

# O Tratado sobre a Moeda e a Teoria Geral de Keynes: continuidades e rupturas

Cláudio Roberto Amitrano  
(IE/ UNICAMP e CEBRAP)

**Resumo:** Este trabalho procura mostrar alguns pontos de contato entre o Tratado da Moeda e A teoria Geral de Keynes, a partir de uma análise detalhada de algumas passagens do Tratado.

**Palavras-chaves:** Keynes, Tratado sobre a Moeda, Teoria Geral.

**Abstract:** This paper tries to identify some points of touch between the Treatise on Money and the General Theory of Keynes, since a detailed analysis of some passages of the Treatise.

**Key words:** Keynes, Treatise on Money, General Theory.

**JEL:** B, B3 e B31.

Este ensaio procura apresentar alguns elementos que sugerem uma conexão entre o Tratado sobre a Moeda, a Teoria Geral e sua defesa. Mais especificamente, busca-se apontar alguns pontos de contato entre as duas obras, a partir de uma leitura mais detalhada do Tratado. Sugere-se que o movimento empreendido por Keynes, entre 1930 e 1936, de ruptura com a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), correspondeu à especificação daquilo que o próprio autor denominou como uma Teoria Monetária da Produção.

## I. Introdução

A passagem dos escritos de Keynes do final dos anos 20 para o livro de 1936 é tema controverso sob vários aspectos. Muito se tem debatido acerca das reais influências que propiciaram as mudanças entre uma obra e outra.

Do ponto de vista estritamente histórico, questões como a influência do *Cambridge Circus*<sup>1</sup> após a publicação do “Tratado”, da troca de correspondência com Robertson, Hawtrey e Harrod durante a preparação da Teoria Geral, ou mesmo o impacto puro e simples da Grande Depressão sobre a aguçada mente daquele autor, emergem como relevantes, sobretudo, no que diz respeito à possibilidade de um equilíbrio estável abaixo do pleno emprego.

No que tange ao aspecto metodológico, as opiniões não são menos polêmicas. No âmbito do “*Circus*”, segundo Joan Robinson e Richard Kahn<sup>2</sup>, a distinção fundamental entre as duas obras residiria no fato de que, no Tratado, havia uma premissa fundamental, a saber, a de que o nível de produto estava dado, ao passo que na Teoria Geral a hipótese de trabalho era justamente a oposta. Para outros, como, por exemplo, Amadeu (1986), a diferença entre uma abordagem e outra estava na adoção do método do desequilíbrio, na obra de 30, e a opção pelo método do equilíbrio em 1936.

Para autores como Milgate (1983) e Ertürk (1996), ao contrário, é possível afirmar que entre o Tratado e a Teoria Geral haveria uma continuidade metodológica, a saber, o uso do método do equilíbrio de longo prazo, no sentido conferido a este conceito pela tradição da economia política clássica e resgatada por autores como Garegnani (1978) e Eatwell (1980). Milgate (1983) vai além e afirma que a diferença entre as duas obras se situa no plano teórico, mais precisamente, no mecanismo que permite o equilíbrio entre poupança e investimento: no Tratado, a taxa de juros, enquanto na Teoria Geral, a renda.

De um outro ponto de vista há quem diga, como Patinkin (1977) que uma questão central seria a aplicação do método marginalista na Teoria Geral, dado seu esquecimento no Tratado, fato que, segundo este autor, teria rendido severas críticas a Keynes por parte de Hayek.

---

<sup>1</sup>O “*Circus*”, como será chamado doravante, consistiu no encontro, em Cambridge, de alguns jovens colaboradores de Keynes, dentre eles Austin e Joan Robinson, James Meade, Piero Sraffa e Richard Kahn, que se reuniam para debater o Tratado. O resultado das discussões era transmitido ao autor por Kahn, uma vez que Keynes não participava das reuniões. Veja, a este respeito, Harrod (xxx), Patinkin (1977), Skidelsky (xxx) e Dimand (1988).

<sup>2</sup> Ver a este respeito Patinkin (1977) e Amadeu (1986)

Neste artigo, pretende-se apresentar elementos que revelam que a passagem do primeiro livro para o segundo diz respeito a um duplo movimento: de um lado, demonstrar, analiticamente, que a norma do sistema consiste na existência de um nível de emprego abaixo daquele que é pleno, entendido como uma posição de equilíbrio de curto prazo estável, isto é, que independe dos desequilíbrios associados ao ciclo ou à divergência de expectativas. De outro lado, esta transição representou a tentativa de Keynes de trazer para o primeiro plano da análise o fato inarredável, concernente às economias capitalistas, de que as decisões de investimento são tomadas em um ambiente de incerteza, no qual não há base racional para se estimar o resultado dos eventos futuros. Este duplo movimento, entretanto, antes de ser algo confortável, do ponto de vista metodológico, implicou a utilização, na Teoria Geral, de um método do equilíbrio (de curto prazo) estático para um problema dinâmico.

A passagem do Tratado para a Teoria Geral parece revelar uma evolução no pensamento de Keynes acerca da natureza do capitalismo, isto é, a compreensão de seu caráter instável, e a tentativa de adequação de um método de análise capaz de dar conta da influência de expectativas, formadas em um contexto de incerteza, sobre a norma do sistema, norma esta que implica, no curto prazo, estabilidade paramétrica, e, no longo prazo, a possibilidade, mediante a revisão de expectativas, de mudança nos valores dos parâmetros do sistema.

Este movimento culmina com o estabelecimento, na Teoria Geral, de um papel distintivo para a moeda. Naquela obra, a moeda passa a ter um papel fundamental na trajetória do sistema, como elemento de ligação entre o passado e o futuro incerto. Porém, é possível afirmar que, já no Tratado, Keynes empreende uma fuga do estrangulamento analítico imposto pela teoria quantitativa da moeda (TQM), que restringe o papel da moeda, principalmente, ao de meio de troca.

Do ponto de vista histórico, esta fuga parece remontar ao seu *Tract on Monetary Reform*, de 1923, em que o autor, apesar de quantitativista, negava a validade da teoria quantitativa na forma em que ela, normalmente, era apresentada. Segundo Kahn, “*Keynes was 40 years old when he published his Tract (...). He was going to spend a considerable part of the next twelve years of his life in a struggle to escape from the stranglehold of the Quantity Theory – success being heralded by the publication at the beginning of 1936 of his General Theory, the Treatise on Money representing an intermediate phase*” (1984: 50-51).

Portanto, o Tratado pode ser entendido, senão como o primeiro, mas sem dúvida o passo intermediário mais importante rumo à elaboração de uma teoria monetária da produção, que somente se pretenderá plena, aos olhos de Keynes, na Teoria Geral e nos escritos de defesa de 1937.

A constatação de que o sentido desta transição tenha sido este, somente pode ser apreendida a *posteriori*, posto que a elaboração de uma teoria monetária da produção não estava inscrita desde o início, tampouco estava concluída na Teoria Geral, mas foi o resultado de um processo de construção que tem seu passo fundamental no Tratado e que avança, significativamente, na defesa do livro de 1936.

Entretanto, logo no início do Tratado, Keynes fornece uma pista acerca da natureza de suas preocupações, ao ordenar as funções da moeda e trazer, para o primeiro plano, o atributo do dinheiro como reserva de valor e unidade de denominação dos contratos.

Logo na primeira página do capítulo I, Keynes parece indicar uma primeira distinção entre sua abordagem e a da TQM, seja em sua versão de Cambridge, seja na versão de Fisher. Conforme o próprio autor, ao comentar as funções da moeda e os elementos centrais aos quais a teoria monetária deve se ater:

*Money of account, namely that in which debts and prices and general purchasing power are expressed, is the primary concept of a theory of money.*

*A money of account comes into existence along with debts, which are contracts for deferred payment, and prices lists, which are offers of contracts for sale or purchase. Such debts and price lists, whether they are recorded by word of mouth or by book entry on baked bricks or paper documents, can only be expressed in terms of a money of account.*

*Money itself, namely that by delivery of which debt contracts and price contracts are discharged, and in the shape of which a store of general purchasing power is held, derives its character from its relationship to the money of account, since debts and prices must first have been expressed in terms of the latter. (Keynes, 1973: p. 3)<sup>3</sup>.*

<sup>3</sup> Todos os grifos desta passagem são do original.

E logo em seguida, Keynes apressa-se em distinguir a importância deste conceito de moeda, relevante para uma economia capitalista, e o de meio de troca, relevante para uma economia de trocas reais ao afirmar que “[s]omething which is merely used as a convenient medium of exchange on the spot may approach to being money, inasmuch as it may represent a means of holding general purchasing power. But if this is all, we have scarcely emerged from the stage of barter. Money proper full sense of the term can only exist in relation to money of account.” (Idem, p. 3)

A constatação da importância da moeda, para além de sua função de meio de troca, talvez tenha sido o início da caminhada em direção ao reconhecimento de seu papel na produção. As próximas seções deste ensaio serão devotadas a análise de algumas passagens dos escritos de Keynes que, além de procurarem descrever o percurso rumo a uma teoria monetária da produção, visarão estabelecer pontos de contato entre o Tratado e a Teoria Geral.

## II. As equações fundamentais do Tratado

O objetivo central do Tratado era o desenvolvimento de uma teoria monetária dos preços, capaz de levar em consideração, de um lado, a importância do sistema bancário e, de outro, as divergências entre os resultados realizados e os esperados. Ao contrário da TQM – e como resultado de sua insatisfação com ela – apresentava como elemento determinante da evolução do nível de preços o desequilíbrio entre poupança e investimento, cujas causas poderiam ser diversas.

Ainda que a preocupação principal deste livro não estivesse voltada aos determinantes do nível de produto, parece equivocada a afirmação de que havia, ao longo de todo o texto, uma hipótese implícita de que o patamar de produção estivesse dado. Isto porque, são exatamente as oscilações no nível de produto, decorrentes do desequilíbrio entre investimento e poupança (no sentido do Tratado), que são responsáveis, pelo menos em parte, pelas oscilações do nível geral de preços.

Ao que tudo indica, é somente no momento de formulação das equações fundamentais que Keynes parece supor um nível de produto constante, e mesmo assim em um sentido muito específico. Parte da literatura corrente sobre o tema (Shakle, 1991; Milgate, 1983; Amadeo, 1986 e 1988 e Ertürk, 1996) parece respaldar esta assertiva, porém, o sentido que Keynes atribui a isto está longe de ser consensual como veremos adiante.

Como se afirmou anteriormente, para Keynes, a desigualdade entre investimento e poupança era o resultado de dois tipos de determinantes:

- i emergência diretamente da ação do sistema bancário na acomodação ou não dos depósitos em poupança e da influência da taxa de juros de mercado sobre o preço das *securities*, uma vez que estas exerciam grande influência sobre o preço dos bens de investimento;
- ii emergência dos erros de expectativas sobre as receitas totais dos empresários, o que afetava o nível de investimento no período subsequente, fato que Keynes denominou de ciclo de crédito puro.

Assim, do capítulo 13 em diante, o autor empreende um significativo esforço para analisar, de um ponto de vista teórico, as relações entre a oferta de moeda, os ciclos de crédito e as variações no nível de atividade.

A partir de agora, passa-se a análise das equações fundamentais. O mais importante nesta recuperação é o fato de que no momento em que são definidas as variáveis relevantes aparece, de forma clara, a possibilidade de que a existência de poupança não garanta o investimento.

### II.1 Primeiro passo: as definições de renda agregada, poupança, investimento e lucros.

Um aspecto importante no desenvolvimento das equações fundamentais diz respeito à separação dos lucros, da renda agregada. Para Keynes, a renda da comunidade deveria compreender os salários e

ordenados pagos aos empregados, a remuneração normal<sup>4</sup> dos empresários, os juros sobre o capital, assim como os ganhos regulares de monopólio. Os **lucros**, por sua vez, eram entendidos como a **diferença** entre a **remuneração efetiva** dos empresários (resultado de suas receitas operacionais) e a sua **remuneração normal** (esperada). Isto porque para o autor os lucros (ou prejuízos) representavam o aumento (ou diminuição) da riqueza acumulada pelos empresários.

Desta forma, a poupança passaria a ser definida como a diferença entre a renda da comunidade e o gasto corrente em consumo. Uma tal definição implica, de imediato, que os lucros, mesmo quando não convertidos em consumo, não fazem parte da poupança. Mais precisamente, os lucros podem ser vistos como a diferença entre o incremento na riqueza acumulada e a poupança (coletada individualmente) agregada.

Segue destas definições, a de investimento, que o autor conceitua como o valor líquido do crescimento do estoque de capital durante um período. Por fim, a produção corrente da comunidade consiste em um fluxo de bens e serviços que pode ser dividido em duas partes: a) o fluxo líquido de bens e serviços disponíveis para consumo imediato; e b) o fluxo líquido de incrementos aos bens de capital que não se encontram disponíveis para o consumo imediato. Keynes estabelece, ainda, uma distinção entre os bens de capital, de tal forma que os bens em uso ele denomina de *fixed capital*, os bens em processo de produção, *working capital* e os bens em estoque, *liquid capital*.

Uma vez estabelecido, com precisão, o significado das variáveis relevantes, é possível apontar os determinantes fundamentais do nível de preços.

## II.2 Segundo passo: as equações fundamentais

Os capítulos 10, 11 e 12 do Tratado podem ser vistos como a base de sua teoria. Porém, mais do que isso indicam a insatisfação de Keynes com o caráter tautológico da teoria quantitativa da moeda e sua proposta de avançar em direção a um quadro analítico capaz de dar conta de processos causais. Logo no início do capítulo 10, o autor se manifesta a este respeito com bastante clareza:

*The fundamental problem of monetary theory is not merely to establish identities or statistical equations relating (e.g.) the turnover of monetary instruments to the turnover of things traded for money<sup>5</sup>. The real task of such a theory is to treat the problem dynamically, analyzing the different elements involved, in such a manner as to exhibit the causal process by which the price level is determined, and the method of transition from one position of equilibrium to another.* (Keynes, 1930: p. 120).

Aos seus olhos uma das principais faltas da TQM estava relacionada ao padrão de medida do valor da moeda. Para aquela teoria, este dizia respeito ao volume de transações que uma unidade monetária seria capaz de realizar (*cash transactions standard*). Para Keynes, diferentemente, o padrão de medida relevante seria aquele relacionado ao poder de comando da moeda sobre o trabalho (*labour power of money*), por um lado, e ao poder de comando da moeda sobre o consumo (*purchasing power of money*), por outro<sup>6</sup>. Estes dois padrões podem ser entendidos como objetivos, ao passo que o primeiro apresenta-se como mera construção teórica.

Como observa o autor, o esforço e o consumo humanos são os elementos que conferem significado a uma transação econômica, de tal sorte que qualquer padrão monetário deve fazer referência aos propósitos de sua destinação. Por isso, ele propõe “*uma ruptura com o método tradicional de fixar o padrão a partir da quantidade total de moeda (...) e começar com sua dupla divisão nas partes que foram recebidas por meio da produção de bens de consumo e bens de investimento, respectivamente; e nas partes que foram gastas em bens de consumo e em poupança, respectivamente.*” (Keynes, 1930: p. 76 Apud Kregel, 2003:p. 66).

<sup>4</sup> Por remuneração normal Keynes entende como aquela remuneração que, em qualquer momento, “*if they [entrepreneurs] are open to make new bargains with all the factors of production at the currently prevailing rates of earnings, would leave them under no motive either to increase or to decrease their scale of operations.*” (Keynes, 1930: p.112).

<sup>5</sup> Numa clara ilação acerca da fórmula da TQM de Fisher em que  $MV = PT$ .

<sup>6</sup> Esta mesma questão também perpassa a construção da Teoria Geral. Isto ocorre durante a discussão, no capítulo 4, sobre a escolha das unidades.

Esta dupla divisão implica que o nível de preços será estável se a produção (a custo de fatores) estiver dividida entre consumo e investimento na mesma proporção que o gasto estiver repartido entre consumo e poupança. Por isso, Kahn afirma que:

*Keynes' great discovery was that everything turned on the extent to which the division of the community's earnings between expenditure on consumption-goods and on savings differed from its division between earnings derived from the production of consumption-goods and from investment-goods. If the two ratios are equal, the price-level of consumption goods will be in equilibrium with their cost of production. To the extent that they differ, there will be abnormal profits or losses on the production of consumption-goods, and the position will be one of disequilibrium.* (1984: p. 66)

Conforme Kregel, “[e]sse resultado decorre do fato de a determinação dos preços se fazer em termos das decisões de dois grupos distintos [de agentes] – famílias e firmas – e da forma como influenciam as proporções: (a) as proporções em que os ganhos [das famílias] são divididos entre gastos de consumo e poupança; e (b) as proporções em que os gastos dos empresários com trabalho são divididos entre emprego na produção de bens de consumo e o emprego na produção de bens de investimento.” (2003: p. 68).

É com base nestas questões que Keynes monta as equações fundamentais. A desproporção entre recursos (consumo e poupança) e usos (consumo e investimento), a existência de dois agentes e, desse modo, de dois padrões, se revelam imediatamente na primeira equação fundamental, sobre o nível de preço dos bens de consumo.

A primeira equação pode ser definida tal como se segue: Seja: 1) E = renda agregada da comunidade (salários + ordenados + rendimentos normais dos empresários + juros sobre o capital + ganhos regulares de monopólio); 2) I' = custo de produção do novo investimento; 3) E – I' = custo de produção dos bens de consumo; 4) S = poupança; 5) O = volume (quantidade) total de bens e serviços ou produção total; 6) R = volume de bens de consumo; 7) C = incremento no volume de bens de investimento; 8) P = nível de preço dos bens de consumo.

Pelas definições acima, sabemos que: O = R + C; PR = valor gasto em bens de consumo; Logo, PR = E – S

$$S = \frac{E}{O}(R + C) - S = \frac{E}{O}R + R\frac{C}{O} - S \therefore PR = \frac{E}{O}R + I' - S \therefore P = \frac{E}{O} + \frac{I' - S}{R} \quad (1) \text{ Equação fundamental}$$

do nível dos preços dos bens de consumo.

Esta, entretanto, não é a forma final da primeira equação, posto que a partir dela ainda não é possível perceber todas as questões levantadas pela discussão sobre os padrões e sobre as desproporções.

Para que isso seja possível é preciso, primeiro, fazer com que o nível de preços esteja relacionado com o poder de comando sobre o trabalho. Ora, esse poder de comando diz respeito a quantos trabalhadores uma unidade monetária pode comandar ou contratar. Este valor é obtido dividindo-se uma unidade monetária pelo rendimento médio (w), isto é, N = 1/w, onde N é o número de trabalhadores.

Assim, seja:

$$\bar{W} = wN = \text{massa salarial}; e \quad w = \frac{\bar{W}}{N} = \text{rendimento médio}; w_1 = \frac{\bar{W}}{O} = \text{rendimento por unidade de produto}$$

$$\text{ou taxa de eficiência dos rendimentos; } e = \frac{w}{w_1} = \frac{\bar{W}/N}{\bar{W}/O} = \frac{O}{N} = \text{coeficiente de eficiência ou produto médio}$$

do trabalho;

$$\text{Pelas definições sabemos que: } \frac{E}{O} = \frac{wN}{O} \text{ e também que } w_1 = \frac{w}{e} = \frac{w}{O/N} = \frac{wN}{O}. \text{ Logo,}$$

$\frac{E}{O} = w_1 = w \frac{1}{e}$ . Desta forma podemos reescrever a equação 1 da seguinte forma:

$$P = \frac{E}{O} + \frac{I' - S}{R} \therefore P = w_1 + \frac{I' - S}{R} \therefore P = w \frac{1}{e} + \frac{I' - S}{R} \quad (1')$$

O que esta equação nos diz é que a estabilidade do nível de preços depende de dois fatores: i) que o rendimento médio ( $w$ ) cresça no mesmo ritmo que a produtividade ( $e$ ); e ii) que o custo do novo investimento seja igual ao volume de poupança.

Note que “*se o padrão [monetário], em termos de poder de compra, é medido por  $1/P$ , e o padrão referido ao trabalho é  $1/w$ , ambos se reduzem à mesma expressão quando  $I' = S$ .*” (Kregel, 2003: p. 67). Em outras palavras, quando não há desequilíbrio entre investimento e poupança, o rendimento médio real é igual ao produto médio do trabalho.

Um aspecto essencial desta equação é que, de imediato, ela se choca com as premissas da TQM, à medida que, em condições normais, isto é,  $I' = S$ , o nível de preço dos bens de consumo é determinado pelos custos unitários de produção, e não pela oferta de moeda.

É importante notar que a posição de equilíbrio do Tratado, isto é,  $I' = S$ , se refere ao longo período Marsahliliano. Perceba que se  $I' = S$ , então, o preço de equilíbrio é igual ao custo médio  $P = w \frac{1}{e} \therefore P = \frac{wN}{O}$  e, portanto, estamos no longo período de Marshall. Retornaremos a este ponto mais adiante.

Como bem observa Kregel (1980), Keynes havia notado o fato de que em uma economia capitalista (empresarial), em que os rendimentos são pagos em dinheiro, é possível que uma parte da renda não seja gasta na produção corrente<sup>7</sup>. Nas palavras do próprio Keynes:

*Thus the price level, as determined by the first term, is upset by the fact that the division of the output between investment and goods for consumption is not necessarily the same as the division of the income between savings and expenditure on consumption. For workers are paid just as much when they are producing for investment as when they are producing for consumption; but having earned their wages, it is they who please themselves whether they spend or refrain from spending them on consumption. Meanwhile, the entrepreneurs have been deciding quite independently in what proportions they shall produce the two categories of output. (Keynes, 1930: p. 123).*

O mesmo argumento reaparece de forma bem mais elaborada depois, quando o autor principia uma descrição sobre a gênese e a trajetória de um ciclo de crédito. A possibilidade de descasamento entre investimento e poupança é analisada tanto em termos das distintas motivações a que estão sujeitos os agentes, assim como em termos dos diferentes tempos que ambas as decisões levam para serem concluídas.

Este parece ser um outro ponto de contato entre os escritos do Tratado e os da Teoria Geral, revelando, em alguns aspectos, mais continuidade do que ruptura.

A primeira equação fundamental desferiu um duro golpe contra a teoria quantitativa, inicialmente, ao abandonar seu formalismo estéril, depois, ao explicitar que o mecanismo de transmissão que determina as variações no nível de preços é o desequilíbrio entre investimento e poupança. E isto não tem necessariamente relação com a oferta de moeda.

A segunda equação fundamental nos remete ao problema da determinação do nível geral de preços. Na sua construção, Keynes recorre a duas hipóteses restritivas, sendo a segunda, retirada mais tarde: 1) o preço dos bens de consumo é independente do preço dos bens de capital; 2) o preço dos bens de capital é dado.

Esta equação pode ser derivada como se segue. Seja: 1)  $P'$  = o preço de mercado do novo investimento; 2)  $\Pi$  = o preço unitário do produto total; 3)  $I$  = o valor do novo investimento, tal que  $I = P'C$ .

Pelas definições apresentadas anteriormente temos que,

<sup>7</sup> Entretanto, segundo Kregel, “[t]his recognition that the payment of wages in money makes possible savings out of wages did not, however, assure that aggregate expenditure would differ from aggregate earnings. If savings were ultimately used to buy or finance the purchase of investment goods, the overall equality of income and expenditure would be maintained.” (1980: p. 34). O argumento só fica completo quando se adiciona o conceito de preferência pela liquidez, como veremos adiante.

$$\Pi = \frac{PR + P'C}{O}. \text{ Como } PR = E - S, \text{ então, } \Pi = \frac{E}{O} - \frac{S}{O} + \frac{I}{O} \therefore \Pi = \frac{E}{O} + \frac{I-S}{O}. \text{ Porém, como } E/O = w_1 = w(1/e), \text{ então, } \Pi = w_1 + \frac{I-S}{O} \text{ ou } \Pi = w \frac{1}{e} + \frac{I-S}{O} \quad (2).$$

De forma semelhante ao que se viu anteriormente, a estabilidade do nível geral de preços depende que os rendimentos médios não cresçam acima da produtividade do trabalho e que o valor de mercado do novo investimento não seja superior ao volume de poupança.

Aqui também, o equilíbrio alcançado, quando  $I = S$ , refere-se à posição Marshalliana de longo período em que o preço é igual ao custo médio. Mas, tanto na primeira equação, quanto na segunda, o uso que Keynes faz do equilíbrio de longo período é apenas referencial. Cabe lembrar que o objetivo do Tratado é justamente analisar os deslocamentos da economia em relação à posição de equilíbrio.

Antes de prosseguir é oportuno comentar que a idéia de que o equilíbrio do Tratado se refira ao longo período Marshalliano não é consenso na literatura. Entre os defensores desta opinião é possível destacar Amadeo (1988) e Seccareccia (2002). Porém, para autores como Milgate (1983) e Ertürk (1996), Keynes teria realizado sua análise dentro do método clássico do longo período. Neste sentido, Milgate afirma que no Tratado:

*persistent causes dominate completely; market prices may deviate from natural, or long-period 'normal', prices temporarily, but not permanently. This, together with the general rate of profit, provided the conceptual framework of the traditional long-period method. Long-period positions were the centres of 'repose and continuance' of the system toward which market prices 'continually gravitate'. It is within this framework, (...), that Keynes's Treatise is written (1983: p. 163).*

A posição de Ertürk (1996) é basicamente a mesma de Milgate, à qual o autor acrescenta que, em cada setor (bens de consumo e de capital), descrito pelas equações fundamentais, Keynes haveria definido “*equilibrium in terms of 'uniform' rate of profit that prevails in both sectors (Ertürk: 1996, p.375)*” e que a análise sobre os movimentos de preços e produção dos setores “*are discussed with no reference to the representative firm (or consumer) but as processes that embody in the interaction of diverse units of capital (Idem)*”. Estes elementos caracterizariam, segundo o autor, o método clássico utilizado por Keynes.

Sem entrar no mérito se o Tratado é compatível com o método clássico, como tem sido defendido pelos autores neoricardianos, é importante distinguir esta possível compatibilidade (ainda que pouco provável), com a maneira pela qual Keynes tenha desenvolvido suas idéias. Do ponto de vista da história das idéias *stricto sensu*, claro está, mesmo para Milgate<sup>8</sup>, que em momento algum do Tratado, Keynes faz menção à uniformidade da taxa de lucro ou à sua atuação como centro de gravidade. Tampouco o fato de não fazer menção a uma firma representativa implica, necessariamente, que não a tivesse suposto. Mais do que isso, ao comentar as influências do sistema bancário, como se verá adiante, sobre os preços, Keynes assume explicitamente a possibilidade de mudanças na posição de equilíbrio e não apenas em torno de uma mesma posição de equilíbrio.

Após definir as relações básicas do sistema, através de suas equações fundamentais, o passo seguinte de Keynes foi especificar a relação entre os lucros e o nível de preços, através das alterações na atividade econômica. Inicialmente, os lucros aparecem como o resultado do processo, ou para usar uma linguagem comum à escola sueca e incorporada nos textos de defesa da Teoria Geral, são avaliados *ex post*<sup>9</sup>. Mas para Keynes, a existência de lucros, em algum momento do tempo, leva os agentes a considerá-los, em um segundo estágio, como o motor da atividade econômica.

<sup>8</sup>Segundo este autor: *Although explicit statements of this method of analysis will not be found in anything like the precise form in which they appear in the writings of the nineteenth century economists, (...), the overriding impression obtained in reading the Treatise is of perpetual ebb and flow of actual values about their natural level (Milgate: 1983, p.163)*. Grifo nosso.

<sup>9</sup>Uma posição semelhante quanto ao uso dos termos *ex post* e *ex ante* para a análise dos lucros ou prejuízos no Tratado pode ser encontrada em Shakle (1991). Para este autor, “[a] primeira Equação Fundamental de Keynes compara de maneira implícita dois estados do nível de preços ao consumidor. Esta equação tem uma visão *ex post* [grifo nosso] do que chamaremos de unidade de período identificado historicamente...” (p. 159)

Se os lucros podem ser entendidos como a diferença entre a receita e os custos em cada setor produtivo (bens de consumo e de investimento) poderemos defini-los da seguinte forma:

Seja,  $Q_1 =$  Lucro sobre os bens de consumo;  $Q_2 =$  Lucro sobre o investimento. Então,  $Q_1 = PR - \frac{E}{O}R = E - S - (E - I)$ , o que por definição equivale a:  $Q_1 = I' - S$  (3). Por outro lado, a definição de  $Q_2$  nos conduz a:  $Q_2 = I - I'$ . Como  $Q = Q_1 + Q_2$ , então  $Q = I - S$  (4). Os lucros inesperados (*windfall profits*) são o resultado da diferença entre o valor do investimento e a poupança.

Deste modo, as equações (1') e (2) transformam-se, passando a função dos lucros, sejam eles gerais ou do setor de bens de consumo. Formalmente, isto equivale a dizer que:

$$P = w \frac{1}{e} + \frac{Q_1}{R} \quad (5); \quad \Pi = w \frac{1}{e} + \frac{Q}{O} \quad (6)$$

Dois aspectos importantes emergem da transformação das equações fundamentais. O primeiro diz respeito ao fato de que como os lucros são o resultado do processo e não fazem parte da renda, a poupança nunca poderia cair, por maior que fosse o gasto do público com consumo corrente. Igualmente, a poupança jamais poderia aumentar em virtude de uma redução dos gastos com consumo. A famosa passagem do jarro da viúva esclarece precisamente esta afirmação.

*If entrepreneurs choose to spend a portion of their profits on consumption (...), the effect is to increase the profit on the sale of liquid consumption goods by an amount exactly equal to the amount of profits which have been thus expended. It follows from our definitions, because such expenditures constitutes a diminution of saving, and therefore an increase in the difference between  $I'$  and  $S$ , thus, however much of their profits entrepreneurs spend on consumption, the increment of wealth belonging to entrepreneurs remains the same as before. Thus, profits, as a source of capital increment for entrepreneurs, are a widow's cruse which remains undepleted however much of them may be devoted to riotous living. When, on the other hand, entrepreneurs are making losses, and seek to recoup these losses by curtailing their normal expenditure on consumption, i.e. by saving more, the cruse comes a Danaid jar which can never be filled up; for the effect of this reduced expenditure is to inflict on the producers of consumption goods a loss of equal amount.* (Keynes, 1930: p.125).

O segundo aspecto relevante é que, à medida que os lucros começam a existir, passam, de resultado, a causa dos eventos subseqüentes, sobretudo, no que diz respeito à evolução do nível de atividade. É a existência de **lucros inesperados** (*windfall profits*) que estimula os novos investimentos.

É importante notar que ao permitir a existência de lucros inesperados, Keynes remete sua análise para o curto prazo Marshalliano. Se, por um lado, é possível definir os lucros como a diferença entre investimento e poupança ( $Q = I - S$ ) e, portanto, com referência aos aspectos da demanda agregada, como observa Amadeo (1988), por outro lado, é possível defini-los, pelo lado da oferta, como a diferença entre

o preço efetivo e o custo médio de produção, ou seja,  $\Pi = w \frac{1}{e} + \frac{Q}{O} \therefore \frac{Q}{O} = \Pi - \frac{wN}{O} \therefore q = p - w_1$ , de tal

forma que  $q$ ,  $p$  e  $w_1$  correspondem ao lucro ou prejuízo médio unitário, ao preço unitário e ao custo médio unitário, respectivamente. Ora, mas esta diferença diz respeito exatamente ao curto prazo da firma marshalliana sob o regime de concorrência pura, em que o preço é igual ao custo marginal, porém, diferente do custo médio de longo prazo. Se, adicionalmente, concordarmos com Shackle (1991) e Amadeo (1986 e 1988), que a **remuneração normal** dos fatores de produção pode ser entendida como a **remuneração esperada**<sup>10</sup> e que, portanto, o custo médio por unidade de produto ( $w_1$ ) pode ser entendido como o preço esperado de cada unidade de produto, então, é possível redefinir os lucros ou prejuízos inesperados como a diferença entre os preços efetivos e os preços esperados ( $q = p - E[p]$ ).

O fato de existir divergência entre aquilo que foi efetivamente realizado e o que era esperado tem implicações importantes, pois significa que o método adotado por Keynes corresponde àquele em que as decisões de produção dos agentes são realizadas no tempo histórico. É a adoção do tempo histórico que

<sup>10</sup>Shackle, fazendo referência a uma passagem em que Keynes procura definir o que considera como renda, remuneração normal dos empreendedores e lucro, afirma que é importante "frisar o forte, porém tácito, aspecto de expectativa do pensamento de Keynes nesta passagem e de sua completa concepção, no *Treatise*. A renda, aqui, é definida como renda esperada.(...) Trata-se da remuneração normal que eles esperam. (1991: p. 165)



possibilita que os lucros ou prejuízos inesperados passem de variável dependente ou *ex post*, para a posição de variável independente ou *ex ante*.

Na seção V do capítulo 11, sobre o comportamento dos empreendedores, Keynes enuncia este ponto de forma sutil, desenvolvendo-o, de forma plena, somente no livro IV, quando descreve os três tipos de ciclos de crédito. O autor observa que:

*if entrepreneurs were influenced in their prospective arrangements entirely by reference to whether they are making a profit or loss on their current output as they market it. In so far, however, as production takes time (...) and in so far as entrepreneurs are able at the beginning of a **production period** to forecast the relationship between saving and investment in its effect on the demand for their product at the end of this **production period**, it is obviously the anticipated profit or loss on new business, rather than the actual profit or loss on business just concluded, which influences them in deciding the scale which to produce and the offers which it is worth while to make to the factors of production”<sup>11</sup>. (Keynes, 1930: p. 143).*

A noção de período de produção, entendido como o lapso de tempo que transcorre entre a decisão de produzir e a venda desta produção no mercado, é central para o entendimento desta passagem. Durante o período de produção, o nível de produto está dado, assim como as expectativas não se alteram. Somente quando termina o período de produção é que os agentes podem revisar suas expectativas. A existência de diferenças entre realizado e esperado ao longo do tempo leva os agentes, no lapso de tempo compreendido entre dois períodos de produção, a inferirem que pode haver desigualdade entre os preços realizados no período anterior ( $p_{t-1}$ ) e os preços esperados no período atual ( $E[p_t]$ ).

Segundo Shackle (1991), esta seria a suposição implícita de Keynes, que faria com que as flutuações cíclicas no Tratado tivessem como cenário uma seqüência de períodos de produção. Para este autor,

*quando a **experiência e o fato registrado** desses lucros **levam** o indivíduo a se decidir por uma maior despesa futura (...), devemos considera-lo como estando necessariamente no início de um novo período. Na nossa opinião, as Equações Fundamentais de Keynes são dinâmicas e não descrições de equilíbrio. Elas descrevem seqüências de acontecimentos cujos estágios surgem uns a partir dos outros (...). Assim, temos que distinguir **experiência, decisões e ações como fases seqüenciais**, o que necessariamente precisa ser feito considerando-se sua ocorrência em períodos distintos, descritos separadamente” (Shackle, 1991: p.172)<sup>12</sup>.*

É por este mecanismo que os lucros ou prejuízos inesperados passam a ser uma variável *ex ante*, cuja existência se transforma numa “*causa dos eventos subsequentes, inclusive, na razão principal da mudança no sistema econômico existente.*”<sup>13</sup> (Keynes: 1930; p. 126).

A relação entre lucros, investimentos e preços não se reduz a esta constatação. Na verdade, este é apenas o ponto de partida que indica a necessidade de um aprofundamento da investigação no que tange aos condicionantes dos lucros ou prejuízos inesperados e, conseqüentemente, dos investimentos. Isto corresponde exatamente o que se propunha Keynes desde o início, transformar as igualdades contábeis em relações causais.

### III. Das identidades contábeis às relações de causalidade

A transformação das identidades contábeis em relações de causalidade é possível devido ao método histórico utilizado por Keynes. Porém, uma vez estabelecida esta possibilidade, é preciso identificar os determinantes das variações do nível de preços, tal como formulado por Keynes nas equações fundamentais.

Se tomarmos como ponto de referência para tal análise a primeira fórmula da equação fundamental do nível geral de preços  $\Pi = \frac{E}{O} + \frac{I-S}{O}$  é possível afirmar que as variações no nível dos preços só podem

<sup>11</sup>Grifo nosso.

<sup>12</sup> Esta opinião é compartilhada por Amadeo (1986 e 1988). Ao analisar os ciclos no Tratado, este autor afirma que Keynes estaria utilizando ali o que Amadeo (1986) denominou de método histórico dinâmico.

<sup>13</sup>Tradução nossa.

resultar da alteração de três fatores: 1) do rendimento nominal dos fatores de produção “E”; 2) do volume físico de produção “O”; e 3) da relação entre o volume de poupança e o valor do investimento “I – S”.

Estas variações, entretanto, podem corresponder a oscilações em torno de uma mesma posição de equilíbrio (ciclo de crédito), assim como podem significar o estabelecimento de um novo ponto de equilíbrio ou a transição de um equilíbrio para outro.

Neste sentido, Keynes observa que é possível identificar três fontes para distúrbios nos três fatores acima mencionados (“E”; “O”; “I – S”). Em primeiro lugar estariam os distúrbios provocados por mudanças nas variáveis monetárias (*monetary factors*), como oscilações na oferta de moeda ou nos requerimentos de dinheiro para a circulação financeira e industrial<sup>14</sup>. Em segundo lugar, estariam os distúrbios provocados por alterações nas variáveis determinantes dos investimentos (*investment factors*), isto é, na taxa de juros de mercado e na taxa de juros natural<sup>15</sup>. Por fim, estariam as perturbações provocadas por alterações nas variáveis industriais (*industrial factors*), que dizem respeito a mudanças no volume (físico) de produção corrente ou nos custos de produção, decorrentes de alterações induzidas ou espontâneas<sup>16</sup> na taxa de remuneração dos fatores produtivos.

Existe, evidentemente, uma interação entre estas três fontes de distúrbio, mas Keynes procura evidenciar não só aquelas fontes pertinentes a um tratado sobre teoria monetária, e, neste sentido, a ênfase é dada às variações de preço, decorrentes dos fatores monetários e de investimento, mas também procura distinguir os elementos que alteram a posição de equilíbrio (fatores monetários e industriais) daqueles que acarretam oscilações em torno desta posição (fatores monetários e de investimento).

As alterações no nível de produto estão associadas, principalmente, às flutuações em torno de uma mesma posição de equilíbrio e têm como elemento explicativo central a taxa de juros e sua determinação no mercado monetário. A questão crucial, neste ponto, está em considerar a taxa de juros como uma variável determinada pelos estoques de *securities* e moeda, assim como pelo papel desempenhado pelas expectativas dos agentes do mercado financeiro. Por isso, para entender o mecanismo do ciclo, no Tratado, é preciso compreender como a taxa de juros é formada e quais seus efeitos sobre a relação poupança/investimento, o que será feito na próxima seção.

### III.1 Taxa bancária, poupança, lucros e investimento

O desenvolvimento dos nexos lógicos entre a taxa de juros, a poupança, os lucros e o investimento é bastante complexo. Keynes antecipa suas reflexões sobre os desdobramentos da “decisão de poupar”, para depois explicitá-los com mais profundidade. O mesmo ocorre com a decisão de investimento. Não obstante as dificuldades parece que o sentido geral da causalidade entre estas variáveis é da taxa bancária para o investimento, tendo como intermediário, a noção de lucros antecipados ou esperados.

Dito isto, duas questões aparecem imediatamente: a primeira, evidentemente, é como funcionam as taxas bancárias; a segunda é como elas afetam os preços dos investimentos:

### III.2 O sistema bancário e a taxa de juros de mercado.

O primeiro movimento de Keynes no que tange aos juros consiste em distinguir dois tipos de taxas: a taxa natural e a taxa de mercado. Seguindo a tradição de Wicksell, o autor observa que a taxa natural seria aquela que é neutra em seus efeitos sobre os preços dos bens e que, considerando-se uma

<sup>14</sup>Os conceitos de circulação financeira e industrial serão discutidos adiante.

<sup>15</sup>Estes conceitos serão discutidos na próxima seção.

<sup>16</sup>Keynes entende por mudança induzida na taxa de remuneração dos fatores como a alteração nesta taxa provocada pelo surgimento de lucros ou prejuízos. Por mudança espontânea deve-se entender a variação no rendimento dos fatores resultante de alterações na produtividade. Neste caso, o autor chama atenção para o fato de existirem regras de determinação dos rendimentos, como, por exemplo, as negociações salariais entre sindicatos e empregadores, que fixam a remuneração nominal do trabalho em função tanto do esforço (tempo de trabalho) como da produtividade (produto por trabalhador), de tal sorte que aumentos na produtividade podem implicar tanto aumento como redução dos preços, dependendo da regra de determinação dos rendimentos.

economia não-monetária, todo empréstimo fosse feito em termos reais (*actual materials*). Neste sentido, seria aquela taxa que manteria a equivalência entre a poupança e investimento<sup>17</sup>.

O conceito de **taxa de mercado** é um pouco mais complexo, sendo definido como o **conjunto de dois tipos de taxas**: 1) a *bank rate* e; 2) a *bond rate*. A primeira está relacionada ao conjunto de taxas de juros para empréstimos de curto prazo, ao passo que a segunda se refere ao conjunto de taxas relacionadas a empréstimos de longo prazo. Por suposição, Keynes assume que a taxa bancária (*bank rate*) afeta a taxa de mercado no mesmo sentido, o que, de fato, é razoável, ainda que nem sempre isto ocorra desta maneira<sup>18</sup>.

O argumento central do autor é que toda vez que a taxa de mercado for superior a taxa natural, a poupança será estimulada e os investimentos deprimidos, de tal sorte que o desequilíbrio resultante provocará uma redução no nível dos preços e vice-versa.

O fato de uma mudança na taxa de juros dos depósitos bancários afetar a poupança fica evidente desde logo. Porém, que fosse assim com o investimento era menos evidente naquela época ou, pelo menos, precisava ser justificada, pois existe mais de uma forma pela qual os juros podem afetar o volume de inversão.

Quando os agentes decidem poupar têm que realizar uma segunda decisão: a de reter sua riqueza sob a forma líquida, seja como capital de empréstimo, seja como capital real. De acordo com a análise de Keynes no Tratado, esta decisão pode ser mais bem descrita como a escolha entre depósitos bancários e ações ou títulos privados de dívidas (*securities*).

Se um agente prefere manter sua riqueza sob a forma de depósitos bancários, isto significa que, ao nível de preços vigentes dos títulos, ele prefere os depósitos. Porém, essa preferência pode se alterar em função de mudanças nos preços dos títulos e dos depósitos.

Existe uma relação inversa entre o preço das *securities* e as taxas de juros dos depósitos bancários (de poupança). A hipótese é que *securities* e depósitos são ativos financeiros concorrentes, de tal sorte que um aumento das taxas bancárias promove uma fuga dos títulos para os depósitos, o que acarreta a queda nos preços dos primeiros.

Segundo o autor, no mercado financeiro, existiriam dois tipos estilizados de agentes, os “baixistas” (*bears*) e os “altistas” (*bulls*). No primeiro caso os agentes retêm moeda na expectativa de que as taxas de juros subam, portanto, que o preço dos títulos caia. No segundo caso, os agentes acreditam que haverá uma baixa na taxa que remunera os depósitos bancários e, portanto, preferem reter *securities*, a espera de que seus preços subam.

Desta forma, o comportamento dos juros bancários, assim como dos preços dos títulos são determinados pelo padrão de expectativas que prevalece no mercado. Se existe uma predominância de baixistas, isto significa que haverá um aumento das taxas de juros, a menos que o sistema bancário seja capaz de acomodar o maior volume de depósitos bancários, aumentando a oferta de crédito do sistema.

A análise sobre a determinação da taxa de juros se completa com a distinção entre circulação industrial e financeira. A primeira dependa da renda nominal agregada, ao passo que a segunda é função principalmente dos depósitos em poupança de caráter especulativo.

As transações com *securities* dizem respeito à esfera financeira e não guardam, necessariamente, seja em seu volume, seja em seu preço, uma relação direta com o volume de produção, tanto de bens de consumo, quanto de bens de capital. De acordo com Keynes,

*the activity of financial business, is not only highly variable but has no close connection with the volume of output whether of capital goods or of consumption goods; for the current output of fixed capital is small compared with the existing stock of wealth, which in the present context we will call the volume of securities (...); and the activity with which these securities are being*

<sup>17</sup> Segundo Patinkin (1977), Hayek teria criticado duramente Keynes por não ter se aprofundado, no Tratado, quanto aos determinantes da taxa natural, que, na concepção daquele autor, seriam os tradicionais fatores reais (propensão a poupar e produtividade marginal do capital).

<sup>18</sup> A estrutura a termo da curva de juros (*yield curve*) tem, em geral, uma inclinação positiva, porém, há momentos em que as taxas curtas sobem, mas as taxas longas não as acompanham no mesmo ritmo ou, no limite, se movem em sentido contrário. Este fenômeno limite é comumente denominado de *yield curve* invertida.

*passed round from hand to hand does not depend on the rate at which they are being added to*<sup>19</sup>.  
(Keynes, 1930: p. 222).

Porém, a despeito de estarem relacionadas ao estoque de riqueza, as *securities* apresentam variações em seus preços que, em geral, são acompanhadas por variações, no mesmo sentido, dos preços dos bens de capital. Keynes, não é explícito quanto às causas desta elevada correlação. Em alguns momentos parece ser o resultado de sua observação quanto ao funcionamento dos mercados. Em outros dá a impressão de que a explicação pode ser encontrada no fato de que uma parcela dos investimentos é financiada, diretamente, através da emissão de títulos de dívida, em mercados secundários relativamente bem organizados. No entanto, o mais importante é que no Tratado, mas principalmente na Teoria Geral, depósitos de poupança, *securities* e bens de capital se apresentam como ativos concorrentes entre si.

Isto ocorre porque a linha que separa os depósitos para a circulação industrial, daqueles voltados para a circulação financeira é bastante permeável, de sorte que os recursos podem migrar de uma esfera para a outra. Desta forma, tanto a expansão quanto a contração do circuito industrial podem estar relacionadas pura e simplesmente aos movimentos na esfera financeira. Conforme o autor:

*changes in the financial situation are capable of causing changes in the value of money in two ways. They have the effect of altering the quantity of money available for the industrial circulation; and they may have the effect of altering the attractiveness of investment. Thus, unless the first effect is balanced by a change in total quantity of money and the latter by a change in the terms of lending, an instability in the price level of current output will result.* (Keynes, 1930: p. 227).

No Tratado, o investimento, ou a aplicação em ativos de capital, é determinado da mesma maneira que a aplicação em ativos financeiros (como, por exemplo, as *securities*), isto é, em função do preço de demanda desses ativos, cuja variação depende, segundo Keynes, de dois fatores:

*on the estimated net prospective yield from fixed capital (estimated by the opinion of the market after such allowance as they choose to make for the uncertainty of anticipation, etc.), measured in money, and on the rate of interest at which this future yield is capitalized. It follows that the price of such goods can change for either of two reasons – because the prospective yield has changed or because the rate of interest has changed. (...): since the prospective yield must be measured for the present purpose in terms of money, a change in it may be due either to a change in the real yield, its price remaining the same, or to a change in the prospective price (or money value) of the real yield.* (Keynes, 1930: p. 180).

Uma elevação (queda) da taxa que desconta os pagamentos futuros de uma *security*, por exemplo, implica uma redução (aumento) do valor presente de mercado deste fluxo de rendimentos. Numa situação como esta, os agentes, ao compararem o preço de demanda de *securities* aos dos ativos de capital, perceberão que há mais (menos) vantagem em adquirir o primeiro tipo de ativo. Desta forma, a permeabilidade entre os circuitos financeiro e industrial implicará um deslocamento dos recursos da esfera industrial para a financeira (e vice-versa), reduzindo (aumentando) o preço de demanda dos ativos de capital, *pari passo* ao das *securities*.

Se é correta a hipótese de que no Tratado a teoria do investimento de Keynes já está inserida no contexto de uma teoria da escolha de portfólio, então, em equilíbrio, o preço de demanda de um ativo de capital ( $I$ ) é igual ao preço de demanda de uma *security* no mercado ( $P_S^D$ ). Por definição, temos que:

$$P_S^D = \frac{\sum Q^e}{(1+i)} \text{ e que } I = \frac{\sum R^e}{(1+r)} \therefore I = \frac{\sum p^e \times q^e}{(1+r)}, \text{ onde "Q"}^e \text{ e "i"} \text{ são, respectivamente, o fluxo de}$$

rendimentos esperados e a taxa de juros de mercado de uma *security*; e " $R^e$ ", " $r$ ", " $p^e$ " e " $q^e$ " são, respectivamente, o fluxo de rendimentos esperados, a taxa de desconto, o preço esperado para o bem produzido pela unidade de capital adquirida e a quantidade esperada a ser vendida deste produto. Se em equilíbrio  $P_S^D = I$ , então, existem três possibilidades:

(1) $\downarrow P_S^D = \frac{\sum p^e \times q^e}{(1 + \uparrow r)}$	(2) $\downarrow P_S^D = \frac{\sum p^e \times \downarrow q^e}{(1 + r)}$	(3) $\downarrow P_S^D = \frac{\sum \downarrow p^e \times q^e}{(1 + r)}$
---	---	---

<sup>19</sup> Grifo nosso.

Em outras palavras, uma redução em  $P_S^D$  decorrente de um aumento dos juros ( $i$ ) implicará uma redução em ( $I$ ) decorrente de: um aumento em “ $r$ ”; uma queda redução em “ $p^e$ ”; ou uma queda em “ $q^e$ ”.

É importante lembrar que, de acordo com as definições do Tratado, os lucros no setor produtor de bens de capital ( $Q_2$ ) correspondem à diferença entre o valor do investimento ( $I$ ) e seus custos ( $I'$ ), isto é,  $Q_2 = I - I'$ , de tal sorte que uma redução em  $I$  implica numa redução nos lucros no período de produção subsequente.

Em resumo, as variações nas taxas bancárias, que remuneram os depósitos de poupança, assim como os preços das *securities* são determinados, em grande parte, pelo comportamento dos agentes (*bears* ou *bulls*) na esfera financeira, em face de suas respectivas expectativas quanto à evolução dessas variáveis, bem como pela magnitude do estoque de *securities* e de depósitos bancários. Além disso, as oscilações em seus valores afetam os lucros ou prejuízos antecipados e o valor dos investimentos. Portanto, as alterações do nível de preços estão muito mais relacionadas ao comportamento do sistema bancário e bem pouco à evolução da oferta monetária, contrariamente à suposição da teoria quantitativa.

A análise empreendida até o momento implica, logicamente, a possibilidade de oscilações no produto, fato que é analisado, no Tratado, através do estudo dos ciclos, o qual será discutido na próxima seção.

#### IV. Os ciclos no *Tratado*

No início da seção III deste artigo afirmou-se que as variações no nível dos preços, no Tratado, só poderiam resultar de alterações no rendimento nominal dos fatores de produção, de mudanças no volume físico de produção ou de modificações na relação entre o volume de poupança e o valor do investimento. Além disso, constatou-se que tais alterações ou distúrbios eram provocados por três tipos de fatores: os monetários, os de investimentos e os industriais.

Em todos os casos, Keynes admite a possibilidade de que distúrbios em cada um dos três tipos de fatores conduzam a alterações no nível de produto. A questão central, porém, é se estas alterações conduzem a uma mudança na posição de equilíbrio do nível geral de preços ou apenas a oscilações em torno desta posição.

Assim, ainda que o Keynes do Tratado não tivesse uma teoria acabada da produção parece incorreta a interpretação dominante que afirma haver uma hipótese, implícita naquela obra, de que o nível de atividade fosse constante (Hicks, 1965, Leijonhufv, 1968, Moggridge, 1976 e, de certa forma, Dimand, 1988). Os capítulos 16 a 19, em que as causas dos desequilíbrios e o ciclo de crédito são analisados, parecem não autorizar uma interpretação como esta. Ademais, a discussão, empreendida pelo autor nestes capítulos, sobre as alterações na posição de equilíbrio também parece trazer complicações aos intérpretes do Tratado que o consideram como uma peça inscrita no método do equilíbrio de longo prazo clássico ou ricardiano (Milgate, 1983 e Ertürk, 1996 e 1998).

O estudo dos ciclos, no Tratado, corresponde à sua parte dinâmica e significou uma mudança metodológica importante no interior daquela obra. Como bem observa Amadeo,

*the specification of the fundamental equations corresponds to the **historical static method** in which the representative period is the production period, and the analysis focuses on the end-of-period situation. The analysis of changes in output is based on **historical dynamic method**. According to this method, changes in output take place over a sequence of production periods as a consequence of unforeseen events at the end of each of the periods<sup>20</sup>. (1988: p.53).*

Uma das características principais da aplicação do método histórico dinâmico consiste na possibilidade de alterações do produto e do emprego. Isto porque, como observam Amadeo (1988) e Seccareccia (2002), a preocupação de Keynes está em analisar o processo dinâmico wickselliano no contexto do ciclo econômico. Desta forma, o foco principal deixa de ser a análise das alterações das posições de equilíbrio, associadas a modificações na taxa de remuneração dos fatores produtivos (equilíbrio de longo prazo), e passa a ser o estudo dos mecanismos determinantes das oscilações em torno da posição de equilíbrio.

<sup>20</sup> Grifo nosso.

No capítulo 17, em que o autor discute as mudanças no nível de preços decorrentes de variações em fatores monetários como, por exemplo, a oferta de moeda, Keynes constata que modificações nestes fatores levam a novas posições de equilíbrio. Nestes casos, verifica-se que a remuneração dos fatores de produção é afetada a partir de um desequilíbrio entre investimento e poupança resultante de mudanças na oferta de moeda, sendo este efeito mediado pela alteração nos níveis de produto e emprego.

O Keynes do Tratado pode ser entendido como um autor pós wickselliano (Amadeo, 1986b) ou um teórico do sobre-investimento (Seccareccia, 2002) e como tal entende que o investimento tem um papel central na determinação da trajetória dos preços e da produção. Assim, *“a closer scrutiny of Keynes’ formal model of the ‘Credit Cycle’ in the Treatise would suggest that the mechanism of employment and output adjustments was very much there, although not emphasized to the extent found in the General Theory.”* (Seccareccia, 2002: p.9).

Os ciclos de crédito são analisados no capítulo 18 do Tratado, quando Keynes está investigando as variações no nível geral de preços decorrente de mudanças nos fatores que influenciam os investimentos. O primeiro aspecto que o autor chama a atenção diz respeito à importância que assume a diferença entre investimento e poupança na gênese deste tipo de ciclo. O desequilíbrio entre estes dois fluxos estaria relacionado, como se afirmou anteriormente, ao fato de que as decisões sobre investimento (I) e poupança (S) são tomadas por agentes distintos, com motivações diferentes e que têm tempos de realização bastante desiguais, de modo que a desigualdade entre “I” e “S” corresponde a uma situação *ex ante*. Na verdade, é somente quando o investimento se completa que o valor da poupança agregada tem que ser igual a ele, o que implica que o equilíbrio entre poupança e investimento se refere, apenas, a uma situação *ex post*. De acordo com o próprio Keynes,

*[i]t is not surprising that saving and investment should often fail to keep step. In first place (...) the decisions which determine saving and investment respectively are taken by two different sets of people influenced by different sets of motives (...). [But] [n]ot only are the decisions made by different sets of persons; they must also in many cases be made at different times. When the increased investment represents an increase in working capital, the act of saving is required (...) immediately. But when there is a changeover in the character of production which will lead later on to an increased output of fixed capital, the additional saving is only needed when the process of production is finished.* (Keynes, 1930: p.250-51).

É possível distinguir três ciclos de crédito distintos no Tratado. Em todos eles, a causa inicial consiste em algum tipo de distúrbio não monetário exógeno que modifica as expectativas dos empresários sobre a magnitude dos lucros relacionados à decisão de investimento. O que diferencia cada ciclo são as hipóteses distintas com relação ao grau de utilização da capacidade produtiva. No primeiro modelo, o autor assume que o produto está dado, de modo que *“the increased investment may take place, without any change in the total volume of output, by the substitution of the production of capital goods in place of consumption goods”* (Keynes, 1930: p. 252)<sup>21</sup>.

No segundo modelo, que o autor considera como o mais comum, um aumento do investimento é necessariamente acompanhado por um aumento do volume de produção. Neste caso, não há substituição de bens de consumo por bens de capital, pois a hipótese é que *“[t]his assume, of course, that the factors of production are not fully employed at the moment when the cycle begins its upward course; but then that generally is the case, whether as the result of the slump which had ensued on the previous cycle for some other cause.”* (Keynes, 1930: p. 255).

Na primeira fase deste ciclo de crédito, o emprego e a remuneração dos fatores de produção crescem na mesma proporção e como observa Seccareccia (2002), exceto por alguma defasagem temporal, os preços e o emprego no setor de bens de consumo também crescem proporcionalmente. Na segunda fase, o crescimento dos preços proporciona um aumento dos lucros inesperados o que estimula as firmas a reduzirem seus estoques e produzirem mais bens de capital em processo (*working capital*) assim como bens de consumo. Em um **processo cumulativo**, a expansão no setor de bens de capital estimula a produção no setor de bens de consumo promovendo rodadas sucessivas de aumentos de preços e de emprego.

<sup>21</sup> De acordo com Seccareccia (2002), esta passagem teria confundido inúmeros comentadores do Tratado que teriam tomado este modelo, em que o produto é fixo, como o modelo geral de Keynes.

Na terceira fase deste ciclo, ou fase do colapso, o excesso de oferta na produção de bens de consumo reduz os ganhos iniciais e, com tempo, passa a promover prejuízos inesperados o que acarreta reduções na produção e nos preços, num processo cumulativo, até que a produção e os preços retornem aos seus níveis iniciais. Keynes afirma que dois fatores são preponderantes na reversão do ciclo. O primeiro é a revisão de expectativas e, conseqüentemente, das decisões de produção em decorrência do surgimento de prejuízos inesperados. O segundo e talvez o mais importante é que a revisão das decisões de produção pode afetar o sentimento do mercado financeiro, reforçando o movimento descendente do ciclo. De um lado, as expectativas de que os investimentos sofram prejuízos podem fazer com que predominem posições baixistas no mercado financeiro, aumentando a demanda por depósitos bancários e, portanto, o volume de recursos para circulação financeira em detrimento da circulação industrial. Além disso, o aumento dos preços dos fatores de produção na fase ascendente do ciclo faria com que houvesse um aumento da demanda por moeda até o ponto em que fosse inevitável um aumento das taxas de juros bancárias.

A importância do sistema bancário na fase descendente do ciclo (e por que não supor que também o seja na fase ascendente?) fica bastante evidente quando o autor afirma que:

*[t]he sight of falling prices, and perhaps of a declining volume of output also, may change the financial sentiment in two ways – ‘bears’ views may develop, with the result of augmenting the demand for money in financial circulation and so reducing the supply of money for industrial circulation, thus causing the banks to force a reduction of investment, and the capital (which, as we have seen, is influenced more by opinion than by the volume of money) may disappear, perhaps giving place to a capital deflation (i.e. a fall in P’), thus removing one of the stimuli to over-investment. (Keynes, 1930: p.260-61).*

Além disso, ao analisar a segunda forma pela qual o sistema financeiro pode propiciar ou ampliar a reversão cíclica Keynes observa que:

*as the credit cycle proceeds, the windfall profits of entrepreneurs will be continuously stimulating them to bid against one another for the services of the factor of production, so that the profit inflation will gradually pass over into an income inflation and, in proportion as it does so, more and more money will be required for the support of the industrial circulation.*

*A point will come, therefore, when the effort to expand or to maintain the volume of the industrial circulation will drive the effective bank rate to a level which is, in all the circumstances, deterrent to new investment relatively to saving. At this point the slump sets in. The reaction from the boom will not merely have brought back prices and profits to the normal, but an era of business losses and subnormal prices will have commenced. (Keynes, 1930: p.262).*

O terceiro modelo de ciclo de crédito é pouco explorado por Keynes e, na verdade, representa apenas uma derivação de seu segundo modelo, de tal sorte que os fatores desempregados no modelo anterior passam a estar comprometidos com bens de consumo e não mais com a produção de bens de capital fixo.

Em resumo, na análise do ciclo de crédito é possível estabelecer três questões fundamentais. Em primeiro lugar poderíamos destacar o reconhecimento quanto à existência de fatores produtivos desempregados como situação normal na economia, tal como exposto no segundo modelo. Em segundo lugar, realce deve ser conferido ao papel dado à divergência entre os resultados realizados e aqueles que eram esperados no início do período de produção e à capacidade dos agentes de revisão de expectativas e de suas decisões de produção. Por fim, cabe salientar o papel do sistema financeiro como instância que amplifica ou detona o processo de reversão cíclica.

Isto posto, quais elementos podem ser considerados de ruptura e de continuidade na transição do Tratado para a Teoria Geral? Mais especificamente, o que pode ser mantido na passagem de uma teoria monetária dos preços, para uma teoria monetária da produção? Na próxima seção procuraremos indicar algumas sugestões quanto a esta temática.

## **V. À guisa de conclusão: algumas questões sobre a Teoria Geral e sua relação com o Tratado.**

A transição do Tratado para a Teoria Geral tem sido objeto de reflexão de diversos autores. Grande parte deles tem se dedicado ao estudo minucioso dos textos escritos por Keynes após a publicação da obra

de 1930, à leitura das anotações de alunos compiladas por Thomas Rymes, as cartas entre Keynes e seus principais interlocutores, como Robertson, Hawtrey, Robinson e Kahn, e, inclusive, os *Drafts* da Teoria Geral.

Dentre as referências mais importantes encontram-se, certamente, os trabalhos de Dimand (1988) e Marcuzzo (2002). Ambos autores procuram mostrar, em especial, como a Teoria Geral e os escritos de 1937, concernentes à sua defesa no *Economic Journal* e no *Quarterly Journal*, parecem resultar de uma evolução no pensamento de Keynes e, neste sentido, possuem mais traços de continuidade do que de ruptura com o Tratado, sobretudo no que tange à elaboração de uma teoria monetária da produção.

Sendo assim, não é objetivo deste trabalho retomar as diversas passagens dos escritos de Keynes que poderiam sugerir os pontos de continuidade entre uma obra e outra, evidências que o leitor pode encontrar em abundância nos trabalhos supra citados. Isto posto, o que se pretende fazer nesta parte é dar realce a alguns aspectos que demarcam aquilo que entendemos como principais semelhanças e diferenças entre ambos os livros.

A Teoria Geral é um texto complexo, aborda diversas questões e usa mais de um método de análise. Para autores como Kregel (1976) e Chick (1991), a Teoria Geral, entendida como o conjunto formado pelo livro e pelos escritos de 1937, conteria três modelos de análise fundados, não na ausência ou presença de expectativas, desapontamentos ou incerteza, mas em distintas hipóteses acerca da maneira pela qual estes fenômenos afetam o sistema. Esta posição parece compatível com a de Shackle (1991) que atribui à Teoria Geral a adoção do método do equilíbrio estático, assim como com a posição de Amadeo (1986 e 1988).

Segundo Kregel (1976), Keynes teria levado em consideração três fatores expectacionais importantes que distinguiriam os modelos da Teoria Geral. No primeiro modelo, denominado por Kregel de “*Modelo de Equilíbrio Estático*”, cuja referência é o artigo de 1937 do *Economic Journal*, o estado da expectativa de longo prazo é constante no momento da tomada de decisão e as expectativas de curto prazo são sempre realizadas. Deste modo, mesmo em um ambiente de incerteza, é possível constituir relações estáveis entre as variáveis do sistema. Num tal modelo, os agentes alcançam o ponto de demanda efetiva instantaneamente em uma posição de equilíbrio abaixo do pleno emprego. No segundo modelo, denominado pelo autor de “*Modelo de Equilíbrio Estacionário*”, cujas referências são os 18 primeiros capítulos do livro, as expectativas individuais de curto prazo podem ser desapontadas, de modo que os agentes encontram o ponto de demanda efetiva por tentativa e erro. Por fim, o terceiro modelo, referido como de “*Modelo de Equilíbrio Móvel*”, corresponde aos capítulos finais da Teoria Geral, em que o desapontamento das expectativas de curto prazo altera o estado das expectativas de longo prazo. Sua implicação mais importante é que não só os agentes falham em encontrar o ponto de demanda efetiva, mas, principalmente, que não é possível, em uma tal situação, constituir relações estáveis no sistema.

De um ponto de vista metodológico, estes três modelos de análise são distintos daqueles encontrados no Tratado. Segundo Amadeo (1988), naquela obra, Keynes não havia feito opção pelas abordagens de equilíbrio, mas sim pelo uso tanto do método histórico estático (na definição das equações fundamentais), como do método histórico dinâmico (análise do ciclo).

Esta reversão metodológica, não se configura, entretanto, como “*um passo desnecessário e para trás*” (Shackle, 1991: p. 177). Na verdade, a opção pelo método do equilíbrio e, por vezes, à estática comparativa, está associada à necessidade de demonstrar que a norma do sistema, entendida como uma posição regular (equilíbrio) e estável, se refere à situação de desemprego e não de pleno emprego. Mais do que isto era preciso demonstrar que as situações de desemprego não eram resultado de desequilíbrios do sistema ou movimentos cíclicos, tal como descrito no Tratado.

Esta mudança de foco, certamente, pode ser vista como o traço distintivo mais importante entre as duas obras. Esta diferença não parece se configurar como ruptura, senão como evolução e refinamento das idéias, que se manifestam, sobretudo, na definição do papel da incerteza e do mecanismo de ajuste entre poupança e investimento.

Desta forma, para os propósitos deste artigo, interessa analisar, brevemente, a relação entre os três elementos que constituem as variáveis exógenas ou determinantes do sistema de Keynes, na Teoria Geral, isto é, a lei psicológica da propensão marginal a consumir, as noções de expectativa e incerteza e a preferência pela liquidez e estabelecer sua conexão com o Tratado.



De acordo com Kregel (1980), é a conexão destes três elementos que produz os resultados, de desemprego e instabilidade como regra do sistema capitalista, na Teoria Geral.

A propensão marginal a consumir retoma, de uma maneira mais bem elaborada, a percepção de Keynes, no Tratado, acerca da possibilidade de desequilíbrio entre poupança e investimento. O fato de que os salários são recebidos em dinheiro implica, como já se viu, que uma parcela da renda pode não ser direcionada ao gasto de nenhum tipo, o que pode gerar um descompasso entre o volume de poupança e o valor dos investimentos. Entretanto, desde que a poupança seja utilizada para financiar o investimento, este descompasso desaparece.

Neste sentido, a lei psicológica da propensão marginal a consumir é uma condição necessária, mas não suficiente para garantir um equilíbrio abaixo do pleno emprego, ou, como prefere Kregel, “[it] is not by itself sufficient to disarrange Say’s laws.” (1980: p. 35). Para que isto ocorra, é preciso um elemento adicional que faça com que a renda poupada não tenha nenhuma relação direta e previsível com o dispêndio futuro. É justamente a noção de expectativa e de incerteza que garante este descompasso.

Enquanto a renda corrente pode ser um determinante adequado para a decisão de consumo, no caso do investimento, é a renda esperada que é relevante. A implicação imediata disto é que se a decisão de poupar tem como corolário uma redução das receitas correntes e se a decisão de investir independe da renda corrente, então, nem consumidores, nem investidores têm como prever qual será a renda futura. Logo, a existência de poupança não pode ser considerada um sinal para o investimento.

Neste sentido, o sistema falha em alcançar o pleno emprego porque não há mercado capaz de ligar decisões de consumo no futuro com decisões de (não) gasto no presente. De qualquer forma, ainda que as motivações para o ato de poupar e investir sejam distintas, isto é, os sinais que orientam uma ou outra decisão sejam diferentes, isto, por si só, não garante que o aumento do desejo de entesourar não seja equivalente ao aumento do desejo de manter investimentos.

Segundo Kregel é exatamente o desenvolvimento da teoria da preferência pela liquidez que reúne, junto com os dois elementos apresentados anteriormente, as condições necessárias e suficientes para negação da lei de Say. Para este autor, “*Keynes was led to identify the crucial feature of a monetary production economy that allowed consumers not to spend all of their income, not to know what they would consume in the future, and to forestall decision over expenditure of their income: a store of value that preserves the purchasing power of current income.*” (Kregel, 1980: p. 39).

Tal como se argumentou no início deste trabalho, é a capacidade da moeda de preservar poder de compra ao longo do tempo, isto é, de ser reserva de valor, que impede que a decisão de abdicar de consumo no presente tenha necessariamente que implicar em uma decisão de gasto de qualquer natureza, em um futuro previsível. Isto ocorre porque, como a moeda carrega o poder de compra no tempo, esta decisão pode ser adiada por um período não definido.

A peça final deste quebra-cabeça está na justificativa da preferência pela liquidez vis a vis ativos menos líquidos, uma vez que a primeira nada rende e os demais são capazes de prover uma *quasi-renda* qualquer por seu uso.

No capítulo 17, Keynes foi capaz de descrever o mecanismo pelo qual a taxa de retorno (juro) do ativo moeda, medida em termos de si mesmo, é superior a de qualquer outro ativo.

As elasticidades de substituição e produção iguais a zero implicam que um aumento na demanda por moeda não redunde em aumentos na sua produção, ao contrário dos demais ativos, para os quais, elevações na demanda acarretam crescimento da oferta. De acordo com o autor,

*se os outros bens fossem abandonados a si mesmos, as ‘forças naturais’, isto é, as forças comuns do mercado, tenderiam a fazer baixar as suas taxas de juros até que o pleno emprego produzisse nas mercadorias, em geral, a inelasticidade da oferta que supusemos como uma característica normal da moeda. Desse modo, à falta de moeda e (...) de qualquer outra mercadoria com as características que atribuímos à moeda, as taxas de juros só se equilibrariam em condições de pleno emprego (1936: p. 184).*

E mais adiante conclui que:

*[o] volume do investimento não pode ser aumentado quando a mais alta das taxas de juros específicas de todos os bens disponíveis, medidos por certo padrão [a moeda], é igual à mais alta das eficiências marginais de todos os bens, medida pelo mesmo padrão.*

*Em condições de pleno emprego, esta condição satisfaz-se necessariamente. Mas ela também pode ser satisfeita antes que o pleno emprego seja alcançado, caso haja algum bem cujas elasticidades de produção e de substituição sejam nulas (...), e cuja taxa de juros decline, à medida que sua produção aumente mais lentamente que as eficiências marginais de bens de capital medidas em termos desse bem. (Idem: p. 184-185).*

Em síntese, o elemento que dá unidade e completude teórica à possibilidade de uma posição estável de desemprego é a existência da preferência pela liquidez. Mas em que medida, estes aspectos da Teoria Geral se conectam com o Tratado?

Como já foi dito, existem, tanto pontos de ruptura, como de continuidade entre uma obra e outra. No primeiro caso, deve-se ressaltar, sobretudo a mudança de foco. No Tratado, o objeto de reflexão de Keynes era a inflação, ao passo que na Teoria Geral suas atenções estiveram voltadas ao problema do emprego. Outro aspecto importante é que o tratamento das questões propriamente monetárias, como o funcionamento do sistema financeiro e a operacionalidade da política monetária foram abordados de maneira bem mais densa no primeiro livro que no segundo.

O segundo caso é mais complexo, pois se trata aqui de explicitar como alguns elementos teóricos contidos no livro de 1936 podem ser entendidos como evolução ou desdobramento das idéias esboçadas no Tratado.

No que diz respeito à unidade temática, dois elementos merecem destaque: a desigualdade entre poupança e investimento e o papel das expectativas.

O primeiro elemento revela, tanto em uma obra como em outra, o fato de que, dado que os rendimentos dos fatores são recebidos em dinheiro, não há nenhum mecanismo automático que garanta a coordenação das decisões de poupança e investimento. No Tratado este tema é abordado através do argumento das distintas motivações que induzem um ou outro tipo de decisão, bem como através da diferença no tempo que leva para ser concluída cada decisão. Na Teoria Geral, a propensão marginal a consumir garante o desequilíbrio entre renda e consumo, a eficiência marginal do capital – uma vez que é determinada pelo rendimento futuro esperado e não pela renda corrente, como no caso do consumo – afiança a existência de motivações diferentes. Porém, é a preferência pela liquidez que estabelece a condição suficiente para o desequilíbrio *ex ante* entre poupança e investimento.

Isto ocorre porque a preferência pela liquidez, e, mais precisamente, o processo de determinação da taxa de juros está associado à interação entre o **estoque de títulos** (*securities*) e o **estoque de moeda**, de modo que é perfeitamente possível que a taxa de juros que equilibra estes estoques seja diferente daquela que porventura pudesse equilibrar os **fluxos de poupança e investimento**.

Para Shackle dada a magnitude dos estoques vis a vis os fluxos é impossível que a taxa de juros seja capaz de igualar a poupança ao investimento. Como observa o autor,

*Aquelas (...) taxas de juros, que têm a tarefa de igualar o desejo dos emprestadores e o desejo dos tomadores de criar um acréscimo líquido ao estoque de debêntures [securities], têm também a tarefa de igualar o desejo dos possuidores, ou de possuidores em potencial, de debêntures [securities] existentes com a quantidade de debêntures [securities] existentes que se requer sejam mantidas. O enigma e o dilema da teoria da taxa de juros é se a taxa de juros (...) pode realizar ambas as coisas ao mesmo tempo.*

*(...) O mercado para debêntures novas e velhas combinadas é dominado pelo vasto estoque de debêntures antigas e pela grande massa de dinheiro que existe continuamente em mãos dos indivíduos ou firmas que estão no momento temerosos de uma queda de preço dos títulos. Contra essas grandes massas preexistentes, sempre prontas para serem jogadas no mercado por qualquer movimento de taxa de juros de amplitude suficiente, pouca influência pode ser exercida pelas quantidades de novas debêntures emitidas, ou pelas poupanças recém acumuladas, dentro de um curto período (...). É assim que a taxa de juros, ou o sistema de taxas, pode ser excessivamente alto para permitir o pleno emprego. (...). “Preferência pela Liquidez” é uma explicação do nível das taxas de juros que as libera da obrigação de, ou da sua competência para igualar o fluxo de poupança planejada de pleno emprego com o fluxo de investimento líquido planejado de pleno emprego, e as deixa livres para serem excessivamente elevadas para esta equalização, de forma que haja desemprego generalizado(...).*

A abordagem da preferência pela liquidez é basicamente a mesma no Tratado e na Teoria Geral. A diferença fundamental diz respeito ao papel proeminente que a incerteza joga no segundo livro. Além, disso, Keynes não fora capaz de perceber a incapacidade de a taxa de juros realizar o equilíbrio *ex post*

entre poupança e investimento, pois desconhecia o mecanismo do multiplicador no texto de 1930. Ainda que tivesse considerado os efeitos secundários sobre o emprego em “*Can Loyd George can do it?*”, um panfleto escrito com Hubert Henderson em 1928, Keynes somente tomou consciência do efeito multiplicador após a publicação do artigo de Kahn em 1931<sup>22</sup>.

O multiplicador cumpre uma função especial na Teoria Geral e na evolução do pensamento de Keynes, pois é ele que permite que as variações na renda agregada se constituam como o mecanismo que garante o equilíbrio entre poupança e investimento *ex post*.

De um modo bastante esquemático, as mudanças ocorridas no pensamento de Keynes entre uma obra e outra se referem a três questões centrais: 1) a ruptura metodológica (método histórico ou de desequilíbrio no Tratado e equilíbrio na Teoria Geral) necessária à demonstração de que a norma do sistema é o desemprego; 2) o papel proeminente que joga a incerteza na obra de 1936; 3) e, por fim, o efeito multiplicador como elemento chave do mecanismo de igualação entre poupança e investimento através das variações da renda. No que se refere às continuidades, é possível afirmar que o papel central da moeda, o mecanismo de determinação da taxa de juros e a teoria do investimento já estavam presentes no Tratado e sofreram apenas alguns reparos na Teoria Geral, sendo o mais importante a relação destes elementos com a noção de incerteza.

#### Referências Bibliográficas

AMADEU, Eduardo J. Teoria e método nos primórdios da macroeconomia (I): a transição do Tratado para a Teoria Geral de Keynes. *Revista Brasileira de Economia*. Rio de Janeiro, vol. 40, nº 1, jan/mar. 1986.

\_\_\_\_\_. Teoria e método nos primórdios da macroeconomia (II): a tríade pós-wickselliana. *Revista Brasileira de Economia*. Rio de Janeiro, vol. 40, nº 21, abr./jun. 1986b.

\_\_\_\_\_. *Keynes Principle of Effective Demand*. Edward Elgar, 1988.

ASIMAKOPULOS, Athanasios. *Keynes General Theory and Accumulation*. Cambridge University Press, 1991.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Prefácio. In: Braga, J.C.S. *Temporalidade da Riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo*. Coleção Teses, Editora da UNICAMP. Campinas, Instituto de Economia, 2000.

CARVALHO, Fernando C. Keynes e o longo período. In: Lima, G.T. e Sicsú, J. *Macroeconomia do Emprego e da Renda: Keynes e o Keynesianismo*. Editora Manole, 2003.

\_\_\_\_\_. *Mr. Keynes and the post keynesians: Principals of Macroeconomics for a Monetary Production Economy*. Edward Elgar, 1992.

CHICK, Victoria. *Macroeconomia após Keynes: um reexame da Teoria Geral*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1993.

\_\_\_\_\_. On Open Systems. *Revista de Economia Política*, vol. 24, nº 1 (93), Janeiro-Março, 2004.

DAVIDSON, Paul. *Money and the Real World*. Macmillan Press, 1986.

DILLARD, Dudley. Keynes and Marx: a centennial appraisal. *Journal of Post Keynesian Economics/Spring*, vol. VI, Nº 3, 1984.

\_\_\_\_\_. Teoria de uma economia monetária. In: Kurihara, K. (ed.) *Economia poskeynesiana*. Madri, Aguillar, 1974.

DIMAND, Robert W. *The Origins of the Keynesian Revolution: The Development of Keynes' Theory of Employment and Output*. Stanford University Press, 1988.

ERTÜRK, Korkut. On the Keynesian notion of equilibrium and dynamics. *Cambridge Journal of Economics*, 20, p. 271-386, 1996.

\_\_\_\_\_. From the Treatise to the General Theory: the transformation of Keynes's theory of investment in working capital. *Cambridge Journal of Economics*, 22, p. 173-185, 1998.

HARROD, Roy. *Money*. Macmillan St Martin's Press, 1970.

<sup>22</sup> Para uma discussão aprofundada sobre a gênese do multiplicador veja Dimand (1988) e Shackle (1991)

- KAHAN, Richard. *The making of Keynes' general theory*. Cambridge, Cambridge University Press, 1984.
- KEYNES, John Maynard. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Editora Atlas, 1990. Original, 1936.
- \_\_\_\_\_. A treatise on money. Vol. 1 e 2, 1930. Reproduzidos em KEYNES, J.M. *The collected writings of J.M. Keynes*, Edited by D. Moggridge. London, Macmillan, vol. 7, 1973.
- \_\_\_\_\_. Alternative Theories of the rate of interest. The General Theory and after. In: Keynes, J.M. *The collected writings of J.M. Keynes*, Edited by D. Moggridge. London, Macmillan, vol. XIV, 1973.
- \_\_\_\_\_. Ex post and ex ante. The General Theory and after. In: Keynes, J.M. *The collected writings of J.M. Keynes*, Edited by D. Moggridge. London, Macmillan, vol. XIV, 1973.
- \_\_\_\_\_. The ex ante theory of the rate of interest. The General Theory and after. In: Keynes, J.M. *The collected writings of J.M. Keynes*, Edited by D. Moggridge. London, Macmillan, vol. XIV, 1973.
- KREGEL, Jan. A. Economic Methodology in the face of uncertainty: the modeling methods of Keynes and the Post Keynesians. *The Economic Journal*, nº 86, p. 209-225, jun, 1976.
- \_\_\_\_\_. Markets and institutions as features of a capitalistic production system. . *Journal of Post Keynesian Economics*/Fall, vol. III, Nº 13, 1980.
- \_\_\_\_\_. Notas sobre os padrões na obra de Keynes. In: Lima, G.T. e Sicsú, J. *Macroeconomia do Emprego e da Renda: Keynes e o Keynesianismo*. Editora Manole, 2003.
- MARCUZZO, Maria Cristina. *From the Fundamental Equations to Effective Demand: 'natural evolution' or 'change of view'?* <http://w3.uniroma1.it/marcuzzo/homepage.html>. Retirado em 07 de junho de 2005.
- MILGATE, Murray. *Capital and Employment: A study of Keynes economics*. Academic Press, 1982.
- MINSKY, Hyman. *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale University Press New Haven and London, 1986.
- PATINKIN, Donald. *Keynes, Cambridge and the General Theory*. London, Macmillan, 1977.
- SECARRECIA, Mario. *Aspects of a new conceptual integration of Keynes's Treatise on Money and the General Theory: Logical time units and macroeconomic price formation*. file:///D:/Work/2002\_Contract/UNIVERSITY/ENGLISH/WP/KEYNESTreatise\_ww.htm. Retirado em 17/05/05.
- VICARELLI, Fausto. *Keynes: The instability of Capitalism*. London. Macmillan Press, 1993.