fonte.

Os manuscritos devem ser apresentados em duas cópias, datilografadas em espaço duplo, com o máximo de 50 páginas. Todas as citações bibliográficas, no texto, em notas de pé de página ou no final das matérias, deverão seguir à risca as normas da ABNT.

Toda correspondência, manuscritos e doação de publicações devem ser endereçadas a

LITERATURA ECONÔMICA — EDITORIA

Av. Pres. Antônio Carlos, 51 — 15.º andar  
Caixa Postal 2672  
20 020 — Rio de Janeiro — RJ

ISSN 0100-655X

O INSTITUTO DE PLANEJAMENTO ECONÔMICO E SOCIAL — IPEA, Fundação vinculada à Secretaria de Planejamento da Presidência da República, tem por atribuições principais:

I — auxiliar a Secretaria de Planejamento na elaboração dos programas globais de governo e na coordenação do sistema nacional de planejamento;

II — auxiliar a Secretaria de Planejamento na articulação entre a programação do Governo e os orçamentos anuais e plurianuais;

III — promover atividades de pesquisa aplicada nas áreas econômica e social;

IV — promover atividades de treinamento para o planejamento e a pesquisa aplicada.

O IPEA compreende um Instituto de Pesquisas (INPES), um Instituto de Planejamento (IPLAN), um Instituto de Programação e Orçamento (INOR) e o Centro de Treinamento para o Desenvolvimento Econômico (CENDEC). Fazem parte do IPLAN três Coordenadorias: Planejamento Geral, Setorial e Regional, além do Centro Nacional de Recursos Humanos.

# literatura econômica

volume 8

fevereiro 1986

número 1

## Sumário

### ARTIGOS

Uma Nota Introdutória aos Artigos "Moeda, Capital e Outras Reservas de Valor" e "Uma Abordagem de Equilíbrio Geral para a Teoria Monetária", de James Tobin	Marco Antonio Bonomo .....	3
Moeda, Capital e Outras Reservas de Valor	James Tobin .....	9
Uma Abordagem de Equilíbrio Geral para a Teoria Monetária	James Tobin .....	23

### COMUNICAÇÕES

Prêmio Nobel de Economia — 1984: Richard Stone		
Apresentação		
	Margaret Hanson Costa .....	41
Bibliografia: 1936/1984 .....		47
Contribuições de Ignácio M. Rangel ao Pensamento Econômico Brasileiro		
Apresentação		
	Marcio Henrique Monteiro de Castro Ricardo Bielschowsky .....	63
Bibliografia: 1955/1985	Gilberto V. de Carvalho Fernanda Machado Pinto .....	73
Teses de Mestrado e Doutorado em Economia		
	Isis Carneiro Agarez .....	77

### LIVROS

Relação Classificada .....	107
Resumos Informativos .....	116

### PUBLICAÇÕES ESPECIAIS

Publicações Seriadas .....	127
Estudos e Pesquisas .....	136
Referência .....	140

### PESQUISAS ECONÔMICAS

Índices das Pesquisas Concluídas e em Andamento, por Assunto .....	143
--	-----

Publicado por

**IDEA** - Instituto de Planejamento Econômico e Social  
INSTITUTO DE PESQUISAS — INPES

Rio de Janeiro

*Lit. Econ.*, 8(1):1-164, 1986.



# UMA ABORDAGEM DE EQUILÍBRIO GERAL PARA A TEORIA MONETÁRIA\*

*James Tobin*

---

Aproveitarei a oportunidade oferecida pela primeira edição de um periódico devotado à economia monetária a fim de estabelecer e ilustrar um arcabouço geral para a análise monetária. Esse não é um enfoque novo, pois é adotado, pelo menos em espírito, por muitos economistas que se dedicam aos estudos monetários. Meu objetivo aqui é de exposição e de recapitulação.

## 1 A CONTA DE CAPITAL

O enfoque concentra a atenção nas contas de capital das diversas unidades monetárias, de cada setor da economia e da economia como um todo. Um modelo da conta de capital da economia especifica o *menu* dos vários ativos – e dívidas – que aparecem nas carteiras e balanços, os fatores que determinam as demandas e ofertas destes ativos e a maneira pela qual os preços dos ativos e as taxas de juros zeram esses mercados interligados. Por esse enfoque, os ativos monetários representam apenas uma parte, e não o todo, do *menu* de ativos existentes, da mesma forma que o sistema de bancos comerciais é um dos setores, e não o único, cujo comportamento do balanço precisa ser especificado.

O tratamento em separado da conta de capital em relação à conta de renda e ao produto da economia é apenas o primeiro passo, uma simplificação a ser justificada pela conveniência que encerra e não pelo realismo. A estratégia é conside-

---

\* [Este artigo foi originalmente publicado no *Journal of Money, Credit, and Banking*, v. 1, p. 15-29, Feb. 1969, e reproduzido em J. Tobin (Org.), *Essays in economics*, Amsterdã, North-Holland, 1971, cap. 18 – copyright © 1969, da Ohio State University Press. A tradução é de Lucas Assunção, da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC/RJ), com a colaboração de Marco Antônio Bonomo e Antonio de Lima Brito, do Ipea/Instituto de Planejamento Econômico e Social (Inpes). (N. do Ed.)]

rar as variáveis da conta de renda como dados provisoriamente exógenos, no que tange ao comportamento do balanço, e achar o equilíbrio nos mercados para os estoques dos ativos condicionados pelos valores supostos de produtos, rendas e outros fluxos. Porém, é óbvio que as relações existam nos dois sentidos. Algumas das variáveis determinadas nos mercados de ativos afetam os fluxos de gastos e de renda. Em uma situação de equilíbrio completo, os dois lados da economia – os quais não resistimos em chamar de *financeiro* e *real* – precisam estar mutuamente consistentes. Isto é, os insumos financeiros no lado real precisam reproduzir os valores assumidos dos insumos reais no lado financeiro.

Um exemplo simples e familiar dessa estratégia é a *curva LM*. As conferências e os textos de macroeconomia imortalizaram a decomposição do sistema keynesiano em submodelos, feita por Hicks. Um destes submodelos determina qual o equilíbrio de estoque de ativos que corresponde a uma dada renda real agregada e a um dado nível de preços de mercadorias. Nesse equilíbrio condicionado, a taxa de juros iguala a demanda e a oferta de moeda e zera os mercados para os outros ativos. Dos vários equilíbrios da *LM*, apenas um é, em geral, consistente com as outras relações no sistema completo.

A suposição comportamental básica nesse procedimento é de que as decisões de gasto e as decisões de composição de carteira são independentes – especificamente, que as decisões quanto à acumulação de riqueza são separáveis das decisões quanto à sua alocação. Como poupadoras, as pessoas decidem quanto adicionar às suas riquezas, ao passo que como administradoras de suas carteiras, elas decidem de que forma distribuir entre os ativos e as dívidas disponíveis, a riqueza líquida que já possuem. A propensão a consumir pode depender das taxas de juros, mas não depende *diretamente* nem da combinação existente de ofertas de ativos nem das taxas às quais estas ofertas estão crescendo.

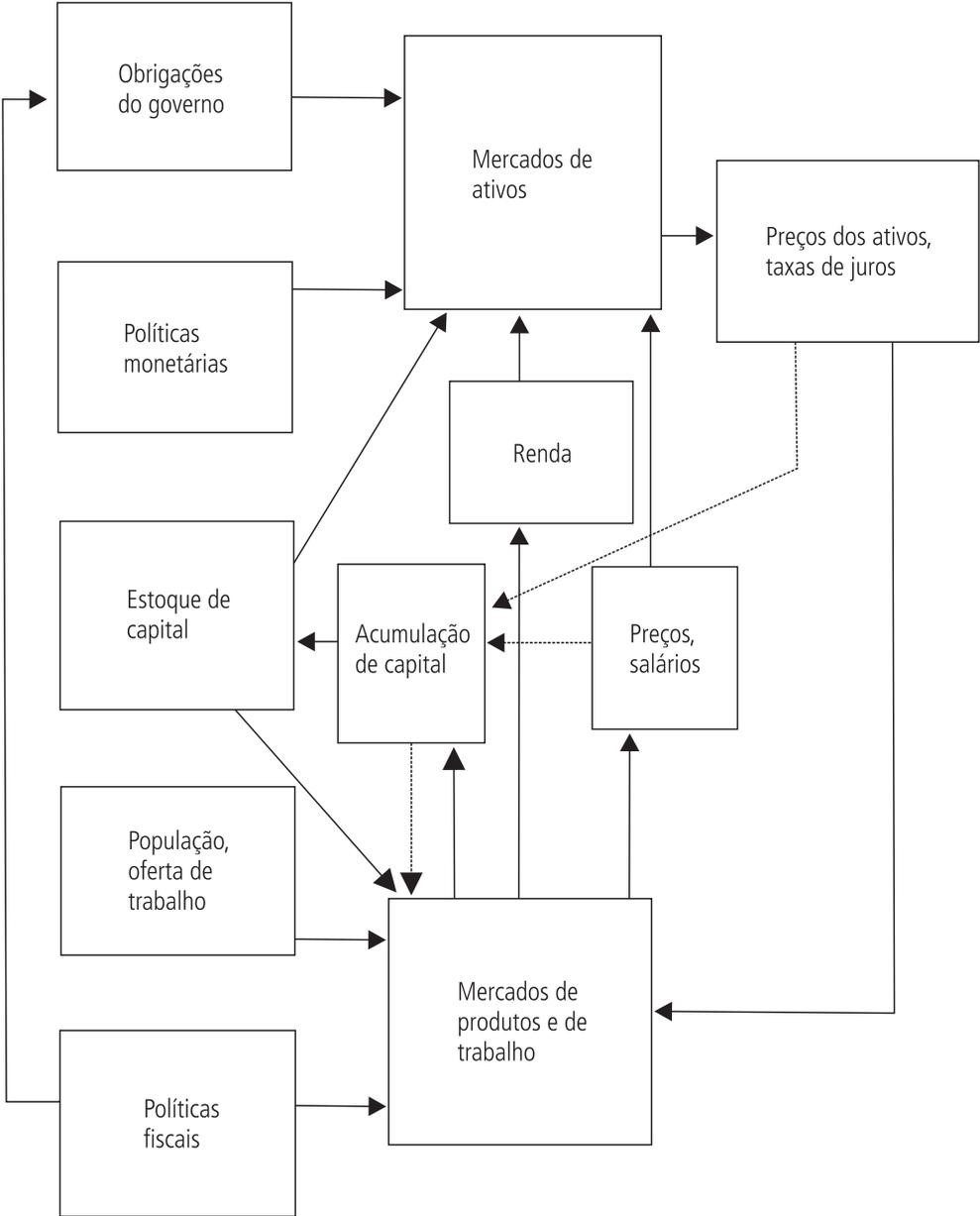
A figura 1 ilustra esquematicamente o enfoque que acabamos de esboçar.

## 2 A ESTRUTURA CONTÁBIL

A estrutura contábil genérica para uma teoria da conta de capital está indicada na tabela 1. As linhas representam ativos ou dívidas, sendo que uma linha pode significar *moeda*, *capital físico* ou, em uma classificação mais apurada, *depósitos à vista* ou *equipamentos duráveis dos produtores*. As colunas representam setores da economia, como os bancos comerciais, o governo central, as instituições financeiras não bancárias e o público. As entradas na matriz em geral podem ser positivas, nega-

tivas ou zeradas, indicando uma negativa de que o setor em questão é um devedor no tipo de ativo apontado pela linha dessa entrada. Todas as dotações de ativos ou dívidas precisam ter seus valores expressos em termos do mesmo numerário, isto é, da unidade de medida monetária ou do poder de compra sobre os bens de consumo. O somatório ao longo de uma linha representa a oferta exógena líquida do ativo para a economia como um todo, sendo que, no que se relaciona aos estoques de bens, essa oferta exógena é o que a economia herdou do passado. Para os ativos financeiros gerados internamente a oferta exógena líquida é, obviamente, igual a zero. Se dos somatórios na coluna final as dotações do governo central de um determinado ativo são subtraídas – ou suas dívidas adicionadas –, o que resta são as dotações líquidas deste ativo em mãos do setor privado da economia. O somatório de uma coluna representa a riqueza líquida de um setor e o da coluna final indica a riqueza nacional. Conforme indicado, a riqueza privada diferencia-se deste total pelo montante da riqueza líquida do governo. Caso este seja um devedor líquido, como normalmente deverá ocorrer, pelo menos se seus estoques de bens forem ignorados, então a riqueza privada excede a riqueza nacional. A estrutura ilustrada pela tabela 1 tem como objetivo uma economia fechada, embora possa ser estendida para incluir as relações da conta de capital com o resto do mundo.

FIGURA 1  
Abordagem da conta de capital – um esquema



### 3 O ARCABOUÇO ANALÍTICO

A estrutura contábil da tabela 1 passa a representar melhor a realidade enquanto arcabouço para a análise monetária se: *i*) atribuímos a cada ativo uma taxa de retorno  $r_i$ , ( $i = 1, 2, \dots, n$ ); e *ii*) imaginamos que cada setor  $j$  ( $j = 1, 2, \dots, m$ ) tem uma demanda líquida por cada um dos ativos,  $f_{ij}$ , que é uma função do vetor  $r_i$  e, possivelmente, de outras variáveis também. É claro que, na prática, muitas das entradas na matriz estão vazias, pois certos setores simplesmente não estão envolvidos com alguns dos ativos, seja na posição de detentor ou de devedor.

TABELA 1  
Estrutura contábil geral

Ativos	Setores da economia				Governos central	Dotações totais líquidas = oferta exógena
	1	2	3	... m		
1						
2						
3						
.						
.						
.						
.						
n						
Riqueza líquida	Riqueza privada total (riqueza nacional menos a riqueza líquida do governo)				Riqueza líquida do governo	<b>Riqueza nacional</b>

Em qualquer tempo cada setor está restringido por sua própria riqueza líquida, sendo seus membros livres para escolher o tipo de balanço que preferem – isto é, quais as entradas (ativos) nas colunas da tabela 1 –, mas não para escolher sua riqueza líquida, que é o somatório das entradas na coluna. Esta é determinada por suas acumulações de ativos no passado e pelos preços correntes dos ativos. Os indivíduos não podem alterar o legado do passado nem tampouco – como estamos supondo – afetar, por meio de suas próprias escolhas de carteira, as avaliações correntes em mercado de seus ativos. Obviamente, com o passar do tempo o indivíduo pode poupar, sofrer perdas ou obter ganhos de capital, sendo, um ano mais tarde, sua riqueza líquida diferente, embora mais uma vez esta vá representar uma restrição à gerência de sua carteira.

Esse requisito de adição tem algumas implicações óbvias e simples. Para qualquer dos setores, a soma das respostas de todos os ativos a uma variação em uma taxa de retorno qualquer  $r_k$  é zero, ou seja:

$$\sum_{i=1}^n \frac{\partial f_{ij}}{\partial r_k} = 0$$

Isso é também verdade para qualquer outra variável que entre nas funções de demanda por ativos do setor. A única exceção é a própria riqueza líquida do setor, pois, obviamente, o somatório das variações nas dotações de ativos proporcionadas por uma variação na riqueza é igual a um:

$$\sum_{i=1}^n \frac{\partial f_{ij}}{\partial w_j} = 1$$

Essas mesmas propriedades também serão observadas para funções de demanda agregadas no total dos setores, isto é, para:

$$f_i = \sum_{j=1}^m f_{ij}$$

Cada linha na tabela 1 corresponde a uma equação de equilíbrio de mercado, por meio da qual as demandas líquidas dos  $m$  setores privados quando somadas coincidem com as ofertas disponíveis, sejam emitidas pelo governo, sejam exógenas. Porém, essas  $n$  equações não são independentes. Quaisquer que sejam os valores das variáveis determinantes, os lados esquerdos dessas  $n$  equações de ativos (as demandas privadas líquidas) são iguais em valor aos lados direitos (as ofertas), isto é, à riqueza privada agregada. Assim sendo, ao contrário do que nos leva a crer uma impressão inicial superficial, as  $n$  equações não irão determinar  $n$  taxas de retorno, mas apenas  $n-1$  taxas, no máximo.

O valor da riqueza agregada, ou setorial, pode depender dos preços dos ativos, os quais, por seu turno dependem das  $r_i$ , que são as taxas de retorno de mercado determinadas pelo sistema de equações. Isso vale para todos os ativos cujas vidas superam a extensão do período que se está supondo para as escolhas de carteira. Por exemplo, os estoques existentes de capital físico durável e de títulos de longo prazo do governo mudam de valor à medida que suas taxas de retorno em mercado variam. Consequentemente, as  $n-1$  equações de equilíbrio de mercado na verdade trazem as taxas de retorno em dois papéis, como argumentos nas funções de demanda de ativos e como determinantes dos valores das ofertas de ativos e riqueza total existentes.

Em algumas aplicações da análise existem menos que  $n-1$  taxas de retorno livres para serem determinadas e o número de taxas de retorno endógenas é inferior ao de equações de equilíbrio de mercado independentes. Algumas taxas são fixadas por lei ou institucionalmente, por exemplo, a própria taxa de juros sobre a moeda – que, por convenção, é igual a zero –, a proibição dos juros sobre os depósitos à vista e os tetos efetivos sobre os juros pagos em contas de depósitos a prazo e de poupança. Algumas outras sofrem restrições, pelo

menos a longo prazo, por parte de fatores reais – por exemplo, por parte da produtividade tecnológica marginal de ativos de capital físico. Nestes casos, as equações da conta de capital não podem ser satisfeitas a não ser que algumas ofertas de ativos não sejam exógenas, mas se ajustem para equilibrar os mercados, ou que algumas das variáveis relevantes do lado real da economia – a saber, a renda, o nível de preços, as expectativas de preços – assumissem valores apropriados. Retornarei a esses problemas nas ilustrações que se seguem.

## 4 UMA ECONOMIA DE DOIS ATIVOS: MOEDA E CAPITAL

Passo agora a algumas aplicações simples da abordagem que acabo de descrever. Primeiro, consideremos uma economia com apenas um setor privado e dois ativos, ou seja, a moeda emitida pelo governo para financiar seus déficits orçamentários e o capital físico homogêneo. Seja  $p$  o preço dos bens usualmente produzidos, sejam estes bens de consumo, sejam de capital. Entretanto, admitirei que o valor dos bens de capital existentes ou os direitos a estes possam divergir do seu custo de reprodução corrente, sendo  $qp$  o preço de mercado dos referidos bens de capital. As taxas reais de retorno disponíveis devido à retenção de moeda e capital são representadas, respectivamente, por  $r_M$  e  $r_K$ . Seja  $\rho_p^e$  a taxa esperada de variação nos preços das mercadorias,  $r'_M$  a taxa nominal de juros paga a quem retém moeda – geralmente igual a zero – e  $R$  a eficiência marginal do capital relativa ao custo de reprodução. Seja  $W$  a riqueza e  $Y$  a renda, ambas medidas em bens. Isto posto, o modelo 1 é como se segue:

Definição de riqueza:

$$W = qK + M / p$$

Equações de equilíbrio:

$$f_1(r_K, r_M, Y/W). W = qK \text{ capital } (r_K) \tag{1.1}$$

$$f_2(r_K, r_M, Y/W). W = M / p \text{ moeda } (r_M) \tag{1.2}$$

Equações das taxas de retorno:

$$r_K \cdot q = R \text{ capital} \tag{1.3}$$

$$r'_M = r_M - \rho_p^e \text{ moeda} \tag{1.4}$$

As duas funções que dizem respeito à escolha de carteira foram escritas de forma especial. Estas são homogêneas no que se refere à riqueza e as proporções retidas nos dois ativos são independentes da escala absoluta de riqueza. O requisito de *adição* nos diz que  $f_1 = 1 - f_2$ . Portanto, uma das duas equações de balanço, por exemplo, a 1.1, pode ser omitida. Naturalmente, supõe-se que as derivadas em relação às próprias taxas de retorno e  $\partial f_1 / \partial r_K$  e  $\partial f_2 / \partial r_M$  são positivas e as derivadas cruzadas são, por conseguinte, negativas.

A proporção da renda na riqueza aparece nas duas funções de demanda por ativos, sendo que, se aparece em uma das funções, obviamente precisa aparecer também na outra. A suposição convencional é de que mais moeda será *necessária para motivos transacionais* a níveis mais elevados de renda, isto implica que, caso outras coisas permaneçam iguais, a demanda pelo capital será reduzida à medida que ocorra uma elevação na renda. Entretanto, essas “outras coisas” não permanecerão inalteradas se no lado real da economia existe uma conexão positiva entre  $Y$  e  $R$ , e, portanto, entre  $Y$  e  $r_K$ .

Se a renda cai com a riqueza constante ou a riqueza cresce com a renda constante, uma fração menor da riqueza é necessária para satisfazer os requisitos de moeda para transações e a demanda por moeda cairá em relação à demanda por capital. Devo reafirmar a usual suposição keynesiana de que a elasticidade parcial da demanda por moeda relativa à renda é positiva, mas nunca maior que um. O raciocínio aqui é de que a demanda para transações é, no máximo, proporcional à renda (elasticidade igual a um), mas os saldos para motivos de transação são apenas parte do total de moeda retida. Portanto, o que se está supondo pode ser expresso da seguinte forma:

$$0 < \frac{(f_2 \cdot W)}{\partial Y} / \frac{f_2}{Y} = \frac{\partial f_2}{\partial(Y/W)} / \frac{f_2}{Y/W} \leq 1$$

A equação (1.3) expressa uma relação inversa entre o valor de mercado de uma cota de capital e a taxa de retorno de mercado que esta rende. Suponhamos que o retorno real perpétuo que se pode obter com a compra de uma unidade de capital ao custo de produção  $p$  seja  $R$ .

Se um investidor precisa pagar por essa unidade de capital  $qp$ , em vez de  $p$ , então a taxa de retorno é  $R/q$ . A fórmula do tipo *consol*<sup>1</sup> da equação (1.3) aplica-se estritamente ao capital perfeitamente durável. Para o caso de capital depreciável ou de ativos físicos de vida limitada, a relação de  $r_K$  e  $q$  não será tão simples ou tão pronunciada. Todavia, ainda haverá uma relação inversa.

É importante notar que o nível de preços das mercadorias não influencia a taxa real de retorno sobre o capital, seja esta calculada sobre o custo de reprodução, seja sobre o valor de mercado. Entretanto, a taxa esperada de inflação dos preços das mercadorias participa do processo de administração de carteira como uma das variáveis da taxa real de retorno sobre a moeda em (1.4).

O modelo 1 consiste, então, de quatro equações, na medida em que (1.1) pode ser omitida por redundância. A interpretação do modelo depende da escolha de quatro variáveis endógenas.

---

1. [*Consol* é a denominação dada ao título da dívida pública britânica que representa uma promessa de pagamento por parte do governo, de uma quantia fixa ao portador do título, todos os anos e constantemente. (N. do T.)]

## 5 INTERPRETAÇÃO A CURTO PRAZO DO MODELO DE MOEDA E CAPITAL

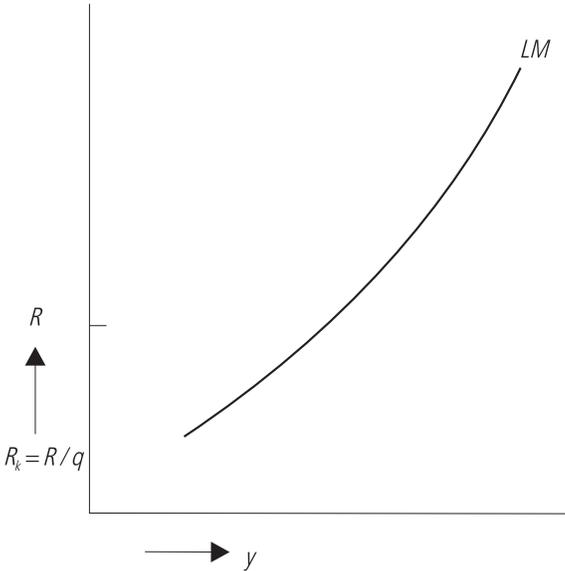
Uma interpretação (IA) é a seguinte: variáveis endógenas,  $r_K$ ,  $r_M$ ,  $W$ ,  $q$ , variáveis exógenas,  $K$ ,  $M$ ,  $Y$ ,  $p$ ,  $R$ ,  $\rho_p^e$ ,  $r_M^e$ . Então, segundo (1.4),  $r_M$  é efetivamente exógeno, podendo, por meio de várias substituições, o modelo ser expresso como uma única equação em  $q$ :

$$f_2\left(R/q, r_M, \frac{Y}{qK + M/p}\right) \cdot (qK + M/p) = \frac{M}{p} \quad (1.5)$$

As suposições feitas na seção anterior são suficientes, embora não necessárias, para se afirmar que  $\partial q / \partial M > 0$ , ou seja, que um aumento na quantidade de moeda é expansionista, causando uma elevação no valor do capital existente e estimulando o investimento. As mesmas condições asseguram que  $\partial q / \partial R > 0$ , isto é, que um aumento na eficiência marginal do capital puxa para cima o seu preço; que  $\partial q / \partial r_M < 0$ , a saber, que um aumento na taxa real de juros sobre a moeda diminui o valor do capital; e que  $\partial q / \partial Y < 0$ , isto é, que o equilíbrio de ativos exige que quanto maior for o nível de renda em relação aos estoques de ativos, menor seja a valoração do capital.

Esse último resultado nos leva à observação de que, enquanto parte de um modelo de curto prazo de determinação da renda, a equação (1.5) pode ser interpretada como uma espécie de curva *LM* keynesiana padrão. Isto é, ela nos informa que combinações da renda real  $Y$  e da taxa de retorno sobre a parcela de capital,  $r_K$  ou  $R/q$ , são compatíveis com o equilíbrio nos mercados de ativos (figura 2). Tal qual a curva *LM* dos livros-textos, esta relação desloca-se para a direita quando  $M$  aumenta ou  $p$  diminui. A diferença aqui é que a taxa de juros no eixo vertical é a taxa de retorno sobre a cota de capital, e não a taxa de títulos de longo prazo de Keynes. Entretanto, Keynes estava supondo que as duas taxas eram iguais ou que divergiam apenas por um prêmio de risco constante. Se essa suposição for relaxada,  $R/q$  é a variável apropriada para o diagrama, o qual ainda precisa ser completado por uma curva *IS*. A taxa de investimento – a velocidade que os investidores desejam aumentar seus estoques de capital – se tem de estar relacionada com alguma coisa, deve ser com  $q$ , o valor do capital em relação ao seu custo de reposição.

FIGURA 2  
Curva  $LM$  traçada a partir da equação (1.5)

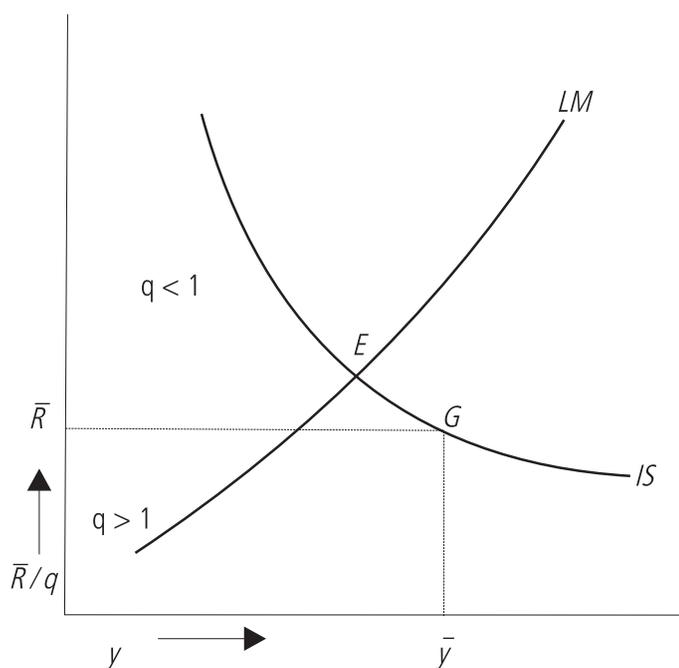


A curva  $LM$  da figura 2 foi traçada supondo-se uma eficiência marginal do capital ( $R$ ) fixa. Se  $R$  aumenta junto com  $Y$ ,  $\partial q / \partial Y$  será maior que com  $R$  constante, podendo até se tornar positiva. Na teoria keynesiana sempre houve ambivalência quanto a esse ponto: entre o aparente ponto de vista do próprio Keynes, segundo o qual a estimativa dos investidores para a eficiência marginal do capital está relacionada com um futuro bastante independente do nível de renda corrente, e a ideia de que os investidores simplesmente esperam que a taxa de lucro corrente sobre o capital continue a mesma. Se, de acordo com o segundo ponto de vista, alguma dependência de  $R$  em relação a  $Y$  está embutida na curva  $LM$ , então não há uma relação biunívoca entre  $r_K$  e  $q$ .

Conseqüentemente, a figura 3 apresenta a curva  $LM$  com  $\bar{R}/q$  sobre o eixo vertical, em que  $\bar{R}$  é a eficiência marginal do estoque de capital existente  $K$  com uma renda real padrão  $\bar{Y}$ . Essa renda-padrão  $Y$  é o nível no qual a poupança seria exatamente o suficiente para aumentar o estoque de capital à taxa natural de crescimento da economia. Por exemplo, suponhamos que esse crescimento seja igual a  $g$  e que a proporção poupada da renda seja igual a  $s$ , daí  $g_K = sY$ . Sob as usuais suposições da teoria neoclássica do crescimento, o investimento a essa taxa manterá  $\bar{R}$  inalterada. Conseqüentemente, o investimento a essa taxa é compatível com  $q = 1, r_K = \bar{R}$ , ou seja, a curva  $IS$  passa pelo

ponto  $(\bar{R}, \bar{Y})$ .<sup>2</sup> A um nível de renda inferior a  $\bar{Y}$ , essa taxa normal de investimento será maior que a poupança, e conseqüentemente a igualdade investimento-poupança requer um  $q$  menor que um. O equilíbrio a curto prazo – para uma dada oferta real de moeda  $M/p$  – é apontado por  $E$  na figura 3, ilustração em que este ocorre a um nível de renda e a um valor da cota de capital inferiores aos da posição de crescimento sustentado em  $G$ .

FIGURA 3  
Curva  $LM$  traçada com a curva  $IS$



2. Jerome Stein tem insistido nessa propriedade do programa de investimento de curto prazo. Veja seu trabalho Money and capacity growth, *Journal of Political Economy*, Cambridge University Press, 74, p. 451-465, Oct. 1966.

## 6 O EQUILÍBRIO DE LONGO PRAZO NO MODELO DE MOEDA E CAPITAL

Uma interpretação alternativa do modelo (1B) requer que o capital seja avaliado ao seu custo de reprodução, isto é, que  $q = 1$ . Esta pode ser vista como uma condição de equilíbrio de longo prazo. Em um equilíbrio de crescimento de longo prazo,  $E$  e  $G$  na figura 3 coincidem; ademais, esta renda  $\bar{Y}$  deve representar também um equilíbrio da demanda e oferta de trabalho. Portanto, se  $M/p$ ,  $R$ ,  $Y$ , e  $K$  são dados, estes determinam  $r_K$  e  $W$ . A equação (1.2) deve então determinar  $r_M$ , a taxa real de juros sobre a moeda. Isto é, as expectativas de variação de preços ( $\rho_p^e$ ) ou a taxa de juros sobre a moeda ( $r_M'$ ) precisam ser determinadas pelo mercado em vez de ser fixadas institucionalmente ou por lei. Do contrário, não haverá meio de harmonizar os detentores de riqueza com as ofertas de capital e com os saldos reais determinados pelas políticas e pela história.

Alternativamente, se  $r_M$  está fixa, as ofertas de capital e moeda, medidas em termos reais, precisam estar livres para se ajustarem às preferências de carteira do público. Os modelos do papel da moeda externa<sup>3</sup> no crescimento de longo prazo mostram como esse ajuste pode ocorrer.<sup>4</sup> Um dos mecanismos é a flexibilidade no nível de preços  $p$ , a qual assegura que qualquer oferta nominal de moeda  $M$  pode se tornar a oferta real desejada pelo público ao nível do conjunto prevalecente de taxas de juros reais. Outro mecanismo possível é a própria política fiscal, ajustando o tamanho e a taxa de expansão da dívida do governo de modo a alcançar o equilíbrio.

## 7 UM MODELO DE MOEDA, TÍTULOS E CAPITAL

O modelo 1 não inclui a política monetária como esse termo é geralmente entendido. A oferta de moeda é idêntica à dívida do governo. Não é possível aumentar a quantidade de moeda em um dólar sequer sem aumentar simultaneamente a riqueza privada em um dólar. Estas aumentam juntas em valor monetário quando o governo administra um déficit orçamentário e emite moeda para cobri-lo, ou em valor real quando o nível de preços cai. Um aumento no estoque nominal de moeda é uma consequência monetária da política fiscal em vez de política monetária no seu sentido habitual. O fato concebível que mais se aproxima de uma política monetária no modelo 1A é a variação de  $r_M'$ , pelas seis equações independentes.

3. [*Outside money* no original. Gurley e Shaw em seu livro *Money in a theory of finance*, Washington, Brookings Institution, 1960, introduziram as expressões *outside money* e *inside money*. A primeira significa a parcela da moeda que constitui riqueza para o setor privado e, a segunda, a que não constitui. (N. do T.)]

4. Ver Tobin, Money and economic growth, *Econometrica*, 33, 4, p. 671-684, Oct. 1965.

As duas equações seguintes resultam de um processo de consolidação do modelo com a definição de  $W$  e determinam  $q$  e  $r_s$ :

$$f_2(R/q, r_M, r_S, Y/M) \cdot W = M/p \tag{2.7}$$

$$f_3(R/q, r_M, r_S, Y/W) \cdot W = S/p \tag{2.8}$$

Como antes, supõe-se que as derivações das funções  $f_i$  em relação às próprias taxas de retorno  $(\frac{\partial f_i}{\partial r_K}, \frac{\partial f_i}{\partial r_M}, \frac{\partial f_i}{\partial r_S})$  são positivas, e que todas as derivadas cruzadas são não positivas – também deve ser lembrado que  $\sum_i \partial f_i / \partial x = 0$  para qualquer  $x$  que apareça como argumento nas funções  $f_i$ . Em outras palavras, os ativos são substitutos brutos: a demanda por ativo varia diretamente com sua própria taxa e inversamente com as outras taxas.

Também se está supondo, como antes, que a elasticidade parcial da demanda por moeda com relação à renda é positiva, porém nunca superior a um. Além disso, agora que os títulos do governo estão disponíveis, supõe-se que estes, em vez do capital, absorvem as variações nos requisitos de moeda para transações. Isto é:

$$\frac{\partial f_2}{\partial (Y/W)} = -\frac{\partial f_3}{\partial (Y/W)} \text{ e } \frac{\partial f_1}{\partial (Y/W)} = 0$$

Essas suposições nos conduzem às conclusões apresentadas na tabela 2.

TABELA 2

**Geral efeitos sobre variáveis endógenas de um aumento em variáveis exógenas específicas, com todas as outras mantidas constantes**

Variáveis endógenas	$M$	$S$	$M$ em troca de $S$	Variáveis , $r_M$	Exógenas $Y$	$R$	$p$	$\rho_p^e$
$q$	+	?	+	-	-	+	-	+
$r_s$	-	+	-	+	+	?	?	-
$S_K$	-	?	-	+	+	+	+	-

As duas primeiras colunas representam aumentos na dívida do governo em cada uma das suas possíveis formas, enquanto a terceira coluna representa a política monetária na forma de compras no mercado aberto. Aqui, ao contrário do que ocorre no modelo 1A, é possível deslocar a curva  $LM$  das figuras 2 e 3 para a direita por meio de uma política monetária no seu sentido habitual. A quarta coluna representa a política monetária à guisa de um aumento na taxa de juros sobre a moeda determinada por lei.

Qual é a característica da moeda que induz os resultados apresentados nas três primeiras colunas? Isto é, por que um aumento na dívida do governo na forma monetária tem um efeito mais expansionista que um aumento nessa dívida na forma de títulos? E por que a substituição de moeda por títulos via compras no mercado aberto tem um efeito expansionista?

Não é pelo fato de o ativo nº 1 ter sido chamado de *moeda* e o nº 2 de *títulos*; tampouco por ser o ativo nº 1 um meio de pagamento, ou por ter ele quaisquer outras propriedades que o nº 2 não tenha; nem, também, porque o ativo nº 1 não paga juros, pois este pode ou não pagá-los. Estas propriedades em nenhum momento participaram de nossa análise, exceto no sentido geral onde estas explicam por que os ativos não são substitutos perfeitos entre si. A característica essencial – única distinção entre moeda e títulos que importa para efeito dos resultados conseguidos anteriormente – é que a taxa de juros sobre a moeda é fixada exogenamente, seja por lei, seja por convenção, enquanto a taxa de retorno sobre os títulos é endógena, determinada pelo mercado.

Quando a oferta de qualquer ativo aumenta, a estrutura das taxas de retorno, sobre esse e sobre os outros ativos, precisa mudar de forma a induzir o público a reter a nova oferta. Quando a própria taxa do ativo pode se elevar, uma parte substancial do ajuste necessário poderá ocorrer dessa maneira. Porém, se a taxa for fixa, todo o ajuste deve acontecer por meio de reduções nas outras taxas ou de aumentos nos preços dos outros ativos. Este é o segredo do papel especial da moeda; um segredo que seria dividido com qualquer outro ativo com taxa de juros fixa.

Conforme observado anteriormente, uma economia com  $n$  ativos envolverá não mais de  $n-1$  equações independentes que equilibram os mercados. O sistema determinará, portanto, não mais que  $n-1$  taxas reais de retorno. Se a taxa sobre um dos ativos – que seja a *moeda* – é fixa, então, a taxa de retorno de mercado sobre o capital pode – e, na verdade, deve – estar entre as  $n-1$  taxas a serem determinadas. Isso permite que as autoridades monetárias forcem o retorno de mercado sobre o capital físico a divergir de sua eficiência tecnológica marginal – ou, o que é a mesma coisa, forcem o valor de mercado do capital existente a divergir de seu custo de reprodução. Ao criarem estas divergências, as autoridades monetárias podem afetar a taxa corrente de produção e acumulação dos ativos de capital. Essa é a maneira por que as autoridades monetárias podem afetar a demanda agregada a curto prazo – graficamente, por meio do deslocamento da curva *LM* da figura 3 para a esquerda ou para a direita, mudando seu ponto de interseção com a curva *IS*.

Se a taxa de juros sobre a moeda, assim como as taxas sobre todos os outros ativos financeiros, fossem flexíveis e endógenas, então, todas estas simplesmente se ajustariam à eficiência marginal do capital. Não haveria espaço para discrepâncias entre as taxas de retorno natural e de mercado sobre o capital – ou entre o valor de mercado e o custo de reprodução. Não haveria espaço para a política monetária afetar a demanda agregada.

O lado real da economia ditaria o tom para o setor financeiro sem que houvesse efeitos retroalimentadores na direção oposta. Como observado antes, algo desse tipo ocorre a longo prazo, em que a influência da política monetária não ocorre sobre a demanda agregada, mas sobre as ofertas relativas de ativos reais e monetários, às quais todas as taxas de retorno devem se ajustar.

## 8 UM MODELO COM DEPÓSITOS BANCÁRIOS E EMPRÉSTIMOS

Como uma terceira e última ilustração da abordagem, consideremos uma economia com dois setores em vez de um. Esse modelo 3 possui um sistema bancário e um setor do público em geral e acrescenta dois novos ativos – depósitos e empréstimos privados – ao *menu* de ativos da economia. Existem também duas novas taxas reais de juros a serem determinadas,  $r_D$  sobre os depósitos e  $r_L$  sobre os empréstimos, e duas novas taxas nominais,  $r'_D$  e  $r'_L$ , respectivamente, a serem estabelecidas exógena ou endogenamente. Uma nova taxa de juros relevante para os bancos, a taxa de desconto  $d'$  do banco central – ou apenas  $d$  em termos reais – também pode ser introduzida. Esta passa a representar um novo instrumento de controle monetário.

Seja  $\hat{r}$  o vetor das taxas de juros reais ( $r_K, r_M, r_S, r_D, r_L, d$ ). Por conveniência, tanto as escolhas de carteira dos bancos como as do público em geral serão escritas como funções de  $\hat{r}$ . Todavia, deve ficar subentendido que a taxa de desconto  $d$  é irrelevante para o público, e que a taxa de mercado sobre o capital  $r_K$  é irrelevante para os bancos, pois estamos supondo que estes não detêm este ativo. Pela mesma razão, as demandas dos bancos por ativos poderiam ser expressas, sem nenhum problema, em valores monetários e relacionadas às taxas de juros nominais em vez de às taxas reais. O depósito compulsório legal é representado no modelo por  $k$ .

O ativo nº 2 ainda é a dívida à vista do governo, inclusive a do banco central. O tamanho dessa dívida, excluindo-se as tomadas de empréstimos dos bancos no banco central pelo redesconto, é igual à oferta de papel-moeda em circulação e de reservas próprias aos bancos e ao público. Obviamente,  $M$  agora não mais corresponde à quantidade de moeda da forma que esta é convencionalmente definida. Em vez disso,  $M$  aqui representa a base monetária. O estoque de moeda incluiria a parcela de  $M$  em poder do público mais os depósitos bancários – ou talvez só os depósitos à vista se, como não está sendo feito aqui, os distinguimos dos depósitos a prazo. Dessa maneira, o estoque de moeda seria uma quantidade endógena.

Definição de riqueza:

$$W = qK + \frac{M + S}{p} \quad (3.0)$$

Equações de equilíbrio:

	Bancos		Público	
	$f_{1P}(\hat{r}, Y/W) \cdot W = qK$		capital ( $r_K$ )	(3.1)
$D + f_{2B}(\hat{r}) \cdot D \cdot (1-k)$	$+ f_{2P}(\hat{r}, Y/W) \cdot W = M/p$		moeda e reservas ( $r_M, d$ )	(3.2)
$f_{3B}(\hat{r}) \cdot D \cdot (1-k)$	$+ f_{3P}(\hat{r}, Y/W) \cdot W = S/p$		títulos de governo ( $r_S$ )	(3.3)
$f_{4B}(\hat{r})$	$+ f_{4P}(\hat{r}, Y/W) \cdot W = 0$		depósitos ( $r_D$ )	(3.4)
$D$	$= f_{4P}(r, Y/W) \cdot W$		definição de $D$	(3.4a)
$f_{5B}(\hat{r}) \cdot D \cdot (1-k)$	$+ f_{5P}(\hat{r}, Y/W) \cdot W = 0$		empréstimos ( $r_L$ )	(3.5)

Equações das taxas de retorno:

$$r_K \cdot q = R \quad \text{capital} \quad (3.6)$$

$$r_M = r'_M - \rho_p^e \quad \text{moeda e reservas} \quad (3.7)$$

$$r_S = r'_S - \rho_p^e \quad \text{títulos do governo} \quad (3.8)$$

$$r_D = r'_D - \rho_p^e \quad \text{depósitos} \quad (3.9)$$

$$r_L = r'_L - \rho_p^e \quad \text{empréstimos} \quad (3.10)$$

$$d = d' - \rho_p^e \quad \text{taxa de desconto} \quad (3.11)$$

A participação dos acionistas dos bancos é ignorada, de modo que os itens na coluna dos bancos têm soma igual a zero, assim como os itens na coluna do público têm soma igual à riqueza líquida privada  $W$ .

Existem 11 equações independentes. Como antes, podemos considerar exógenas as seguintes variáveis:  $Y, M, S, K, R, r'_M, \rho_p^e, P, d'$  e  $K$ , e o sistema pode ser resolvido para as 11 variáveis  $q, W, r_K, r_M, r_S, r'_S, r_D, r'_D, r_L, r'_L$  e  $d$ . Nessa interpretação do modelo 3, a taxa de juros paga sobre os depósitos é endógena e determinada pelo mercado. A função de oferta de depósitos dos bancos  $f_{4B}$  nos informa, para valores determinados das outras taxas de juros, que quantidade de depósitos os bancos estão dispostos a aceitar a qualquer taxa de depósito dada. Em equilíbrio, isso precisa ser igual à quantidade de depósitos que o público deseja manter, dado este mesmo conjunto de taxas.

Como antes, os efeitos dos vários instrumentos de política monetária e de outras variáveis exógenas sobre a principal variável  $q$  representam seus impactos sobre a demanda agregada. Com as suposições adotadas anteriormente sobre a substituição de ativos e sobre a elasticidade-renda da demanda por base monetária, os resultados serão qualitativamente os mesmos encontrados nos outros modelos. Quantitativamente, é óbvio, estes serão muito diferentes. A existência de um sistema percentual com reservas bancárias compulsórias significa que um reescalonamento maior das carteiras e variações maiores nas taxas de retorno são necessárias para absorver um dado aumento na oferta de base monetária. À medida que os bancos não são induzidos a adicionar a nova oferta às suas reservas em excesso, o público precisa ser induzido a reter algum múltiplo desta como depósito. A variação nas taxas de retorno necessária para que seja alcançado algum destes resultados, ou qualquer combinação destes, precisa ser bastante grande quando comparada ao regime de moeda 100% descrito nos modelos 1 e 2.

Uma interpretação alternativa resulta de se supor que a taxa de depósito  $r'_D$  é fixada institucionalmente ou legalmente, taxa essa que, adicionada à lista de variáveis exógenas, implica que uma equação deve ser suprimida, que é, obviamente, a (3.4). Com um teto efetivo sobre os juros que os bancos têm permissão para pagar, estes não alcançam sua curva de oferta ( $-f_{4B}$ ). Estes aceitam todo e qualquer depósito que o público queira fazer ao nível corrente do conjunto das taxas de juros, e com muito gosto aceitariam mais. Assim, (3.4) torna-se uma inequação:  $f_{4B} + f_{4P} < 0$ . As equações restantes do modelo, inclusive (3.4a), ainda se aplicam.

Essa é a interpretação habitualmente adotada, e que se ajusta às instituições dos Estados Unidos, a saber, a proibição de juros sobre os depósitos à vista e de teto sobre os juros pagos nos depósitos a prazo. Uma vez mais, os efeitos das medidas de política e outras variações exógenas sobre  $q$  podem ser analisados. Aqui, entretanto, existe uma nova fonte possível de resultados anormais. A suposição de *substitutos brutos* pode ser violada no mercado como um todo, embora seja satisfeita separadamente pelos diferentes setores – bancos e públicos. Por exemplo, um aumento na

taxa de depósito ou uma redução na taxa de títulos poderia aumentar, em vez de diminuir, a demanda líquida por moeda ou títulos do governo. Enquanto as demandas diretas do público caem ao serem transferidas para os depósitos, as demandas dos bancos podem aumentar simplesmente porque estes têm mais depósitos.<sup>5</sup>

Essa formulação adiciona o teto sobre a taxa de juros dos depósitos à lista de instrumentos de política monetária e permite a análise da questão de um aumento nesse teto ser expansionista ou contracionista.

## 9 OBSERVAÇÕES FINAIS

Os modelos aqui discutidos destinavam-se apenas a ilustrar e dar significado a algumas observações gerais sobre a análise monetária. A estrutura básica é bastante flexível. Esta pode ser estendida para englobar mais setores e maior número de ativos, dependendo do tópico que se deseja estudar. Outros intermediários financeiros podem ser introduzidos, assim como um maior número de distinções podem ser feitas entre as categorias de dívidas do governo e de tipos de dívidas privadas. Igualmente importante, a suposição de que o capital físico é homogêneo pode ser relaxada, e alguns mercados, preços e taxas de retorno para estoques de bens podem ser introduzidos, distinguindo-se entre casas, instalações industriais, equipamentos, bens de consumo duráveis etc.

De acordo com essa abordagem, o principal modo que as políticas financeiras e os acontecimentos afetam a demanda agregada é a variação dos valores dos ativos físicos em relação a seus custos de reprodução. As políticas monetárias podem resultar em tais variações, mas outros acontecimentos exógenos também podem. Além das variáveis exógenas explicitamente listadas nos modelos ilustrativos, podem ocorrer mudanças, e sem dúvida estas ocorrem nas preferências de carteira – ou seja, nas funções de demanda por ativos – do público, dos bancos e de outros setores. Estas preferências se baseiam em expectativas, estimativas de risco, atitudes em relação a esses riscos e um conjunto de outros fatores. Nessa complexa situação, não é de se esperar que o impacto essencial das políticas monetárias e outros eventos financeiros seja fácil de ser medido sem a direta observação das variáveis relevantes ( $q$  nos modelos). Não há razão para se pensar que o impacto será captado em apenas uma das variáveis intermediárias ou exógenas, seja esta um estoque monetário ou uma taxa de juros de mercado.<sup>6</sup>

---

5. Esses problemas são analisados em trabalhos de Tobin-Brainard e de Brainard.

6. Esse ponto tem sido ilustrado na simulação de um modelo numérico da ordem do modelo 3. Veja o trabalho de Brainard e Tobin, Pitfalls in financial model building, *American Economic Review*, n. 58, p. 99-122, May 1968.

---

*Milton  
Friedman*





O texto “Inflação e desemprego: a novidade da dimensão política”, de Milton Friedman, foi publicado originalmente na revista *Literatura Econômica*, volume 7, de outubro de 1985. Nesta página e nas duas próximas, reproduzimos a capa, o expediente e o sumário daquela edição.

# literatura econômica

revista quadrimestral do  
**ipea** instituto de planejamento  
econômico e social

## DIRETORES RESPONSÁVEIS

Andrea Sandro Calabi  
Presidente do IPEA

Eustáquio José Reis  
Superintendente do INPES

Francisco Vidal Luna  
Superintendente do IPLAN

## CORPO EDITORIAL

Claudio Monteiro Considera  
Editor

Fernanda Machado Pinto  
Editora-Executiva

Alice Martins de Carvalho  
Antonio de Lima Brito  
Gilberto V. de Carvalho  
Editores-Assistentes

## COORDENAÇÃO EDITORIAL

Alcides F. Vilar de Queiroz  
Nilson Souto Maior

A assinatura de LITERATURA ECONÔMICA inclui, além dos números regulares, publicados em fevereiro, junho e outubro, o suplemento bimestral SUMÁRIOS DE PERIÓDICOS e o ÍNDICE BIENAL, bem como eventuais edições suplementares. Pedidos de números atrasados serão atendidos de acordo com a disponibilidade do estoque.

Os artigos assinados são da exclusiva responsabilidade dos autores. É permitida a reprodução das matérias divulgadas, desde que seja citada a fonte.

Os manuscritos devem ser apresentados em duas cópias, datilografadas em espaço duplo, com o máximo de 50 páginas. Todas as citações bibliográficas, no texto, em notas de pé de página ou no final das matérias, deverão seguir à risca as normas da ABNT.

Toda correspondência, manuscritos e doação de publicações devem ser endereçadas a

LITERATURA ECONÔMICA — EDITORIA

Av. Pres. Antônio Carlos, 51 — 15.º andar  
Caixa Postal 2672  
20 020 — Rio de Janeiro — RJ

ISSN 0100-655X

O INSTITUTO DE PLANEJAMENTO ECONÔMICO E SOCIAL — IPEA, Fundação vinculada à Secretaria de Planejamento da Presidência da República, tem por atribuições principais:

I — auxiliar a Secretaria de Planejamento na elaboração dos programas globais de governo e na coordenação do sistema nacional de planejamento;

II — auxiliar a Secretaria de Planejamento na articulação entre a programação do Governo e os orçamentos anuais e plurianuais;

III — promover atividades de pesquisa aplicada nas áreas econômica e social;

IV — promover atividades de treinamento para o planejamento e a pesquisa aplicada.

O IPEA compreende um Instituto de Pesquisas (INPES), um Instituto de Planejamento (IPLAN), um Instituto de Programação e Orçamento (INOR) e o Centro de Treinamento para o Desenvolvimento Econômico (CENDEC). Fazem parte do IPLAN três Coordenadorias: Planejamento Geral, Setorial e Regional, além do Centro Nacional de Recursos Humanos.

# literatura econômica

voluma 7

outubro 1985

número 3

## Sumário

### ARTIGOS

Uma Nota Introdutória ao Artigo "Inflação e Desemprego: A Novidade da Dimensão Política", de Milton Friedman	
João da Silva Maia .....	375
Inflação e Desemprego: A Novidade da Dimensão Política	
Milton Friedman .....	381
Concorrência e Preços Administrados: Uma Crítica à Teoria do Oligopólio	
Eduardo Augusto de L. Maldonado Filho .....	409

### COMUNICAÇÕES

Teses de Mestrado e Doutorado em Economia	
Isis Carneiro Agarez .....	439

### LIVROS

Relação Classificada .....	503
Resumos Informativos .....	516

### PUBLICAÇÕES ESPECIAIS

Publicações Seriadas .....	535
Estudos e Pesquisas .....	540
Referência .....	547

### PESQUISAS ECONÔMICAS

Índices das Pesquisas Concluídas e em Andamento, por Assunto .....	553
--	-----

### EVENTOS

Congresso da Associação Internacional de Economia — Programa .....	573
--	-----

Publicado por

**ipea** - Instituto de Planejamento Econômico e Social  
INSTITUTO DE PESQUISAS — INPES

Rio de Janeiro

Lit. econ., 7(3):373-574, 1985.



# INFLAÇÃO E DESEMPREGO: A NOVIDADE DA DIMENSÃO POLÍTICA\*

*Milton Friedman\*\**

---

Quando o Banco da Suécia estabeleceu o prêmio para a Ciência Econômica em memória de Alfred Nobel (1968), sem dúvida havia – e ainda há – um ceticismo generalizado entre os cientistas e o público em geral quanto à conveniência de tratar a economia como uma ciência similar à física, à química e à medicina. Estas são consideradas “ciências exatas”, nas quais um conhecimento objetivo, cumulativo e definitivo é possível. A economia e as demais ciências sociais são encaradas mais como ramos da filosofia do que como ciências propriamente definidas, cheias de valores desde o princípio, por lidarem com o comportamento humano.

As ciências sociais, nas quais os cientistas analisam seu próprio comportamento e o de seus companheiros – que por sua vez estão observando e reagindo ao que os cientistas dizem –, não exigem métodos de investigação fundamentalmente distintos dos aplicados às ciências físicas e às biológicas? Estas não deveriam ser julgadas por meio de critérios diferentes?

---

\* O presente artigo corresponde à Aula Nobel por ocasião da entrega do Prêmio Nobel de 1976, outorgado pela Real Academia de Ciências da Suécia (*Copyright* The Nobel Foundation 1976).

\*\* Sou bastante agradecido pelos úteis comentários formulados sobre a primeira versão deste ensaio a Gary Becker, Karl Brunner, Phillip Cagan, Robert Gordon, Arnold Harberger, Harry G. Johnson, S. Y. Lee, James Lothian, Robert E. Lucas, David Meiselman, Allan Meltzer, José Scheinkman, Theodore W. Schultz, Anna J. Schwartz, Larry Sjaastad, George J. Stigler, Sven-Ivan Sundqvist, bem como aos participantes do Seminário sobre a Moeda e os Bancos, da Universidade de Chicago.

Agradeço muito também à minha esposa, Rose Director Friedman, que participou de todas as etapas de preparação deste trabalho, assim como à minha secretária Gloria Valentine, por seu desempenho não só acima como também além de suas obrigações normais.

[A tradução é de Ana Beatriz Cerbino, com revisão de João da Silva Maia, do Departamento de Economia da Universidade Federal Fluminense (UFF), e de Antonio de Lima Brito, do Ipea/Instituto de Planejamento Econômico e Social (Inpes). (N. do Ed.)]

## 1 CIÊNCIAS SOCIAIS E NATURAIS

Eu mesmo nunca aceitei este ponto de vista. Acredito que ele reflita um mal-entendido – não tanto com relação ao caráter e às possibilidades da ciência social, mas no que respeita à ciência natural. Em ambas, não há um conhecimento real “exato”, somente hipóteses preliminares que nunca podem ser “provadas”, mas que apenas não podem ser rejeitadas. Hipóteses estas nas quais podemos ter maior ou menor confiança, dependendo de aspectos tais como a amplitude do conhecimento que estas contêm relativamente à sua própria complexidade, às hipóteses alternativas e ao número de ocasiões em que se livraram de uma possível rejeição. Tanto nas ciências sociais quanto nas naturais, o corpo do conhecimento positivo cresce devido à incapacidade de uma hipótese preliminar prever os fenômenos que esta se propõe a explicar, em face dos reparos a esta hipótese, até que alguém sugira uma nova que, de forma mais seleta ou mais simples, incorpore os fenômenos em questão, e assim por diante *ad infinitum*. Em ambas, o experimento às vezes é possível e às vezes não – como ocorre na meteorologia. Em ambas, nenhum experimento é sempre completamente controlado, e a prática frequentemente oferece evidências que são equivalentes a experimentos controlados. Nos dois casos, não há um meio de se ter um sistema fechado e autônomo, nem de se evitar a interação entre o observador e o observado. O teorema de Gödel, em matemática, o princípio da incerteza de Heisenberg, em física, a profecia da autorrealização ou da autoanulação, nas ciências sociais, todos exemplificam estas limitações.

É claro que diferentes ciências lidam com diferentes assuntos, possuem diferentes matérias para analisar – por exemplo, a introspecção é uma fonte de evidência mais importante para a ciência social do que para a ciência natural –, consideram mais úteis diferentes técnicas de análise e alcançam graus diferentes de sucesso em prognosticar os fenômenos que estão estudando. Porém, estas diferenças são tão grandes entre, digamos, a física, a biologia, a medicina e a meteorologia, quanto entre qualquer uma destas e a economia.

Mesmo o difícil problema de separar os juízos de valor dos julgamentos científicos não é exclusivo das ciências sociais. Recordo-me bem de um jantar em uma faculdade da Universidade de Cambridge, ocasião em que eu estava sentado entre um colega economista e R. A. Fisher, o grande estatístico matemático e geneticista. Meu colega contou-me o caso de um aluno que ele orientava em economia do trabalho, o qual, com relação a uma análise sobre a influência dos sindicatos, observou: “Bem, sem dúvida o Sr. X – outro economista de uma diferente corrente política – não concordaria com isto.” Meu colega considerou esta experiência uma terrível acusação à economia, porque ilustrava a impossibilidade de haver uma ciência econômica positiva e livre de valor. Virei-me para Sr. Fisher e perguntei se tal

experiência era realmente exclusiva da ciência social. Sua resposta foi um veemente “não”, e passou a contar uma história após outra sobre como conseguia deduzir com precisão posições em genética a partir de opiniões políticas.

Um dos meus melhores professores, Wesley C. Mitchell, convenceu-me da razão básica por que os *scholars* têm todo o tipo de incentivo para se dedicarem a ciências livres de valor, quaisquer que sejam seus próprios valores e por mais intenso que seja o seu desejo em difundi-los e promovê-los. Para recomendarmos uma linha de ação com vista a se alcançar um objetivo, devemos primeiro saber se esta linha de ação irá, de fato, alcançar tal objetivo. O conhecimento científico positivo que nos capacita a prever as consequências de uma possível linha de ação é claramente um requisito para o julgamento normativo se aquela linha de ação é a desejada. O caminho para o inferno está pavimentado de boas intenções precisamente por causa da desatenção a este aspecto bastante óbvio.

Este ponto é particularmente importante em economia. Muitos países de todo o mundo estão hoje sofrendo uma inflação socialmente destrutiva, um desemprego excepcionalmente elevado, a má utilização dos recursos econômicos e, em alguns casos, a supressão da liberdade humana. Isto não ocorre porque pessoas maldosas tenham procurado deliberadamente alcançar estes resultados, nem por causa das diferenças de valores entre seus cidadãos, mas devido aos julgamentos equivocados quanto às consequências das medidas governamentais: erros que, pelo menos em princípio, podem ser corrigidos pelo progresso da ciência econômica positiva.

Em vez de continuar com essas ideias de forma abstrata – discuto os problemas metodológicos mais profundamente na parte I –, ilustrarei o caráter científico positivo da economia, analisando um problema econômico específico que foi do maior interesse para as ciências econômicas durante todo o período do pós-Guerra, a saber: a relação entre a inflação e o desemprego. Este problema é um exemplo admirável, pois tem sido uma questão política controversa ao longo do período. Mesmo assim, a drástica mudança que vem ocorrendo na visão já aceita entre economistas tem sido produzida principalmente pelo método científico de contradizer experimentalmente uma hipótese preliminarmente aceita – o que vem a ser precisamente o processo clássico de revisão de uma hipótese científica.

Não posso apresentar aqui uma análise exaustiva dos trabalhos que têm sido feitos sobre esse assunto, nem tampouco das evidências que levaram à revisão da hipótese. Poderei apenas analisá-los superficialmente, na esperança de transmitir a essência destes trabalhos e das evidências, bem como indicar os itens mais importantes que requerem uma investigação adicional.

Controvérsias profissionais sobre a relação entre inflação e desemprego têm-se entrelaçado com as controvérsias sobre o papel relativo dos fatores monetário, fiscal e outros que influenciam a demanda agregada. Umas tratam da maneira como uma variação

na demanda agregada nominal, não importa como produzida, mostra seus efeitos por intermédio de mudanças no emprego e no nível de preços; outras tratam dos fatores responsáveis pelas variações na demanda agregada nominal.

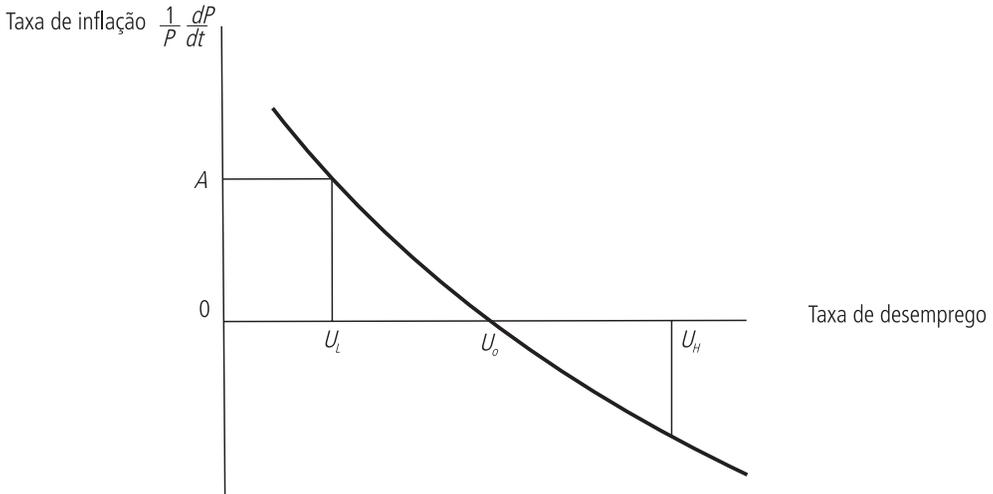
As duas questões estão estreitamente relacionadas. Os efeitos de uma mudança na demanda agregada nominal sobre os níveis de emprego e de preços podem não ser independentes da fonte daquela mudança e, reciprocamente, os efeitos dos fatores monetários, fiscais e outros sobre a demanda agregada nominal podem depender da maneira como reagirem os níveis de emprego e de preços. Uma análise completa terá de tratar dos dois problemas conjuntamente, ainda que haja um considerável grau de independência entre estes. Em uma primeira aproximação, os efeitos sobre os níveis de emprego e de preços podem depender apenas da magnitude da mudança na demanda agregada nominal, não da sua fonte. Em ambos os casos, a opinião profissional hoje é muito diferente do que era logo após a Segunda Guerra Mundial, isto porque a experiência contestou as hipóteses aceitas preliminarmente. Qualquer um dos casos poderia, portanto, servir para ilustrar minha tese principal, razão por que optei por trabalhar com apenas um destes a fim de manter este estudo nos limites razoáveis. Decidi-me pela relação entre inflação e desemprego porque a experiência recente deixa-me menos satisfeito com a adequação dos meus primeiros trabalhos sobre esta relação do que com a dos meus estudos iniciais sobre as forças que produzem mudanças na demanda agregada nominal.

## 2 ESTÁGIO 1: CURVA DE PHILLIPS NEGATIVAMENTE INCLINADA

A análise econômica da relação entre inflação e desemprego atravessou dois estágios desde o fim da Segunda Guerra Mundial e agora está entrando em um terceiro. O primeiro estágio foi a aceitação de uma hipótese, associada ao nome de A. W. Phillips, de que existe uma relação negativa estável entre o nível de desemprego e a taxa de variação dos salários – altos níveis de desemprego sendo acompanhados de quedas nos salários e baixos níveis de desemprego, por elevação nos salários. A variação de salário, por sua vez, estaria ligada à variação de preço, incorporando o incremento secular da produtividade e tratando o excesso de preço sobre o custo do salário como dado por um fator de *markup* aproximadamente constante.

O gráfico 1 ilustra essa hipótese. Neste segui a prática comum de relacionar o desemprego diretamente à mudança de preços, eliminando a etapa intermediária da transformação dos salários em preços.

GRÁFICO 1  
Curva de Phillips simples



De modo geral, esta relação foi interpretada como uma relação causal que possibilitava um *trade-off* estável aos formuladores de política. Eles poderiam escolher como objetivo um baixo desemprego, tal como  $U_L$ . Neste caso, teriam de aceitar uma taxa de inflação  $A$ . Permaneceria o problema de escolher as medidas – monetária, fiscal, talvez outras – que gerassem o nível de demanda agregada nominal necessário para se alcançar  $U_L$ . Porém, se fosse feito, não haveria necessidade de se preocupar em manter aquela combinação de desemprego e inflação. Alternativamente, os formuladores de política poderiam escolher como meta uma taxa de inflação baixa ou mesmo a deflação. Neste caso, teriam de aceitar um nível mais elevado de desemprego:  $U_o$  para inflação zero e  $U_h$  para deflação.

Os economistas, então, trataram de procurar obter, a partir de evidências existentes para diversos países e períodos, a relação representada no gráfico 1, a fim de eliminar o efeito de distúrbios externos, esclarecer a relação entre mudanças nos salários e nos preços, e assim por diante. Além disso, pesquisaram os ganhos e as perdas sociais provenientes da inflação, de um lado, e do desemprego, de outro, a fim de facilitar a escolha do *trade-off* correto.

Infelizmente para essa hipótese, as evidências adicionais não se ajustaram a esta. Estimativas empíricas da relação da curva de Phillips foram insatisfatórias. E, o que é mais importante, a taxa de inflação, que parecia ser consistente com um determinado nível de desemprego, não permanecia fixa: nas circunstâncias do período pós-Segunda Guerra Mundial, quando os governos de todos os países procuravam promover

o “pleno emprego”, a taxa de inflação tendia a aumentar com o decorrer do tempo em todos os países e a variar significativamente entre estes. Observando-se de outra maneira, as taxas de inflação, que haviam sido anteriormente associadas a baixos níveis de desemprego, ocorreram com altos níveis de desemprego. O fenômeno de alta inflação e alto desemprego simultâneos chamou cada vez mais atenção do público e dos economistas, recebendo o desagradável rótulo de “estagflação”. Desde o início, alguns de nós estávamos céticos quanto à validade de uma curva de Phillips estável, mais por questões teóricas do que empíricas. Achávamos que o que importava para o emprego não eram salários<sup>1</sup> em dólares, libras ou coroas, mas salários reais – o que os salários podiam comprar em bens e serviços. Um nível de baixo desemprego poderia, realmente, significar pressão por um salário real mais alto – porém, os salários reais poderiam ser maiores mesmo se os salários nominais fossem menores, desde que os preços baixassem mais ainda. Da mesma forma, um alto nível de desemprego poderia, realmente, significar uma pressão por um salário real menor – mas os salários reais poderiam ser menores, mesmo que os salários nominais aumentassem, desde que os preços aumentassem mais ainda.

Não há necessidade de se supor uma curva de Phillips estável a fim de explicar a aparente tendência de uma aceleração da inflação para reduzir o desemprego. Isto pode ser explicado pelo impacto de mudanças não antecipadas na demanda nominal em mercados caracterizados por contratos – implícitos ou explícitos – de longo prazo envolvendo tanto o capital quanto o trabalho. Os contratos de trabalho de longo prazo podem ser explicados pelo custo de aquisição para os empregadores, de informações sobre os empregados e para os empregados sobre oportunidades alternativas de emprego. Podem ser explicados também pelo capital humano específico que faz que o valor de um empregado, para um empregador em particular, cresça ao longo do tempo e exceda o seu valor para outros empregadores potenciais.

Só as surpresas importam. Se todos previssem que os preços subiriam, digamos, 20% ao ano (a.a.), esta previsão seria incorporada aos futuros contratos salariais – e outros – e assim os salários reais se comportariam precisamente como se ninguém tivesse previsto nenhum aumento de preços, e não haveria razão alguma para que a taxa de 20% de inflação fosse associada a um nível de desemprego diferente do correspondente a uma taxa zero. Uma mudança não antecipada é muito diferente, especialmente na presença de contratos de longo prazo – eles próprios sendo parcialmente o resultado do conhecimento imperfeito, cujo efeito aumentam e difundem por meio do tempo. Contratos de longo prazo significam, primeiro, que

---

1. M. Friedman, What price guideposts? In: G. P. Shultz e R. Z. Aliber (Org.), *Guidelines: informal contracts and the market place*, Chicago, University of Chicago Press, 1966a; M. Friedman, An inflationary recession, *Newsweek*, New York, 17 Oct. 1966b; e M. Friedman, The role of monetary policy, *American Economic Review*, Nashville, n. 58, p. 1-17, Mar. 1968.

não há equilíbrio instantâneo de mercado – como ocorre nos mercados de alimentos perecíveis –, mas apenas um lento ajustamento de preços e quantidades a mudanças na demanda na oferta – como no mercado de aluguel de imóveis; segundo, que os contratos firmados dependem não apenas dos preços correntes observáveis, mas também dos preços que se espera que prevaleçam durante a vigência do contrato.

### 3 ESTÁGIO 2: A HIPÓTESE DA TAXA NATURAL

Seguindo esse raciocínio, nós – em particular, E. E. S. Phelps e eu<sup>2</sup> – desenvolvemos uma hipótese alternativa que faz distinção entre os efeitos de curto e longo prazo de mudanças não antecipadas na demanda agregada nominal. Parta-se de alguma posição inicial estável e suponha-se, por exemplo, uma aceleração não antecipada da demanda agregada nominal. Isto será visto por cada um dos produtores como uma demanda favorável e inesperada de seus produtos. Em um ambiente no qual estão sempre ocorrendo mudanças na demanda relativa de diferentes bens, o produtor não saberá se esta mudança lhe é específica ou não. Será racional que ele a interprete como pelo menos parcialmente específica e responda-a procurando produzir mais para vender pelo que agora ele percebe ser um preço de mercado maior que o esperado para uma produção futura. Ele estará disposto a pagar um salário nominal maior do que estaria antes, para atrair trabalhadores adicionais. O salário real que importa para ele é o salário em termos do preço do seu produto e ele percebe que este preço está maior que antes. Um salário nominal mais alto pode, desse modo, significar um salário real mais baixo conforme percebido por ele.

Para os trabalhadores a situação é diferente: o que importa é o poder de compra dos salários, não sobre o bem específico que produzem, mas sobre todos os bens em geral. Tanto eles quanto seus empregadores tendem a ajustar mais vagorosamente seu conhecimento dos preços em geral – porque é mais difícil obter informações a este respeito – do que o do preço do bem específico que produzem. Consequentemente, um aumento dos salários nominais pode ser interpretado pelos trabalhadores como um aumento dos salários reais e, por este motivo, suscitar um incremento na oferta de trabalho, ao mesmo tempo em que é interpretado pelos empregadores como uma queda nos salários reais, provocando, assim, um incremento na oferta de emprego. Expressos em termos da média de preços futuros previstos, os salários reais estão mais baixos, enquanto em termos de preços médios futuros previstos, os salários reais estão mais altos.

---

2. M. Friedman, 1968; E. E. S. Phelps, Phillips curve, expectations of inflation and optimal unemployment over time, *Economica*, Londres, 34, p. 254-281, Aug. 1967; e E. E. S. Phelps, Money wage dynamics and labour market equilibrium, In: E. S. Phelps (Org.), *Microeconomic foundations of employment and inflation theory*, New York, Norton, 1970.

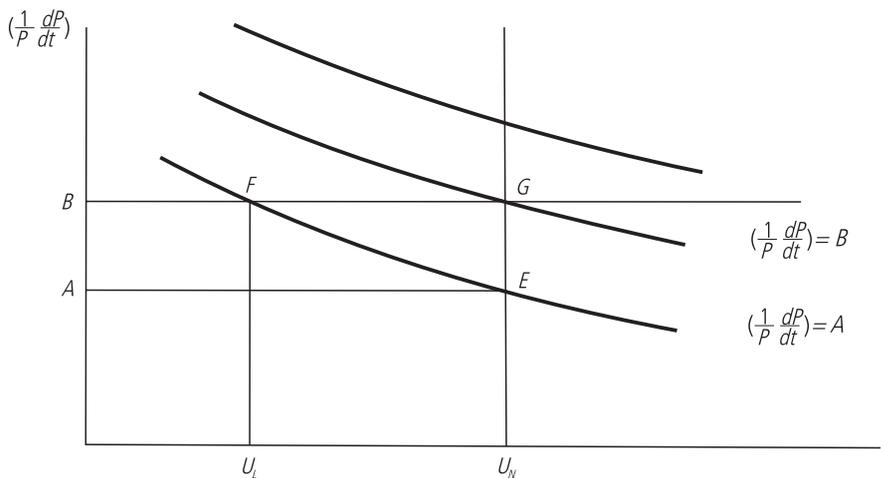
Porém, essa situação é temporária: basta que a taxa de crescimento da demanda agregada nominal e dos preços continue maior para que as expectativas se ajustem à realidade. Quando isto ocorrer, o efeito inicial desaparecerá, podendo mesmo se inverter durante algum tempo, porque trabalhadores e empregadores se encontram imobilizados por contratos inadequados. Finalmente, o nível de emprego voltará ao que era antes da suposta aceleração não antecipada na demanda agregada nominal.

Essa hipótese alternativa está representada no gráfico 2. Cada curva negativamente inclinada é uma curva de Phillips, como a apresentada no gráfico 1, exceto esta que é traçada para uma determinada taxa de inflação prevista ou esperada, definida como a taxa média esperada de mudança de preços, e *não* como a média das taxas esperadas de mudança individual de preço – a ordem das curvas seria inversa para o segundo conceito. Parta-se do ponto *E* e suponha-se que a taxa de inflação se desloque, por qualquer razão, de *A* para *B*, e aí permaneça. O desemprego inicialmente declinaria para  $U_L$  no ponto *F*, movendo-se ao longo da curva determinada por uma taxa de inflação  $U_L$  prevista  $\left(\frac{1}{p} \frac{dp}{dt}\right)$  de *A*. À medida que as expectativas se ajustam, a curva de curto prazo se deslocaria para cima, até a curva definida por uma taxa de inflação esperada de *B*. Ao mesmo tempo, o desemprego se deslocaria gradualmente de *F* para *G* – para uma discussão mais completa, ver 5.

## GRÁFICO 2

### Curva de Phillips ajustada às expectativas

Taxa de inflação



Essa análise é, sem dúvida, extremamente simplificada. Supõe uma única mudança não prevista, quando na realidade existe um fluxo contínuo de mudanças não previstas;

não lida explicitamente com defasagens ou com previsões exageradas,<sup>3</sup> nem com o processo de formação das previsões. Mas esta esclarece os pontos-chave: o que importa não é a inflação *per se*, mas a inflação não prevista; não há um *trade-off* estável entre inflação e desemprego, mas uma *taxa natural de desemprego* ( $U_N$ ), que é consistente com as forças reais e com as previsões corretas; o desemprego só pode ser mantido abaixo deste nível, com uma aceleração da inflação, ou acima deste, por uma aceleração da deflação.

A *taxa natural de desemprego*, um termo que introduzi como análogo à *taxa natural de juros* de Knut Wicksell, não é uma constante numérica, mas se apoia em fatores “reais” em oposição aos monetários: a eficácia do mercado de trabalho; o nível de competição ou de monopólio; os obstáculos ou incentivos ao trabalho em várias ocupações; e assim por diante.

A taxa natural de desemprego, por exemplo, vem claramente crescendo nos Estados Unidos por duas razões principais. Em primeiro lugar, as mulheres, os adolescentes e os trabalhadores de meio período vêm se constituindo em uma crescente fração da força de trabalho. Estes grupos são mais instáveis nos empregos do que outros trabalhadores, entrando e saindo do mercado de trabalho, trocando mais frequentemente de emprego. Como consequência, a taxa média de desemprego tende a ser mais elevada entre eles. Em segundo lugar, o seguro-desemprego e outras formas de assistência aos desempregados tornaram-se acessíveis a um maior número de categorias de trabalhadores e mais generosos no que se refere à duração e ao valor. Os trabalhadores que perderam seus empregos sentem-se pressionados para procurar outros, tendendo a aguardar mais, na esperança mais seletivos diante das alternativas com que se depararem. Além do mais, o seguro-desemprego torna mais atraente ingressar na força de trabalho e pode, por si mesmo, ter estimulado o crescimento que ocorreu no percentual da força de trabalho, bem como a alteração de sua composição.

Os determinantes da taxa natural de desemprego merecem uma análise mais completa tanto nos Estados Unidos como em outros países. Isto ocorre com o significado das cifras de desemprego registradas e com a relação entre estas e a taxa natural. Todas estas questões são da máxima importância para a política pública, mas extravasam, contudo, este meu limitado propósito.

A conexão entre o nível de emprego e o nível de eficiência ou produtividade de uma economia é outro tema de fundamental importância para a política pública, mas também extravasa meu presente objetivo. Há uma tendência a se considerar um alto nível de desemprego registrado uma evidência do uso ineficiente dos recursos, e vice-versa. Este ponto de vista constitui um erro grave. Um baixo nível de desemprego pode ser sinal de uma economia artificial que está usando seus recursos de modo ineficiente e induzindo os trabalhadores a sacrificarem o lazer por bens que eles valorizam menos que o lazer, ante a crença equivocada de que seus salários reais são maiores do que demonstram ser.

---

3. [No original, em inglês, *overshooting* (N. do T.)]

Da mesma forma, uma baixa taxa natural de desemprego pode refletir arranjos institucionais que inibem mudanças. Uma economia rígida, altamente estática, pode proporcionar um lugar fixo para todos, ao passo que uma economia dinâmica, altamente progressiva, que oferece oportunidades sempre cambiantes e estimula a flexibilidade, pode ter uma alta taxa natural de desemprego. Para ilustrar como a mesma taxa pode corresponder a condições muito diferentes, tanto o Japão como o Reino Unido tiveram taxas médias baixas de desemprego de, digamos, 1950 até 1970; porém, no primeiro país ocorreu um crescimento acelerado e no segundo, uma estagnação.

A hipótese da “taxa natural” ou do “aceleracionismo” ou da “curva de Phillips ajustada às expectativas” – como tem sido diferentemente denominada – é hoje geralmente aceita pelos economistas, mas de modo algum universalmente. Alguns ainda se prendem à curva de Phillips original; um número maior reconhece a diferença entre as curvas de curto e longo prazo, mas considera mesmo a curva de longo prazo, negativamente inclinada, embora mais vertical que as de curto prazo; alguns substituem uma relação estável entre inflação e desemprego por uma relação estável entre a aceleração da inflação e do desemprego – conscientes, mas não preocupados, com a possibilidade de que a mesma lógica que os levou para uma derivada segunda os levará também para derivadas superiores.

Muitas das atuais pesquisas econômicas são dedicadas à exploração dos vários aspectos deste segundo estágio – a dinâmica do processo, a formação das expectativas e o tipo de política sistemática, caso exista algum que possa ter um efeito previsível sobre magnitudes reais. Podemos esperar um rápido progresso destes tópicos. Uma menção especial deve ser feita ao trabalho sobre as “expectativas racionais”, especialmente as produtivas contribuições de John Muth, Robert Lucas e Thomas Sargent.<sup>4</sup>

## 4 ESTÁGIO 3: UMA CURVA DE PHILLIPS POSITIVAMENTE INCLINADA?

Embora o segundo estágio esteja longe de ter sido completamente explorado, muito menos inteiramente absorvido pela literatura econômica, o curso dos acontecimentos já está produzindo um movimento em direção a um terceiro estágio. Nos últimos anos, uma inflação maior tem sido sempre acompanhada por índices mais altos, e não mais baixos, de desemprego, especialmente no caso de períodos muito extensos. Uma curva de Phillips empírica, simples, para tais períodos aparenta ser positivamente inclinada, e não vertical.

---

4. Robert J. Gordon, Recent developments in the theory of inflation and unemployment, *Journal of Monetary Economics*, Amsterdam, v. 2, n. 2, p. 185-219, Apr. 1976.

O terceiro estágio visa acomodar este fenômeno empírico aparente. Para tanto, suspeito que este terá de incluir na análise a interdependência entre a experiência econômica e o desenvolvimento político. Terá de tratar ao menos alguns fenômenos políticos não como variáveis independentes – como variáveis exógenas em jargão econométrico –, mas estes mesmos determinados pelos eventos econômicos – como variáveis endógenas.<sup>5</sup> O segundo estágio foi fortemente influenciado por dois importantes desenvolvimentos da teoria econômica das últimas décadas – um, a análise da informação imperfeita e do custo de aquisição da informação, em que George Stigler foi o pioneiro; o outro, o papel do capital humano na determinação da forma dos contratos de trabalho, iniciado por Gary Becker. O terceiro estágio será, acredito, fortemente influenciado por um terceiro desenvolvimento importante – a aplicação da análise econômica ao comportamento político, um campo no qual o trabalho pioneiro tem sido também feito por Stigler e Becker, bem como por Kenneth Arrow, Duncan Black, Anthony Downs, James Buchanan, Gordon Tullock e outros.

A aparente relação positiva entre inflação e desemprego tem sido fonte de grande preocupação para os formuladores da política governamental. Cito aqui um trecho de um recente discurso do primeiro-ministro da Grã-Bretanha, Callaghan:

Nós costumávamos pensar que se poderia sair de uma recessão e aumentar o nível de emprego cortando taxas e elevando os gastos governamentais. Devo dizer-lhes, com toda franqueza, que esta opção já não existe – e se ela existiu, funcionou somente pela (...) injeção de maiores doses de inflação na economia, seguidas por níveis maiores de desemprego como o próximo passo (...) Esta é a história dos últimos 20 anos.<sup>6</sup>

O mesmo ponto de vista está expresso em um documento do governo canadense: “Uma inflação contínua, particularmente na América do Norte, tem sido acompanhada por um aumento nas taxas de desemprego observadas”<sup>7</sup>

Essas afirmações são notáveis, já que vão diretamente contra as políticas adotadas por quase todos os governos ocidentais ao longo do período pós-Guerra.

## 4.1 Algumas evidências

Uma evidência mais sistemática das duas últimas décadas é dada na tabela 1 e nos gráficos 3 e 4, que mostram as taxas de inflação e desemprego em sete países industrializados nas últimas duas décadas. De acordo com as médias quinzenais da tabela 1, a

---

5. Robert J. Gordon, The demand and supply of inflation, *Journal of Law and Economics*, Chicago, v. 18, n. 3, p. 807-836, Dec. 1975.

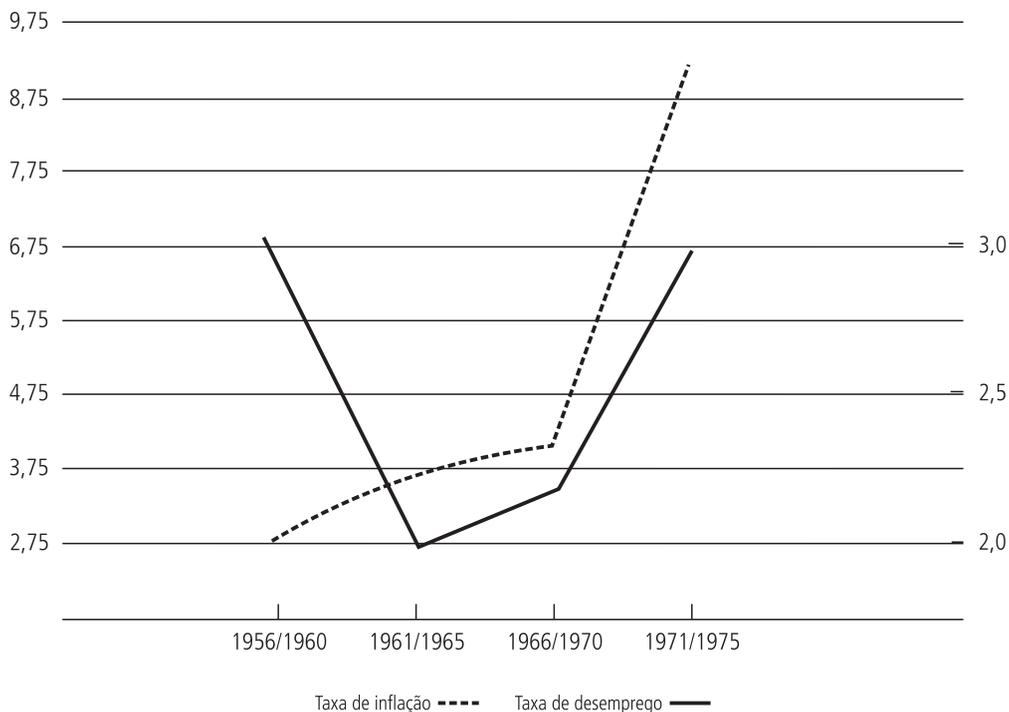
6. Discurso na Conferência do Partido Trabalhista, 28 set. 1976.

7. *The way ahead: a framework for discussion*, governo do Canadá, Ottawa, Oct. 1976.

taxa de inflação e o nível de desemprego moveram-se em direções opostas – o resultado esperado de uma curva de Phillips simples – em cinco dos sete países entre os dois primeiros quinquênios (1956-1960, 1961-1965); em apenas quatro dos sete países, entre o segundo e o terceiro quinquênios (1961-1965, 1966-1970); e somente em um dos sete países, entre os dois últimos quinquênios (1966-1970, 1970-1975). E mesmo a única exceção (a Itália) não é uma verdadeira exceção. Na realidade, o desemprego foi ligeiramente mais baixo de 1971 a 1975 do que nos cinco anos anteriores, apesar da taxa de inflação ter mais que triplicado. Entretanto, desde 1973, tanto a inflação quanto o desemprego cresceram incisivamente.

### GRÁFICO 3

**Taxas de desemprego e inflação, por quinquênio – média não ponderada para sete países – 1950-1975**



As médias para todos os sete países, representados no gráfico 3, demonstram ainda mais claramente a mudança de uma curva de Phillips negativamente inclinada para uma positivamente inclinada. As duas curvas se movem em direções opostas entre os dois primeiros quinquênios e na mesma direção daí por diante.

TABELA 1  
**Inflação e desemprego em sete países – valores médios para quinquênios sucessivos  
 – 1956-1975**

	França		Alemanha		Itália		Japão		Suécia		Reino Unido		Estados Unidos		Média não ponderada	
	DP	U	DP	U	DP	U	DP	U	DP	U	DP	U	DP	U	DP	U
1956-1960	5.6	1.1	1.8	2.9	1.9	6.7	1.9	1.4	3.7	1.9	2.6	1.5	2.0	5.2	2.8	3.0
1961-1965	3.7	1.2	2.8	0.7	4.9	3.1	6.2	0.9	3.6	1.2	3.5	1.6	1.3	5.5	3.7	2.0
1966-1970	4.4	1.7	2.4	1.2	3.0	3.5	5.4	1.1	4.6	1.6	4.6	2.1	4.2	3.9	4.1	2.2
1971-1975	8.8	2.5	6.1	2.1	11.3	3.3	11.4	1.4	7.9	1.8	13.0	3.2	6.7	6.1	9.3	2.9

*DP* = Taxa de variação dos preços, porcentagem por ano

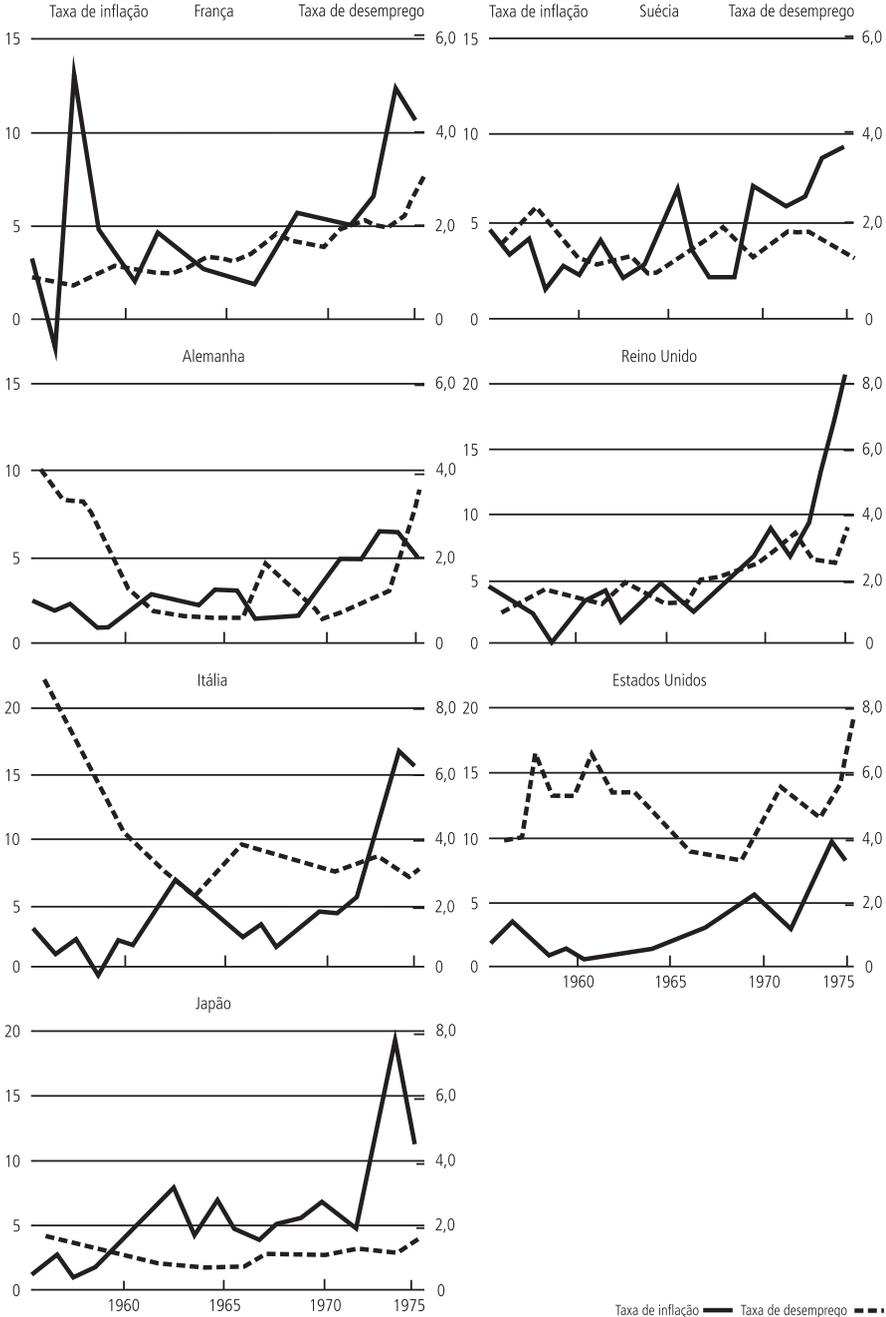
*U* = Desemprego, porcentagem da força de trabalho

Obs.: *DP* é a taxa geométrica anual de variação dos preços aos consumidores, calculada para os seguintes quinquênios: 1955 a 1960, 1960 a 1965, 1965 a 1970 e 1970 a 1975. *U* é o desemprego médio dos anos indicados na tabela. Em consequência, *DP* está defasado meio ano em relação a *U*.

Os dados anuais no gráfico 4 revelam uma história similar, embora mais confusa. Nos primeiros anos, há uma ampla variação na relação entre preços e desemprego, variando de basicamente nenhuma relação, como na Itália, para uma relação negativa razoavelmente nítida, ano a ano, como no Reino Unido e nos Estados Unidos. Nos anos recentes, entretanto, a França, os Estados Unidos, o Reino Unido, a Alemanha e o Japão mostram uma clara elevação tanto na inflação como no desemprego – embora, para o Japão, a elevação no desemprego seja muito menor relativamente à elevação da inflação que nos outros países, refletindo o significado diverso do desemprego no ambiente institucional diferente do Japão. Somente a Suécia e a Itália fogem ao padrão geral.

GRÁFICO 4

Inflação e desemprego em sete países, anualmente – 1956-1975



Sem dúvida, esses dados são, no máximo, sugestivos. Realmente, não temos sete conjuntos de dados independentes. Há efeitos de fatores internacionais comuns a todos os países, de maneira que, multiplicando o número de países, não se multiplica proporcionalmente a quantidade de evidências. Particularmente, a crise do petróleo atingiu todos os sete países ao mesmo tempo. Qualquer que tenha sido o efeito da crise sobre a taxa de inflação, este perturbou diretamente o processo produtivo e contribuiu para aumentar o desemprego. Tais aumentos dificilmente podem ser atribuídos à aceleração da inflação que os acompanhou; no máximo ambos poderiam ser considerados, pelo menos parcialmente, o resultado comum de uma terceira influência.<sup>8</sup>

Tanto os dados quinquenais quanto os anuais mostram que a crise do petróleo não pode explicar completamente o fenômeno tão claramente descrito pelo Sr. Callaghan. Mesmo antes da quadruplicação dos preços do petróleo em 1973, a maioria dos países mostra uma associação claramente nítida entre uma crescente inflação e um crescente desemprego. No entanto, isto também pode refletir forças independentes, em vez de uma influência da inflação sobre o desemprego. Por exemplo, as mesmas forças que vêm elevando a taxa natural de desemprego nos Estados Unidos podem estar operando em outros países e podem explicar a tendência crescente ao desemprego nestes, independentemente das consequências da inflação.

A despeito dessas qualificações, os dados sugerem fortemente que pelo menos em alguns países, entre os quais a Grã-Bretanha, o Canadá e a Itália podem ser os melhores exemplos, inflação e desemprego crescentes têm-se reforçado mutuamente, em vez de se constituírem de efeitos separados de causas distintas. Os dados não são incompatíveis com a constatação inequívoca de que, em todos os países industrializados, altas taxas de inflação têm alguns efeitos que, pelo menos durante algum tempo, contribuem para um maior desemprego. O restante deste ensaio é dedicado a uma exploração preliminar do que possam ser alguns destes efeitos.

## 4.2 Uma hipótese preliminar

Eu acho que uma elaboração modesta da hipótese da taxa natural é tudo que é necessário para explicar uma relação positiva entre inflação e desemprego, embora, sem dúvida, tal relação positiva possa ocorrer também por outras razões. Assim como a hipótese da taxa natural explica uma curva de Phillips negativamente inclinada em períodos curtos como um fenômeno temporário, que desaparecerá quando os agentes econômicos ajustarem suas expectativas à realidade, do mesmo modo, uma curva de Phillips positivamente inclinada, em períodos

---

8. Robert J. Gordon, *op. cit.*

um pouco mais longos, poderá ocorrer como um fenômeno de transição que desaparecerá assim que os agentes econômicos ajustarem, não somente suas expectativas, mas também seus aspectos institucionais e políticos a uma nova realidade. Quando isto é alcançado, eu acredito que – como a hipótese da taxa natural sugere – a taxa de desemprego será bastante independente da taxa média de inflação, embora a eficiência na utilização dos recursos possa não sê-lo. Uma inflação alta não significa necessariamente um desemprego excepcionalmente elevado ou excepcionalmente baixo. Contudo, os políticos e institucionais que a acompanham, seja como resíduo da história anterior, seja como produto da inflação em si, tenderão a se contrapor ao uso mais produtivo dos recursos empregados – um caso especial da separação entre o nível de emprego e a produtividade da economia, a que antes se fez referência.

Parece-me que esta concepção é compatível com a experiência de muitos países da América Latina que tiveram de se ajustar a taxas de inflação cronicamente altas – experiência que tem sido analisada com muito discernimento por alguns colegas, particularmente Arnold Harberger e Larry Sjaastad.<sup>9</sup>

Na versão da hipótese da taxa natural resumida no gráfico 2, a curva vertical se refere a taxas alternativas de inflação plenamente antecipadas. Qualquer que seja esta taxa (negativa, nula ou positiva), esta poderá ser incorporada a todas as decisões, se plenamente antecipada. Em uma inflação prevista de 20% a.a., por exemplo, os contratos salariais de longo prazo estabeleceriam para cada ano um salário que aumentaria, em relação ao salário correspondente a zero de inflação, apenas 20% a.a.; os empréstimos a longo prazo teriam uma taxa de juros de 20% superior à situação correspondente à taxa nula de inflação ou um principal que aumentaria 20% a.a., e assim por diante; resumindo, o equivalente a uma completa indexação de todos os contratos. A alta taxa de inflação teria alguns efeitos reais ao modificar, por exemplo, os encaixes desejados, mas esta não precisa alterar a eficiência do mercado de trabalho, ou a duração ou os termos dos contratos de trabalho e, portanto, não precisa mudar a taxa natural de desemprego.

Essa análise supõe implicitamente, primeiro, que a inflação é estável ou, no mínimo, que não é mais variável a uma taxa alta do que a uma baixa – de outra maneira, é improvável que a inflação pudesse ser totalmente antecipada, seja com taxas altas, seja com baixas; segundo, que a inflação é, ou pode ser, não restritiva, se todos os preços são livres para se ajustarem à taxa mais alta, de modo que os ajustes dos preços relativos são os mesmos com uma inflação de 20% ou zero; terceiro, na verdade, a inflação é uma variante do segundo ponto, em que não há obstáculos à indexação dos contratos.

---

9. Arnold C. Harberger, *The inflation problem in Latin America*. Documento preparado para o Encontro do Inter-American Committee of the Alliance for Progress, realizado em Buenos Aires, em março de 1976. Publicado em espanhol com o título *El problema de la inflación en América Latina*, pelo Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, *Boletín Mensual*, p. 253-269, jun. 1966 e republicado pelo Economic Development Institute, *Trabajos sobre desarrollo económico*. Washington, IBRD, 1967.

Finalmente, se uma inflação com uma taxa média de 20% a.a. prevalecesse por muitas décadas, estas condições estariam bem perto de ser encontradas, razão pela qual estou inclinado a manter vertical a curva de Phillips de muito longo prazo. Porém, se um país parte inicialmente em direção a altas taxas de inflação, afastar-se-á sistematicamente destas condições, e um período de transição como este poderá se estender por décadas.

Consideremos os Estados Unidos e o Reino Unido, em particular. Durante os dois séculos anteriores à Segunda Guerra Mundial no caso do Reino Unido e um século e meio no caso dos Estados Unidos, os preços variaram em torno de um nível aproximadamente constante, mostrando aumentos substanciais no período de guerra e declinando no pós-Guerra para níveis aproximados dos anteriores a esta. O conceito de um nível “normal” de preços foi profundamente incorporado pelas instituições financeiras e outras de ambos os países e nos hábitos e atitudes de seus cidadãos.

No período que se seguiu à Segunda Guerra, a repetição desta experiência foi amplamente esperada. O fato foi que a inflação do pós-Guerra se superpôs à do período de guerra, embora a expectativa, tanto nos Estados Unidos quanto no Reino Unido, fosse de deflação. Foi necessário muito tempo para que o medo da deflação no pós-Guerra se dissipasse – se é que isto aconteceu – e um período ainda maior antes que as expectativas começassem a se ajustar à mudança fundamental verificada no sistema monetário. Este ajustamento ainda está longe de se concluir.<sup>10</sup>

Na verdade, não sabemos em que consistirá o ajuste quando estiver concluído. Não podemos saber agora se os países industrializados retornarão ao padrão do período anterior à Segunda Guerra, de um nível de preços estável a longo prazo, ou se irão na direção do modelo latino-americano, de taxas de inflação cronicamente altas – com um ocasional surto agudo de super ou hiperinflação, como ocorreu recentemente no Chile e na Argentina –,<sup>11</sup> ou irão sofrer mudanças políticas e econômicas mais radicais, conduzindo a uma outra solução para a ambígua situação atual.

Esta incerteza – ou, mais precisamente, as circunstâncias que a produzem – leva a distanciamentos sistemáticos das condições requeridas para uma curva vertical de Phillips.

A divergência mais importante consiste no fato de que não é provável que uma alta taxa de inflação seja estável durante as décadas de transição. Ao contrário, quanto maior a taxa, mais variável esta tende a ser. Isto tem sido comprovado empiricamente

---

10. Benjamin Klein, Our new monetary standard: the measurement and effects of price uncertainty, 1880-1973, *Economic Inquiry*, Los Angeles, v. 13, n. 4, p. 461-483, Dec. 1975.

11. Arnold C. Harberger, Inflation, *The great ideas today*, 1976. Chicago, Encyclopaedia Britannica, Inc., 1976a.

nas diferentes experiências de diversos países nas últimas décadas.<sup>12</sup> É também bastante plausível no plano teórico – tanto para a inflação observada como, até de forma mais clara, para a inflação prevista pelos agentes econômicos. Os governos não têm gerado uma inflação alta como política deliberada, e sim em consequência de outras políticas – em particular, as de pleno emprego e de bem-estar, que aumentam o gasto público. Todos estes proclamam sua adesão à meta de preços estáveis. Fazem isto em resposta a seus eleitores, que podem receber bem muitos dos efeitos secundários da inflação, mas ainda estão ligados à noção de moeda estável. Uma explosão inflacionária gera uma forte pressão para contê-la. A política econômica vai de uma direção para outra, encorajando uma ampla variação na taxa efetiva e esperada de inflação. E, é claro, em tais circunstâncias, ninguém tem previsões uniformes. Todos reconhecem que há uma grande incerteza sobre o que acontecerá com a inflação efetiva em qualquer espaço futuro de tempo específico.<sup>13</sup>

A tendência de uma taxa média de inflação alta vir a ser fortemente variável é reforçada pela influência que esta exerce sobre a coesão política de um país, em que medidas institucionais e contratos financeiros têm sido ajustados para um nível de preços “normal” de longo prazo. Alguns grupos ganham – por exemplo, os proprietários de imóveis – e outros perdem – a exemplo dos poupadores e investidores com renda fixa. O comportamento “prudente” torna-se de fato “imprudente”, e o comportamento “imprudente” torna-se de fato “prudente”. A sociedade torna-se polarizada, um grupo é colocado contra o outro, a inquietação política aumenta e a capacidade de qualquer governo governar se reduz, ao mesmo tempo em que aumenta a pressão, exigindo uma ação enérgica.

Uma maior variabilidade da inflação efetiva ou esperada pode elevar a taxa natural de desemprego de duas maneiras bem diferentes.

Primeiro, maior volatilidade reduz a duração ótima dos contratos desindexados e torna a indexação mais vantajosa.<sup>14</sup> Porém, o ajuste requer tempo e, enquanto isso, os contratos anteriores introduzem rigidez que reduz a eficácia dos mercados. É como se fosse somado um elemento adicional de incerteza a todos os acordos de mercado. Além disso, a indexação é, quando muito, um substituto imperfeito para a estabilidade da taxa

---

12. Dwight Jaffe e Ephraim Kleiman, *The welfare implications of uneven inflation*, Texto para Discussão, n. 50, apresentado no Institute for International Economic Studies, University of Stockholm, Nov. 1975; e Dennis E. Logue e Thomas D. Willett, A note on the relation between the rate and variability of inflation, *Economica*, Londres, v. 43, n. 170, p. 151-158, May 1976.

13. Dwight Jaffe e Ephraim Kleiman, *op. cit.*; e David Meiselman, Capital formation, monetary and financial adjustments, Proceedings, In: NATIONAL CONFERENCE OF TAX FOUNDATION, 27., Washington, 1976.

14. Jo Anna Gray, *Essays on wage indexation*, Tese (PhD), University of Chicago, Chicago, 1976, Mimeografado.

de inflação. Os índices de preços são imperfeitos, só estão disponíveis com atraso e geralmente se aplicam a termos de contratos somente com um atraso adicional.

Esses fatos reduzem claramente a eficiência econômica, embora seja menos clara a influência destes sobre o desemprego registrado. Médias elevadas de estoques de todos os tipos são uma das formas de opor-se ao aumento da rigidez e da incerteza. Mas isto pode significar a manutenção de mão de obra ociosa por parte das empresas e um baixo nível de desemprego, ou um maior contingente de trabalhadores trocando de emprego, gerando assim um desemprego elevado. Contratos mais curtos podem significar um ajustamento mais rápido do emprego às novas condições e, portanto, um baixo nível de desemprego, ou a demora no acerto da duração dos contratos pode levar a ajustamentos menos satisfatórios e, conseqüentemente, a um alto nível de desemprego. Evidentemente, é necessária muita pesquisa adicional nesta área para esclarecer a importância relativa dos vários efeitos. Quase tudo que podemos afirmar agora é que o ajuste lento dos contratos e as imperfeições da indexação podem contribuir para o aumento verificado no desemprego.

Uma segunda consequência da intensa volatilidade da inflação é tornar os preços de mercado um sistema menos eficiente na coordenação da atividade econômica. Uma função fundamental de um sistema de preços, como Hayek<sup>15</sup> enfatizou tão brilhantemente, é transmitir de forma completa, eficiente e a um baixo custo as informações de que os agentes econômicos necessitam para decidir o que e como produzir, ou como empregar recursos próprios. A informação relevante é sobre preços *relativos* – de um produto em relação a outro; de serviços de um fator de produção em relação a outro; de produtos em relação aos serviços dos fatores; e de preços atuais em relação aos futuros. Porém, na prática, a informação se transmite na forma de preços *absolutos*, seja em dólar, em libra ou em coroa. Se o nível de preços encontrasse em média estável ou mudando a uma taxa constante, é relativamente fácil extrair o sinal acerca dos preços relativos a partir dos preços absolutos observados. Quanto mais volátil for a taxa geral de inflação, mais difícil se torna extrair informações sobre os preços relativos a partir dos absolutos: a transmissão dos relativos comporta-se como se sofresse a interferência de ruídos provenientes da transmissão da inflação.<sup>16</sup> No final, o sistema de preços absolutos torna-se quase inútil, e os agentes econômicos se dirigem ou para uma moeda alternativa ou para a troca de mercadorias, com efeitos desastrosos para a produtividade.

---

15. F. A. Hayek, The use of knowledge in society, *American Economic Review*, Nashville, n. 35, p. 519-530, Sept. 1945.

16. Robert E. Lucas, Some international evidence on output-inflation tradeoffs, *American Economic Review*, Nashville, v. 63, n. 3, p. 326-334, June 1973; Robert E. Lucas, An equilibrium model of the business cycle, *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 83, n. 6, p. 113-144, Dec. 1975; e Arnold C. Harberger, 1976a.

Mais uma vez, o efeito sobre a eficiência econômica é claro e o exercido sobre o desemprego, nem tanto. Porém, novamente parece plausível que o nível médio de desemprego poderia ser elevado pelo aumento da quantidade de ruído nos sinais de mercado, pelo menos durante o período em que os arranjos institucionais não estivessem ainda adaptados à nova situação.

Os efeitos da maior volatilidade da inflação ocorreriam mesmo se os preços estivessem legalmente livres para se ajustar, isto se neste sentido a inflação fosse não restritiva. Na prática, os efeitos perturbadores da incerteza, a rigidez dos contratos voluntários de longo prazo e a contaminação dos sinais dos preços serão quase que certamente reforçados por restrições legais às mudanças de preços. No mundo moderno, os próprios governos são produtores de serviços vendidos no mercado: de serviços postais a uma ampla série de outros itens. Outros preços são regulados pelo governo e necessitam de sua aprovação para mudarem: desde as tarifas aéreas, as de táxis e as de eletricidade. Nestes casos, os governos não podem evitar serem envolvidos no processo de fixação de preços. Além disso, as forças sociais e políticas liberadas pelas taxas voláteis da inflação levarão os governos a tentar reprimir a inflação também em outras áreas, seja mediante o controle explícito de preços e salários, pressionando as empresas privadas ou os sindicatos para que “voluntariamente” se restrinjam, seja especulando com divisas estrangeiras para alterar a taxa de câmbio.

Os detalhes variarão de tempos em tempos e de país para país, mas o resultado geral é o mesmo: redução na capacidade do sistema de preços de guiar a atividade econômica; distorções dos preços relativos, provocadas pela introdução de maior fricção, por assim dizer, em todos os mercados; e muito provavelmente o registro de uma taxa de desemprego maior.<sup>17</sup>

As forças que acabo de descrever podem tornar o sistema político e econômico dinamicamente instável e produzir uma hiperinflação e uma mudança política radical, como em muitos países derrotados após a Primeira Guerra Mundial, ou no Chile e na Argentina mais recentemente. Alternativamente, antes que qualquer uma destas catástrofes ocorra, podem ser adotadas políticas que alcançarão uma taxa de inflação relativamente baixa e estável, levando ao desmantelamento de muitas das interferências no sistema de preços. Isto reestabeleceria as precondições para a aplicação direta da hipótese da taxa natural, permitindo o seu uso para prever o rumo da transição.

Uma possibilidade intermediária seria que o sistema alcançasse estabilidade com uma taxa média de inflação mais ou menos constante, ainda que elevada. Neste caso, o desemprego deveria também se fixar em um nível mais ou menos constante, significativamente menor que o existente durante a transição. Conforme enfatizado na argumen-

tação anterior, o *aumento* da volatilidade e o *aumento* da intervenção governamental no sistema de preços são as principais forças que tenderão a aumentar o desemprego, e não uma *alta* volatilidade ou um *alto* nível de intervenção.

Formas de enfrentar tanto a volatilidade quanto a intervenção serão desenvolvidas, seja por meio da indexação e de acordos similares para enfrentar a referida volatilidade da inflação, seja via desenvolvimento de meios indiretos para alterar preços e salários, objetivando evitar o controle governamental.

Nessas circunstâncias, a curva de Phillips de longo prazo seria novamente vertical e voltaríamos à hipótese da taxa natural, embora talvez para uma série de taxas de inflação diferente daquela para a qual esta foi inicialmente sugerida.

Uma vez que o fenômeno a ser explicado é a coexistência de alta inflação e alto desemprego, acentuei o efeito de mudanças institucionais produzidas pela transição de um sistema monetário, no qual existia um nível “normal” de preços, para um sistema monetário compatível com períodos prolongados de inflação elevada e, possivelmente, altamente variável. Deve ser notado que, uma vez realizadas estas mudanças institucionais e uma vez que os agentes econômicos tenham ajustado suas práticas e expectativas a estas, o retorno ao quadro monetário anterior, ou mesmo a adoção, no novo quadro monetário, de uma vitoriosa política de baixa inflação irá demandar, por sua vez, novos ajustes, e estes poderiam ter muitos dos mesmos efeitos adversos de transição sobre o nível de emprego. Surgiria uma curva de Phillips negativamente inclinada a médio prazo, em vez da positivamente inclinada que tentei desenvolver.

## 5 CONCLUSÃO

Uma das consequências da revolução keynesiana dos anos 1930 foi a aceitação de um nível salarial absoluto rígido e de um nível absoluto de preços quase rígido como ponto de partida para a análise de mudanças econômicas de curto prazo. Postulou-se que estes dados eram essencialmente institucionais e como tal foram considerados pelos agentes econômicos, de modo que as variações na demanda agregada nominal refletir-se-iam quase inteiramente na produção e quase nada nos preços. A antiga confusão entre preços absolutos e preços relativos ganhou uma nova dimensão.

Nessa atmosfera intelectual era compreensível que os economistas analisassem a relação entre o desemprego e os salários *nominais*, em vez dos reais, e aceitassem implicitamente mudanças nos salários *nominais* esperados como iguais a mudanças nos salários *reais* esperados. Além disso, a evidência empírica que inicialmente sugeria uma relação estável entre o nível de desemprego e a taxa de variação dos salários nominais foi obtida de um período em que, apesar das

profundas flutuações dos preços no curto prazo, havia um nível de preços relativamente estável no longo prazo e se compartilhava geralmente a expectativa de continuação da estabilidade. Em consequência, estes dados não demonstravam nenhum sinal indicador a respeito do caráter especial das hipóteses.

A hipótese de que há uma relação estável entre o nível de desemprego e a taxa de inflação foi adotada com entusiasmo pelos economistas. Tal hipótese preenchia uma lacuna na estrutura teórica de Keynes. Parecia ser “a equação” sobre a qual o próprio Keynes<sup>18</sup> teria dito: “é a que nos falta”. Além disso, esta hipótese parecia fornecer um instrumento confiável para a política econômica, capacitando o economista a informar ao formulador da política econômica sobre as alternativas disponíveis.

Como ocorre em qualquer ciência, enquanto a experiência parecia compatível com a hipótese reinante, esta continuava sendo aceita embora, como sempre, alguns poucos dissidentes questionassem sua validade. Mas à medida que os anos 1950 davam lugar aos anos 1960, e estes aos anos 1970, ficava cada vez mais difícil aceitar a hipótese na sua forma simples. Pareciam necessárias doses cada vez maiores de inflação para manter baixo o nível de desemprego. A estagflação erguera sua horrenda cabeça.

Fizeram-se várias tentativas de correção da hipótese mediante a inclusão de fatores especiais, tal como a força dos sindicatos. Mas a experiência teimosamente recusou-se a adaptar-se à versão modificada.

Era necessária uma revisão mais radical. Esta veio na forma de uma ênfase da importância das surpresas – das diferenças entre as magnitudes reais e as esperadas. Esta restabeleceu a primazia da distinção entre as magnitudes “reais” e as “nominais”. Há sempre uma “taxa natural de desemprego” determinada por fatores reais. Esta taxa natural tenderá a ser alcançada quando, em média, as expectativas se realizarem. A mesma situação real é compatível com qualquer nível absoluto de preços ou de mudanças destes, desde que se considere o efeito da mudança destes no custo real de manutenção de saldos monetários. Neste sentido, a moeda é neutra. Por outro lado, mudanças não esperadas na demanda agregada nominal e na inflação causarão erros sistemáticos de percepção tanto por parte dos empregadores como dos empregados, que inicialmente desviarão o desemprego na direção oposta à sua taxa natural. Neste sentido, a moeda não é neutra. Todavia, tais desvios são transitórios embora possa levar um longo tempo até que estes sejam revertidos e, finalmente, eliminados com o ajuste das previsões.

A hipótese da taxa natural inclui a hipótese da curva original de Phillips como um caso especial e desenvolve uma série mais ampla de experiências, em particular o fenômeno da estagflação. Esta hipótese é hoje amplamente aceita, embora não unanimemente.

---

18. J. M. Keynes, *op. cit.*

Contudo, a hipótese da taxa natural na sua forma atual não demonstrou ser rica o suficiente para explicar um desenvolvimento mais recente – a mudança da estagflação para a *slumpflation*.<sup>19</sup> Nos anos recentes, um aumento na inflação tem sido frequentemente acompanhado por um aumento no desemprego – não um desemprego menor como a curva simples de Phillips sugeriria, nem o mesmo desemprego, como sugeriria a hipótese da taxa natural.

Essa recente associação entre maior inflação e maior desemprego pode refletir o impacto comum de eventos, tais como a crise do petróleo, ou forças independentes que tenham imposto uma tendência ascendente comum à inflação e ao desemprego.

Todavia, o fator principal em alguns países, e um fator adicional em outros, pode ser o fato de que tais países se encontrem em período de transição – a ser medido em quinquênios ou décadas, e não em anos. O público não adaptou suas atitudes nem suas instituições a um novo ambiente monetário. A inflação não tende somente a aumentar, mas também a ser cada vez mais volátil e a ser acompanhada por uma ampla intervenção governamental na fixação dos preços. A volatilidade crescente da inflação e o atraso crescente dos preços relativos frente aos valores que as forças de mercado por si só determinariam combinar-se-iam para tornar o sistema econômico menos eficiente, para introduzir fricções em todos os mercados e, muito provavelmente, para elevar a taxa de desemprego observada.

Segundo essa análise, a situação atual não pode perdurar. Esta se degenerará em hiperinflação e mudanças radicais, ou instituições irão ajustar-se a uma situação de inflação crônica, ou, ainda, os governos adotarão políticas que produzirão uma baixa taxa de inflação e uma intervenção governamental menor na fixação de preços.

Contei uma história padrão de como as teorias científicas são revistas. No entanto, é uma história de importância bem ampla.

A política governamental com relação à inflação e ao desemprego tem estado no centro da controvérsia política. Uma guerra ideológica foi desenvolvida sobre estas questões, embora a mudança drástica ocorrida na teoria econômica não tenha resultado desta guerra, nem de crenças ou objetivos políticos divergentes. Esta mudança respondeu quase que inteiramente à força dos acontecimentos: a cruel experiência provou ser bem mais potente do que as mais fortes preferências políticas ou ideológicas.

A importância do entendimento correto da ciência econômica positiva para a humanidade foi enfaticamente lembrada em um pronunciamento feito há aproximadamente 200 anos por Pierre Samuel du Pont, um deputado representante de Nemours na

---

19. [Recessão com inflação. (N. do T.)]

Assembleia Nacional Francesa, referindo-se, bastante apropriadamente, a uma proposta para a emissão de mais *assignats*, a moeda fiduciária da Revolução Francesa:

Senhores, um costume desagradável, ao qual somos facilmente levados pela aspereza das discussões, consiste na suposição de intenções diabólicas. É necessário sermos complacentes no que se refere às intenções; devemos acreditar que elas são boas e aparentemente o são, mas não devemos ser complacentes em absoluto com a lógica inconsistente ou com o argumento absurdo. Os maus lógicos cometeram mais crimes involuntários que os homens perversos de forma intencional.<sup>20</sup>





**Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**

## **Editorial**

### **Njobs Comunicação**

#### **Coordenação**

Cida Taboza  
Jane Fagundes  
Fábio Oki

#### **Revisão**

Cindy Nagel Moura de Souza  
Clícia Silveira Rodrigues  
Lizandra Deusdará Felipe  
Luanna Ferreira da Silva  
Olavo Mesquita de Carvalho  
Regina Marta de Aguiar

#### **Editoração**

Andrey Tomimatsu  
Danilo Tavares

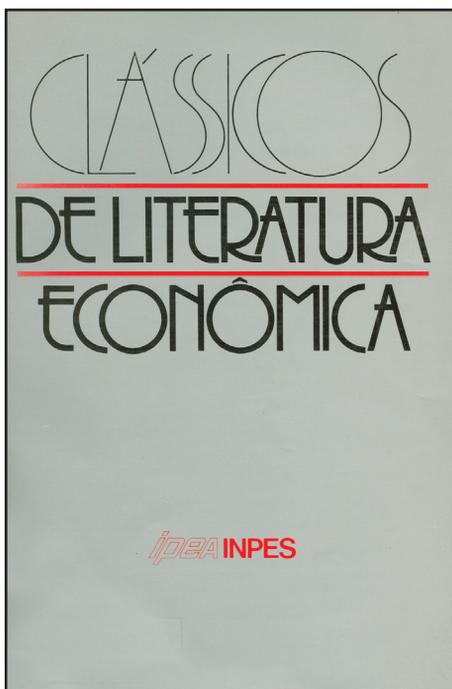
#### **Capa e Projeto Gráfico**

Gilberto Maringoni

#### **Livraria**

SBS – Quadra 1 – Bloco J – Ed. BNDES, Térreo  
70076-900 – Brasília – DF  
Tel.: (61) 3315 5336  
Correio eletrônico: [livraria@ipea.gov.br](mailto:livraria@ipea.gov.br)





Esta é a capa da 1ª edição de Clássicos de Literatura Econômica, publicada em 1988 pelo Ipea.

Nesta 3ª edição são apresentados textos de:

Joseph Schumpeter  
Michael Kalecki  
John M. Keynes  
Bertil Ohlin  
John R. Hicks  
James Tobin  
Milton Friedman

ISBN 857811045-5



9 788578 110451

Ipea – Instituto de Pesquisa  
Econômica Aplicada

Secretaria de Assuntos Estratégicos  
da Presidência da República

