

# O PENSAMENTO ECONÓMICO DE J.M. KEYNES

**Aportado por: Mario Gómez Olivares**  
**Departamento de Economia**  
**Instituto Superior de Economia e Gestão**  
**Universidade Técnica de Lisboa**  
[magoliv@iseg.utl.pt](mailto:magoliv@iseg.utl.pt)  
[www.iseg.utl.pt/~hpe/html](http://www.iseg.utl.pt/~hpe/html)

## 1. Introdução

A visão económica de Keynes sobre o capitalismo sustenta-se na precariedade da acção de mecanismos reguladores que garantissem uma tendência re-equilibradora das forças indutoras do investimento no sentido de um óptimo de produção e emprego.

Keynes admite que existem forças de reequilíbrio, mas contesta o seu carácter automático e duvida que sem a utilização deliberada de mecanismos de intervenção colectiva se consigam situações de equilíbrio, distinguindo entre situações de equilíbrio e situações óptimas de equilíbrio. Contesta também que os teóricos do laissez-faire tenham dado uma correcta visão do modo como essas forças actuam. Keynes escreveu que as velhas receitas à la laissez-faire não servem:

**“the doctrines of laissez faire have ceased to be applicable to modern conditions”...“ the nineteenthcentury laissez-faire system was passing away”<sup>1</sup>.”The trouble today is that we are violently out of equilibrium, and we cannot wait long enough for laissez-faire remedies to bring their reward”<sup>2</sup>.**

No `Historical Retrospect`, esboço escrito em 1932 de preparação da Teoria Geral, Keynes escreve:

**“The orthodox equilibrium theory of economics has assumed, or at least not denied, that there is natural forces tending to bring the volume of the community’s output, and hence its real income, back to the optimum level whenever temporary forces have led it to depart from this level. ..it now seems to me that the economist, in their devotions to a theory of self adjusting equilibrium, have been, on the whole, wrong in their practical**

---

1 J.M. Keynes, CWJMK, vol. X, pp. 329-330.

2 J.M. Keynes, CWJMK, vol. XIII, p. 198-199.

**advice and the instinct of practical men have been, on the whole, the sounder”<sup>3</sup>.**

Keynes nega o carácter natural das forças do reequilíbrio e contesta a justeza dos conselhos baseados na não intervenção. Numa esplêndida alocução radial para a BBC, intitulada "Poverty in Plenty", Keynes delinea o mesmo argumento<sup>4</sup>

Keynes desmente a tendência inerente, natural ao reequilíbrio do sistema serva como uma justificação apenas para os erros e omissões do sistema no longo prazo. Na Teoria Geral esta visão manifesta-se na demonstração de que no mundo capitalista as decisões dos agentes económicos são inevitavelmente tomadas na base de expectativas sobre o futuro económico em condições de incerteza, que a instabilidade do capitalismo reside na variabilidade da taxa de investimento, o que provoca em última instância a variabilidade do nível do emprego:

**“ it is an outstanding characteristic of the economic system in which we live that, whilst it is subject to severe fluctuations in respects of output and employment, it is not violently unstable. Indeed it seems capable of remaining in a chronic condition of sub-normal activity for a considerable period without any marked tendency either towards recovery or towards complete collapse”<sup>5</sup>.**

A existência de um nível de equilíbrio com subemprego é uma característica do capitalismo: “Thus for a society such as we have supposed, the position the equilibrium, under conditions of laissez-faire, will be one in which employment is low enough and the standard of life sufficiently miserable to bring saving to zero. More probably there will be a cyclical movement round this equilibrium position”<sup>6</sup>.

Associada a esta situação de persistência do desemprego está a impossibilidade da taxa de juro descer o suficiente, quando a eficácia marginal do capital tende a zero:

**“In fact, however, institutional and psychological factors which set a limit much above zero to the practicable decline in the rate of interest. In particular the cost of bringing borrowers and lenders together and uncertainty as to the future of the rate of interest set a lower limit”...”  
than the rate of interest can fall in the face of the prevailing institutional and psychological factor, can interfere, in conditions mainly of laissez-faire, with a reasonable level of employment and with the standard of life which the technical conditions are capable of furnishing”<sup>7</sup>.**

Se por alguma razão, sublinha Keynes, a taxa de juro não pudesse descer mais rapidamente que a eficiência marginal do capital, de modo que a

---

3. Idem, p. 406.

4 J.M. Keynes , " Is The Economic System Self-adjusting: Poverty in Plenty", CWJMK , vol.XIII, p. 486-191.

5J.M. Keynes , " The General Theory", CWJMK, vol. VII, p. 249.

6 J.M. Keynes , " The General Theory", CWJMK, vol. VII, p. 218.

7Idem, pp. 218-219.

acumulação de riqueza correspondesse àquela que coincide com a quantidade de poupança da comunidade à taxa de juro que iguala a eficiência marginal do capital, o pleno emprego não pode ser atingido. Sendo o capital escasso, o estado deve intervir de modo assegurar que o equipamento produtivo atinja o ponto de saturação, e a taxa de juro deverá ser aquela que assegure o investimento de pleno emprego, em tal situação, conclui Keynes.

A determinação do nível do output e do emprego como um todo é o objectivo da Teoria Geral. O modo como se determina é independente da afirmação que esse nível pode manter-se:

**”round an intermediate position appreciably below full employment and appreciably above the minimum employment a decline below which would endanger life”<sup>8</sup>.**

Mas esta posição intermédia abaixo da posição de pleno emprego não está determinada por tendências naturais nem existem princípios que impeçam que não se tomem medidas a fim corrigir as falhas do sistema. Neste sentido, em consonância com a sua previsão, Keynes propõe-se na Teoria Geral, não apenas estudar as determinantes do nível do equilíbrio do output e do emprego, como elucidar porque a teoria dita clássica ancorada nas ideias de *laissez-faire* não consegue ser uma teoria geral, i.e., porque o salário monetário é rígido à baixa, o que invalida a política de redução dos salários nominais para conseguir mais emprego e, porque a taxa de juro é recalcitrante, quando a eficiência marginal do capital desce, o que reduz ou elimina as virtudes da política monetária.

Da visão da inexistência de mecanismos automáticos, forças, naturais re-equilibrantes do sistema resulta um alento muito importante e positivo para a teoria de Keynes, permite-lhe avançar para o estudo da capacidade inerente ao sistema económico de produzir em condições de *laissez-faire* desemprego de modo permanente como uma característica substantiva do capitalismo<sup>9</sup>.

### O Fim do *laissez-faire*

Keynes descreve a Europa emergente da Primeira Grande Guerra, como uma Europa do descalabro, da desorganização, da penúria e miséria dos povos. O fim do *laissez-faire* aparece sobretudo como resultado do processo de involução da civilização contemporânea. Os políticos dos países vencedores que negociavam o futuro dos países vencidos não mostravam preocupação com a vida económica, mas quase exclusivamente com as indemnizações reparatórias e o botim de guerra. A guerra tinha desorganizado a frágil e complexa organização económica europeia, desarticulado as finanças públicas e o comércio entre as nações e sobretudo retirado a base de sustentação da vida

<sup>8</sup>J.M. Keynes, "The General Theory", p. 380. Idem, p. 254.

<sup>9</sup>Ver "Economic Possibilities for our Grandchildren", in J.M Keynes CWJMK, vol. X, pp. 321-332.

nos territórios atingidos pela guerra. Os seus alicerces: o carvão, o aço, os transportes, o comércio com produtos têxteis e matérias primas, deixavam de ser a base de um nível de vida próspero para uma boa parte dos cidadãos. Europa regredia em vez de progredir, sendo o problema da fome e do emprego o que mais urgente se colocava<sup>10</sup>. Os novos fenómenos como o desemprego, não encontravam resposta nem teórica, nem prática, deixando a sociedade capitalista sem flexibilidade e prestes a sucumbir às hordas irracionais. Mas numa situação de nova crise os trabalhadores estariam prontos para o assalto revolucionário antes que perecer de fome: “Men will not always die quietly”<sup>11</sup>. A existência de um princípio válido que garantisse a regulação automática do sistema económico, gerando desse modo coordenação dos mecanismos económicos tem o seu mais claro desmentido no vasto e massivo desemprego que afectou a Inglaterra nos anos 20`s.

Keynes, desde muito cedo, estava convencido que da mudança de século tinham resultado novos comportamentos dos agentes económicos, pelo que as velhas receitas do laissez-faire estavam caducas e as velhas instituições paralisavam a actividade. Em segundo lugar, servindo-se do exemplo da deflação Keynes argumenta que os mecanismos automáticos não tinham a supremacia reguladora anteriormente atribuída pelos políticos, economistas e empresários. A discussão sobre a re-introdução do padrão ouro põe em relevo que Keynes associava a falta de mecanismos automáticos com as consequências económicas e sociais que o preocupavam: a ordem social e o desemprego. Este era um problema britânico, derivado das condições de Inglaterra como praça financeira mundial, que ao optar por uma libra forte, condenava a industria exportadora à recessão e os trabalhadores ao desemprego.

A política económica de Keynes punha em causa teoricamente o laissez-faire, pois admitindo que os ajustamentos no sentido do equilíbrio seriam muito lentos, a intervenção externa ao sistema seria inevitável. Por exemplo, uma redução dos salários monetários iria nesse sentido: "a reduction of money wages by 10 per cent will ease unemployment in five year`s time. In the meanwhile you must grin and bear it"<sup>12</sup>, pelo que seria inevitável implementar a crítica às hipóteses que auxiliavam a aceitação dos tipos de ajustamentos consentidos como válidos, no pressuposto que persistem forças que

---

<sup>10</sup>Estas ideias se encontram no seu primeiro livro de consagração pública "The Economic Consequences of the Peace". J.M. Keynes, CWJMK, vol. II. Tais factos estão bem relatados em R. Harrod, *The Life of J.M. Keynes*, MacMillan, London, 1963 e também em R. Skidelsky, *John Maynard Keynes: Esperanças Frustradas 1883-1920*, Alianza Editorial, 1986.

<sup>11</sup>Idem, p. 144..

<sup>12</sup>Idem, p. 199. A situação política na Inglaterra agravou-se com a queda do governo Laborista em Setembro de 1931, face a impossibilidade política de realizar eficazmente qualquer medida e com o desemprego subindo acima dos 20%. Com a substituição do governo Laborista por um governo de Unidade Nacional encabeçado por R. MacDonald, (Ver N. Kaldor, "Keynes as an Economic Adviser", pp. 2-27, in A.P. Thirlwall, *Keynes as a Policy Adviser*, The MacMillan Press, 1982.) Inglaterra saiu do padrão internacional, Keynes escreve "we have got the relief we needed and, at the same time, the claims of honour have been, in the judgement of the whole world, satisfied to the utmost"(J.M. Keynes, CWJMK, vol. IX, p. 245). As tarifas não se justificavam e a taxa de juro não estava limitada às exigências do padrão ouro, pelo que o caso especial das obras públicas não era aplicável. Mas Keynes continua o seu curso na direcção de uma nova teoria em que a intervenção do estado surge como garante do incentivo ao investimento, não como caso especial mas como condição necessária para estabilidade do sistema capitalista.

equilibrariam os mercados. Essa urgência crítica permite o fabrico de um novo modelo teórico posto de pé no lugar da velha teoria. Mas é preciso deixar claro quais alicerces estão podres para que depois a nova arquitectura seja colocada em evidência. Bem no início da Teoria Geral Keynes sublinha que a teoria `clássica` constitui um `caso especial` que não têm como sustrato a sociedade em que actualmente vivemos, pelo que o seu ensino é desacertado e desastroso quando se procura aplica-lo aos factos de post guerra<sup>13</sup>. Por isso a crítica à teoria de juro e do mercado de trabalho representam um aspecto fulcral. Se a teoria clássica não funciona é necessário uma outra teoria

## 2. A crítica ao mercado de trabalho neoclássico

Na período de preparação da Teoria Geral Keynes crítica a teoria clássica do mercado de trabalho de modo enérgico, colocando em evidência o carácter desacertado de determinado dos seus postulados.

Os argumentos clássicos sobre as forças que determinam o volume de emprego assentavam em dois postulados: primeiro, o salário é igual ao produto marginal. O salário de uma pessoa empregada é, em qualquer tipo de equilíbrio, curto ou longo, igual ao produto que seria perdido se o emprego fosse reduzido em uma unidade; segundo, em equilíbrio a utilidade do salário, quando é dado o volume de trabalho empregado, é igual a utilidade marginal desse volume empregado<sup>14</sup>. O primeiro postulado dá-nos a função procura de trabalho, o segundo a oferta. Quando a oferta  $N^s$  iguala a procura  $N^d$  o emprego da teoria clássica é determinado.

O primeiro postulado significa que, dada uma técnica, existe uma correlação única entre salários reais e o volume de emprego, de modo que um incremento no emprego pode apenas resultar de uma descida da taxa de salário real. Isto não significa que para reduzir o salário real se reduz o salário monetário e que por essa via se aumente o emprego.

A teoria clássica da determinação do volume dos recursos disponíveis empregáveis não foi desenvolvida mais ela é óbvia, conseguintemente o aumento do emprego apenas é possível se a) aumenta a produtividade marginal do trabalho, b) se diminui a desutilidade do trabalho e c) se aumentam os preços dos bens não-salariais em relação aos preços dos bens salariais do que resulte um aumento da procura das pessoas não-assalariadas de bens não-salariais em relação aos bens salariais<sup>15</sup>. Certos tipos de desemprego são

<sup>13</sup>Ver Teoria Geral, p.3.

<sup>14</sup>J.M. Keynes, "The Parameters of a Monetary Economy", CWJMK, vol. XIII, p. 396-397.

<sup>15</sup> Keynes escreve em Novembro de 1934 a G.B. Shaw: "To understand my stand of mine, however, you have to know that I believe myself to be writing a book on economic theory which largely revolutionise, -not, I suppose, at once but in the course of the next ten years- the way the world thinks about economic problems, when my new theory has been duly assimilated and mixed with politics and feeling and passions, I can predict what the final upshot

compatíveis com estes postulados o desemprego friccional, desemprego voluntário e friccional, também o sazonal ou casual. O desemprego é voluntário devido à recusa de uma unidade de trabalho em aceitar uma recompensa inferior ao seu produto marginal.

A explicação da teoria clássica sobre o desemprego é baseada na suposição de que uma redução do salário monetário é a mesma coisa que uma redução do salário real. Keynes nega que o salário real seja determinado pelo salário monetário, alias ambos estão determinados por outras forças<sup>16</sup>. O verdadeiro teste não é saber se os trabalhadores aceitam um salário monetário inferior, mas se abandonam o trabalho quando o salário monetário é inferior ao seu produto marginal, considerando que no mundo actual os salários são salários monetários. Os trabalhadores não abandonam o seu serviço quando o produto real dos seus salários é inferior, uma redução dos salários não provoca uma descida da oferta de trabalho existindo então desemprego involuntário.

Keynes não nega que uma diminuição dos salários reais afecte positivamente o emprego, o que afirma é que os salários reais vem determinados por outras forças e que essas forças determinam o volume de emprego apenas se os trabalhadores aceitam os concomitantes salários reais.

Como a teoria clássica assume que a recusa em aceitar um salário monetário mais baixo é a mesma coisa que a recusa em aceitar um salário real mais baixo, o trabalho como um tudo pode fazer com que os salários reais desçam, comprimindo suficientemente os salários monetários. Se não é o caso, argumenta Keynes, o volume do emprego não depende do nível dos salários monetários.

O problema é que quando os lucros e os preços caem na mesma proporção que os salários monetários, a menos que os empresários gastem mais dos seus rendimentos ou que as condições no mercado monetário façam descer a taxa de juro( se os preços caem e a taxa de juro desce, menos dinheiro é necessário para as transacções), acontece que o valor do dinheiro muda sem nenhum cambio no salário real. Mas se o artifício de uma queda dos salário monetários não resulta, o argumento formal de que uma queda nos salários monetários é associado com uma queda dos salários reais não se mantêm .

A luta pelos salários monetários é realmente uma luta pela distribuição do montante total dos salários entre os assalariados. Os sindicatos opõem-se a uma descida dos salários monetários, mas não se opõem a pequenas reduções nos salários reais através de um aumento dos preços.

O argumento clássico pressupõe que os factores são remunerados em termos de uma predeterminada parte do produto total da indústria, e não como sumas de dinheiro, a teoria clássica pressupõe uma economia cooperativa. Numa economia cooperativa existe uma tendência para uma recompensa

---

will be in its effect on action and affairs. But there will be a great change, and, in particular, The Ricardian foundations of Marxism will be knocked away.

J.M. Keynes, "To a letter to George Bernard Shaw, 1 January 1935", in CWJMK , vol. XIII, pp. 492-493.

<sup>16</sup>Keynes discute a posição clássica na base do livro de A. Pigou, "The Theory of Unemployment"; sobre a relação salários reais, monetários e emprego ver capítulo 10, parte II. Existe no vol. XIII das CWJMK , pp. 311-326, um epistolário sobre este livro entre Keynes, Robertson e Shove. A resposta de Pigou à crítica de Keynes encontra-se no livro de Pigou " Full Emploument and equilibrium".

óptima, as desviações são causa da intervenção do sindicatos o falhas nos governos. Os economistas pensam em  $C \Rightarrow M \Rightarrow C1$  enquanto que os negociantes pensam  $M \Rightarrow C \Rightarrow M1$ . Isto é como  $M1 - M$  tende para ser negativo, existirá uma tendência para a deflação e o desemprego. Para a teoria clássica  $M1 = M$ .

As flutuações na relação entre rendimentos obtidos através do output corrente e rendimentos gastos em consumo pode-se chamar flutuações na procura efectiva. Um maior gasto provoca um excesso de procura efectiva (inflação), um gasto menor gera um déficite de procura efectiva (deflação). Se os factores são pagos em moeda e gastam todo o seu rendimento monetário comprando o output corrente a economia é neutral. A essência de uma economia neutral é de que os rendimentos que resultam do output corrente são complementemente gastos no output corrente. Numa economia neutral, não existe nem excesso nem déficite, pelo que os preços, o emprego e os salários reais são estáveis.. Que a oferta cria a sua própria procura é verdade, no pressuposto de uma procura efectiva constante O problema está na flutuação da procura efectiva. Keynes emite a sentença: a despesa cria o seu próprio rendimento

A teoria clássica apenas pode admitir que as não reduções do salário real são fruto das acções combinadas dos sindicatos. Keynes rechaça que os trabalhadores possam determinar o salário real através da negociação de diferentes salários nominais e por essa via mudar o salário, admite pelo contrário que as pessoas se mantêm a trabalhar aos salários actuais

Keynes rejeita que os trabalhadores possam determinar o salário real através da negociação de diferentes salários nominais e por essa via mudar o salário real. Os assalariados como um todo não podem fazer isso porque eles decidem do seu salário nominal, e se os salários descem, descem os lucros e os preços, deixando a salário real desafectado. Não existe nenhuma força no mercado de trabalho que faça com que os salários reais igualem a desutilidade marginal do trabalho.

Quando Keynes escreve posteriormente a Teoria Geral reelabora a sua crítica sem porém mudar o essencial. Continua aceitar sem grandes reparos o primeiro postulado dessa teoria: o salário deve ser igual ao produto marginal do trabalho<sup>17</sup>. Isto pode interpretar-se como aceitação e aplicação da análise marshalliana de curto prazo, em que as condições técnicas e a quantidade de meios de produção não mudam e, em que o produto marginal diminui com o aumento do emprego

Mas Keynes rejeita de maneira definitiva a validade do segundo postulado, segundo o qual a utilidade do salário, quando se usa um determinado volume de trabalho, é igual à desutilidade marginal desse mesmo volume de emprego. Segundo a teoria clássica, o trabalhador arbitra entre aceitar um salário que aumenta a sua utilidade marginal ou dedicar mais tempo

---

<sup>17</sup>A crítica à teoria do desemprego clássica está identificada na obra de A. C. Pigou, Ver "The Theory of Unemployment", Macmillan and Co, Limited, London, 1939.

ao lazer se essa utilidade é inferior ao salário recompensado, em concordância com a hipótese de agente maximizador<sup>18</sup>. Assim somente existe desemprego voluntário.

Keynes rejeita que uma descida do salário real, pelo aumento dos preços quando os salários monetários permanecem inalterados, iria forçar uma descida da oferta de trabalho disponível ao nível de salário corrente, abaixo do volume de emprego anterior à subida dos preços. O postulado clássico sobre a conduta dos trabalhadores equivale a dizer que aqueles desejosos de trabalhar ao salário corrente se retiram do mercado se o custo de vida se eleva ligeiramente. Ele sublinha que no caso de descida dos salários nem os empregados nem os desempregados diminuem a sua oferta de trabalho. O salário monetário equivalente na forma de bens de consumo não representa a desutilidade do trabalho, pois os trabalhadores estariam dispostos a trabalhar por um salário mais baixo<sup>19</sup>.

Keynes objecta fundamentalmente que os contratos e negociações entre empresários e trabalhadores determinem o nível do salário real. Os trabalhadores não estariam contra a redução do salário real, não fazem oposição à descida do seu salário real quando existe um aumento do volume total da ocupação, a menos que exista uma ameaça extrema de uma descida do salário real abaixo da desutilidade do trabalho do volume de emprego existente. Isto implica que o sindicatos resistem à descida dos salários reais, mais que podem aceita-los se isto contribuir para aumentar o emprego<sup>20</sup>, alias:

**“ The traditional theory maintains, in short, that the wage bargains between the entrepreneur and the workers determine the real wage; so that, assuming free competition amongst employers and no restrictive combination among workers, the latter can, if they wish, bring their real wages into conformity with the marginal disutility of the amount of employment offered by the employers at that wage”<sup>21</sup>.**

Este pressuposto não é consistente com a própria teoria clássica, que faz depender os preços do custo primo marginal medido em dinheiro e do facto dos salários nominais influenciarem esse custo. Se os salários monetários mudam, mudam também os preços, deixando os salários reais no mesmo nível anterior, o que os clássicos não assentem, em parte porque pressupõem que os trabalhadores fixam o nível de salário real compatível com o pleno emprego nas negociações colectivas e em parte porque acreditam que os preços são determinados pela quantidade de moeda. Seja dito que aqui Keynes esquece na Teoria Geral de dizer que os lucros devem descer juntamente com os preços,

---

<sup>18</sup>A existência deste postulado é o que permite explicar o desemprego segundo os autores clássicos, como sendo voluntário ou friccional, excluindo desse modo a existência do desemprego involuntário

<sup>19</sup>Esta ideia de Keynes é atribuída geralmente como o reconhecimento da chamada ilusão monetária, o que não é caso, pois como veremos Keynes atribui aos diferenciais relativos dos salários reais o motivo da conduta dos trabalhadores. A demonstração de Patinkin de que não existe ilusão monetária na abordagem de Keynes é quanto a mi convincente, ver D. Patinkin, "Keynes' Monetary Thought: A study of its Development", Durham, New Caroline: Duke University Press, 1976, pp 98-107.

<sup>20</sup>Alias tem vindo a ser prática do movimento sindical actualmente não apenas em assegurar que os salários mantenham o custo de vida como o elevem, ressaltando as condições do emprego.

<sup>21</sup>J.M. Keynes, " The General Theory", CWJMK, vol. VII, p. 11.



apenas assim faz sentido a sua afirmação de que quando descem os salários monetários e os preços, os salários reais se mantêm inalterados. Esta falsa confusão criada por Keynes deixa inalterado o facto que uma descida do salário nominal tem efeitos sobre as expectativas do consumo e por essa via sobre a procura efectiva. Não existe um mecanismo que diminuindo os salários reais aumente a procura efectiva, pois uma diminuição dos salários reais deveria provocar uma descida da taxa de juro e incentivar o investimento. Keynes sabia da rigidez dos salários monetários, admite que uma descida da unidade salarial aliviaria os custos primos marginais, mas contesta que esse alívio levaria a taxa de juro a descer, pelo qual considera a rigidez dos salários nominais menos importante que a rigidez da taxa de juro. A primeira objecção é mais fundamental que a por Keynes chamada fundamental: os trabalhadores não abandonam o seu emprego cada vez que o salário real diminui, i.e., quando a desutilidade do trabalho é maior que o salário.

A objecção ao 2º postulado clássico, mais teórica e fundamental, de que o nível dos salários está directamente determinado pelas negociações colectivas, obrigará Keynes a uma explicação teórica sobre as forças que determinam esse nível.

A atenção dos trabalhadores estaria mais centrada na manutenção dos seus salários reais relativos ao salário de outras categorias profissionais. A razão é que não existe mobilidade perfeita do trabalho que faça com que os níveis de salários se igualem, o que é por si razão suficiente para opor-se à descida dos salários monetários.

Keynes pretendeu sobre tudo demonstrar a existência do desemprego involuntário, que os clássicos não admitiam:

**“ Men are involuntary unemployed if, in the event of a small rise in the price of wage-goods relatively to the money-wage, both the aggregate supply of labour willing to work for the current money wage and the aggregate demand for it at that wage would be greater than the existing volume of employment”<sup>22</sup>.**

Esta definição coloca em relevo que tanto a oferta agregada de trabalho como a procura agregada de trabalho aos níveis de salário corrente, estão acima do volume de emprego<sup>23</sup>.

Para Keynes a teoria clássica representa um caso especial; os trabalhadores se comportam de tal modo que um crescimento dos preços dos bens salários não induz uma queda do desemprego. O paradoxo está em que os trabalhadores actuariam correctamente ao abandonar transitoriamente o mercado de trabalho, contudo do abandono do trabalho resultam enormes problemas, pelo que aplicar a teoria clássica às situações de desemprego involuntário é um artifício.

---

<sup>22</sup>Idem, p. 15.

<sup>23</sup>A conservação do segundo postulado implica que existe apenas desemprego voluntário e friccional, o que é consistente com uma teoria da distribuição dos recursos em condições de ocupação plena. Se rejeita-se o segundo postulado, é necessária uma teoria dos salários, que Keynes trata no capítulo 19.

Se o mercado de trabalho no sentido neoclássico explica apenas o desemprego voluntário numa situação de desemprego massivo e persistente, tal implicará a adopção de outras hipóteses sobre a conduta dos indivíduos e sobretudo discutir as causas do desemprego e as forças que determinam o nível do emprego.

Keynes elabora a suas hipóteses como resultado da sua mudança de opinião relativamente à doutrina ortodoxa, nomeadamente a sua apreciação contrária à possibilidade da descida dos salários monetários e à eficácia da política monetária. Esta teoria formula a teoria do emprego considerando que a eficácia marginal do capital determina o investimento, variável fundamental que juntamente com a propensão ao consumo determinam a procura efectiva. O desemprego resulta de uma falta de procura efectiva num mundo de incerteza, em que se conjugam a obstinação da taxa de juro de longo prazo, a desconfiança do mundo dos negócios juntamente com a ineficácia da política monetária.

A Teoria Geral é uma teoria do emprego de todos os factores de produção, enquanto que a teoria clássica analisa apenas um caso particular: o pleno emprego. Nesse sentido a Teoria Geral é uma teoria que põe em evidência a relação entre teoria e política económica, pelo que é um repto às concepções políticas ortodoxas.

A abordagem teórica de Keynes considera para além dos factores dados, as três leis psicológicas fundamentais: a propensão psicológica a consumir, a atitude psicológica referente à liquidez e a expectativa psicológica dos rendimentos futuros dos bens de capital (a eficiência marginal do capital), a unidade salário, tal como se determina nos convénios colectivos e, a quantidade de moeda, fixada pela acção do banco central. Estes factores determinam o rendimento nacional e o volume de emprego.

Isto não significa senão que o objecto a descobrir, o volume de emprego, em cada instante de tempo, depende do estudo de um complexo de factores nos quais se destacam aqueles que principalmente mudam no tempo de análise, seleccionando finalmente aqueles e as variáveis que se possam deliberadamente controlar ou regular por uma autoridade central.

A Teoria Geral responde a um problema para o qual a teoria económica não encontrava uma resposta: o desemprego involuntário; formula um quadro teórico: uma teoria do output e do emprego, e, um modelo que capta no essencial os princípios que pautam as condutas dos indivíduos, grupos sociais numa economia monetária. Numa outra circunstância, a relação entre as variáveis é determinada em consonância com o objecto a estudar. No prefácio a Teoria Geral Keynes explica-se:

**“This book, on the other hand, has evolved into a primary a study of the forces which determinate changes in the scale of output and employment; and, whilst it is found that money enters into the**

**economic scheme in an essential and peculiar manner, technical monetary details falls into the background”<sup>24</sup>.**

A posição dos clássicos: A.C. Pigou

A posição dos clássicos assentava em que, em princípio, nada acontece aos rendimentos não-salariais. Por hipótese, uma redução das taxas dos salários monetários de  $W$  para  $W-K$  e uma queda dos salário monetários no total de  $W \cdot N$ , para  $(W-K) \cdot N$ , com  $N$  a quantidade de emprego. Por hipótese os rendimentos monetários dos não-assalariados  $Q_1$  e  $Q_2$ ,  $Q_2$  e a quantidade de rendimento dos não assalariados despendidos em bens-salários, então, em princípio, os custos variáveis marginais dos bens de consumo cairão mais que os preços. Os custos variáveis marginais cairão em  $W - K/W$ . Na indústria de bens de capital, os preços não caem enquanto  $Q_1$  é gasto em bens de capital. Na indústria de bens salários os preços caíram em:  $[Q^2 + (W - K/N)] / (Q^2 + W \cdot N)$  e os custos em  $W - K/W$ . Por conseguinte, os preços não caem tanto como os custos marginais, pelo que pressupõe-se que o output cresce, todavia existe pressão através a concorrência para uma queda dos preços na direcção dos custos marginais. Pelo que: " the non-wage good industries receipt fall of.[ At the outset], in the non wage industries there was a rise in profit of  $N_1 \cdot K$  while in the wage goods industries there was a fall in profits of  $N_1 \cdot K$ ...As prices begin to fall both sums are reduced. The non-wage earners`income will have to fall off in the same proportion[as the fall in money wages]”... " there is no reason to suppose that the second postulates would arise in practice”<sup>25</sup>.

O paradoxo está em que os trabalhadores actuam correctamente ao abandonar transitóriamente o mercado de trabalho, contudo do abandono do trabalho resultam enormes problemas, pelo que aplicar a teoria clássica às situações de desemprego involuntário é uma artimanha.

Keynes reitera a contestação ao principio de Say, o qual se define como o axioma das paralelas clássico, em que todo acto de poupança individual conduz a um acto de investimento, de que os custos de produção se cobrem exactamente com as vendas derivadas da procura, que para um volume de produção considerado, o preço da oferta global é sempre igual ao preço da procura global:

" Those who think in this way are deceived, nevertheless, by an optical illusion, which makes two essentially different activities appear to be the same. They are fallaciously supposing that there is a nexus which unites to abstain from present consumption with decisions to provide future consumption; whereas the motives which determine the latter are not linked in any simple way with the motives which determine the former”<sup>26</sup>.

<sup>24</sup> J.M. Keynes , The General Theory, CWJMK , vol. VII, p. xxii.

<sup>25</sup>T. Rymes, " Keynes's Lectures 1932-35: Notes of a Representative Student", MacMillan, 1988, p.91.

<sup>26</sup>Idem, p. 21. 26

Se a lei de Say de que o preço de oferta é sempre igual ao preço de procura for verdade, isto significa que não existe nenhum obstáculo para o pleno emprego. O resto da história clássica também se mantém: a parcimónia privada e nacional têm vantagens sociais, a actitude tradicional relativamente á taxa de juro é correcta, as vantagens do laissez-faire em matéria de comércio livre é considerável, etc. Se o princípio de Say não for verdadeiro, não for verdade que o preço da procura e da oferta global se igualem, existirá a necessidade de desenvolver devidamente a teoria do emprego e reconsiderar as doutrinas sobre a taxa de juro.

### 3. A teoria da procura efectiva

“This book, on the other hand, has evolved into a primary study of the forces which determinate changes in the scale of output and employment; and, whilst it is found that money enters into the economic scheme in an essential and peculiar manner, technical monetary details falls into the background”<sup>27</sup>.

Keynes pretendeu construir uma teoria da procura efectiva como uma teoria das expectativas dos rendimentos a receber a longo prazo, partindo de uma situação, que é aquela que contempla a decisão de consumir ou poupar, ou de manter dinheiro líquido para especular em títulos ou investir produtivamente. Discutiremos assim a seguir os conceitos de oferta e procura agregadas e, em seguida, a relação entre estes e o volume de emprego.

#### 3.1.1. A oferta agregada e a procura agregada

As decisões de investimento dos empresários, que proporcionam os rendimentos aos produtores individuais, os quais por sua vez decidem sobre como empregar esses rendimentos, e as decisões dos indivíduos trabalhadores que utilizam parte do rendimento em consumo, determinam as condições de procura. O preço de oferta global da produção é determinado pelo volume de emprego cujos custos serão cobertos pela expectativa dos resultados a obter. O estado da técnica, o nível dos salários, os montantes dos meios de produção e da mão- de- obra não- empregue e as condições da concorrência nos mercados, determinam as condições de oferta para os produtores individuais e no seu conjunto. Assim, se a técnica, os recursos e o custo dos factores por unidade de emprego forem conhecidos, o montante deste para a firma e a indústria no seu conjunto, dependerão do produto que os empresários esperarem receber pela sua produção, dado que os empresários se esforçam por fixar o volume da ocupação no nível em que a diferença entre o valor do

---

<sup>26</sup> Idem.

<sup>26</sup> Idem, p. 135.

<sup>27</sup> J.M. Keynes, *The General Theory*, CWJMK, vol. VII, p. xxii.

produto e os custos dos factores seja máximo. Encontramo-nos de maneira muito clara e inequívoca numa situação de curto prazo<sup>28</sup>.

Designando por  $Z$  o preço de oferta global da produção que depende de  $N$  homens empregados, a relação  $Z = F(N)$  representa a função de oferta global. Sendo  $D$  o montante do produto que os empresários esperam receber pelo emprego de  $N$  homens, a relação  $D = f(N)$  representa a função de procura global. Se  $D$  for maior que  $Z$ , existirão condições para que os empresários ampliem a produção e o emprego, existirá o estímulo para que  $N$  cresça para além do nível actual, mesmo em situação de concorrência pelos factores, até ao ponto em que  $Z = D$ . O volume de ocupação será determinado pela intersecção de  $Z$  e  $D$ , quando  $Z(FN) = Df(N)$ , correspondente ao ponto em que as expectativas de lucro do empresário sejam máximas:

**“ The value of  $D$  at the point of the aggregate demand functions, where it is intersect by the aggregate supply function, will be called the effective demand”<sup>29</sup>.**

Assim, a procura efectiva, em vez de ter um valor de equilíbrio único, tem uma escala infinita de valores todos igualmente admissíveis consoante o ponto de intersecção entre  $Z$  e  $D$ , que não é obrigatório ser  $Z = D$ , pelo que o volume do emprego fica indeterminado, excepto no caso em que a desutilidade do trabalho marque um limite superior.

Se a um aumento de  $Z$  correspondesse um aumento em  $D$ , os empresários levariam a produção e o emprego até ao ponto em que  $Z$  se tornasse inelástico. Quando um aumento na procura efectiva não é acompanhada por um crescimento da produção e do emprego, não há pleno emprego:

O nível de emprego não depende do nível preexistente dos rendimentos, mas sim das decisões de investir e das estimativas actuais dos montantes de consumo correntes e futuros. Este carácter antecipado e estimativo das decisões, unido ao carácter probabilístico das previsões dos agentes sobre o futuro, representa uma inovação fundamental da teoria da procura efectiva. Se em Walras as categorias têm um carácter ideal, em Keynes estas têm um carácter antecipado.

A existência deste equilíbrio múltiplo é uma novidade teórica que decorre do carácter antecipado das decisões dos empresários e da própria incerteza do volume do emprego a utilizar. Uma vez determinado esse volume, o equilíbrio tornar-se-à único, embora possa ser um equilíbrio de subemprego.

### **3.1.2. O volume de emprego**

---

<sup>28</sup>Keynes assumindo que os empresários são agentes maximizadores, a pressupõe que as decisões de investimento, dependem das expectativas de receitas, i.e., não apenas dos preços esperados de procura como das quantidades esperadas procuradas.

<sup>29</sup>J.M. Keynes, "The General Theory", CWJMK, vol. VII, p. 25.

Dada a propensão ao consumo da comunidade, o nível de equilíbrio do emprego depende exclusivamente da quantidade de investimento corrente, a qual por sua vez depende do incentivo ao investimento, dependendo este da eficiência marginal do capital em relação ao complexo de taxas de juro dos empréstimos de vários prazos e riscos.

Sendo assim, dada a propensão ao consumo e a taxa de novo investimento, não existirá senão um nível de emprego compatível com o equilíbrio, pois um outro equilíbrio produziria uma desigualdade entre o preço da oferta global da produção no seu conjunto e o preço da sua procura global<sup>30</sup>. A procura efectiva de pleno emprego é um caso especial, que se realiza apenas quando a propensão marginal ao consumo e o incentivo ao investimento se encontram numa relação mútua particular, óptima, como pressupõem os clássicos:

**“ (...)it can only exist when, by accident or design, current investment provides an amount of demand just equal to the excess of the aggregate supply price of the output resulting from full employment over what the community will choose to spend on consumption when it is fully employed”<sup>31</sup>.**

O sistema económico pode encontrar-se num equilíbrio estável com o emprego inferior ao pleno emprego. Isto é, ao nível dado pela intersecção da função de procura global e da função de oferta global, que não corresponde ao pleno emprego excepto no pressuposto, defendido pela teoria neoclássica, segundo o qual existem forças capazes de fazer com que o investimento  $D_2$  cresça o suficiente de modo a que a poupança  $Z - D_1$  seja igual a zero.

Se a propensão ao consumo e a taxa de novo investimento se traduzir por uma insuficiência da procura efectiva, o volume de emprego reduzir-se-á, permanecendo a um nível inferior à oferta de mão-de-obra potencial disponível ao salário real actual, e o salário real de equilíbrio será maior que a desutilidade marginal do nível de equilíbrio do emprego. Uma insuficiência de procura efectiva travará o processo de produção, embora o produto marginal da mão-de-obra exceda ainda em valor a desutilidade marginal do emprego, e, nesse caso, os trabalhadores não terão opção de emprego.

A propensão ao consumo e a taxa de novo investimento determinam o volume de emprego, ao qual se encontra associado um nível determinado de salários reais. Se o volume de emprego for determinado pela procura efectiva, então não será fixado pela desutilidade marginal, medida em salários reais, excepto no caso em que a oferta disponível de mão-de-obra para uma dada magnitude de salários reais indique um nível máximo de emprego.

---

30 Este nível não pode ser maior que o nível de pleno emprego, o salário não pode ser inferior à desutilidade do trabalho, pelo que não existe razão para esperar que esse nível seja igual ao de pleno emprego.

31 Idem, p. 28.

Encarando os factos deste modo, as causas do desemprego estão dependentes das flutuações na procura efectiva. Por que razões a procura efectiva flutua? Para Keynes, essa flutuação parece ser uma doença do capitalismo da maturidade. O facto de uma comunidade possuir uma riqueza considerável leva-la-á a aumentar a poupança, debilitando a propensão ao consumo. Desse modo, as oportunidades de novos investimentos tornam-se menores, a eficácia marginal do capital cai, a menos que a taxa de juro desça suficientemente depressa a fim de amplificar o incentivo a investir, porque a natureza capitalista começa a ficar corrompida e corroída pelo lucro fácil.

O facto da procura efectiva flutuar e não regressar aos níveis de pleno emprego implica, para Keynes, que a lei de Say nem sempre se verifica, o que obriga a uma dupla investigação. Em primeiro lugar, pressupõe esclarecer como se utiliza o rendimento em consumo e investimento. Em segundo lugar, convida a encontrar uma explicação para a despesa, i.e. explicar por que esta não se realiza em consumo e investimento, por que o não-consumo não se transforma em investimento. Para Keynes, esta situação acontece apenas numa economia monetária, onde a moeda, para além de servir como medida de troca e circulação, serve como meio de pagamento, podendo ser entesourada.

A ideia de entesouramento ocupa, efectivamente, um lugar central na reflexão de Keynes sobre as funções do dinheiro e a determinação da taxa de juro, embora seja apenas uma das determinantes da incerteza sobre a procura de moeda ou a preferência pela liquidez, problemas teóricos que estão associados ao comportamento de determinados agentes.

A teoria de Keynes reflecte a tentativa de dar conta da mudança comportamental de um grupo social que, na época da concorrência pura e perfeita, assegurava- aceitando como convencionalmente ajustada a taxa de juro vigente- a acumulação necessária aos investimentos. Numa economia monetária a moeda deve ter, por definição, a capacidade de ser detida na qualidade de reserva de riqueza e não é a ligação perfeita entre Poupança e Investimento.

O primeiro aspecto a investigar é a insuficiência de procura efectiva, pelo que a construção do modelo de Keynes se concentra nos factores que induzem as flutuações da procura agregada. Do estudo do consumo infere-se uma tendência de longo prazo que actua no curto prazo, na qual a propensão marginal ao consumo é decrescente, embora o nível de consumo possa ser estável, e da análise do investimento resulta o maior condicionamento para a procura agregada, pois o investimento é instável, incerto e limitado pelas forças egoístas da especulação.

A procura efectiva de pleno emprego é um caso especial que se realiza apenas quando a propensão marginal ao consumo e o incentivo ao investimento se encontram numa relação óptima, onde a utilidade do salário real é igual à desutilidade do trabalho. Tal como numa economia de troca ou de moeda neutral, na qual o salário real e o emprego estão correlacionados, os rendimentos gerados em pleno emprego permitem a realização da procura, sob a vigência da lei de Say . Dada a propensão ao consumo e a taxa de novo

investimento, existe um nível de emprego compatível com o equilíbrio, pois um outro equilíbrio produziria uma desigualdade entre o preço da oferta global da produção e o preço da sua procura global. Se esse nível puder ser inferior ao nível de pleno emprego, o salário não poderá ser inferior à desutilidade do trabalho. Nesse caso, os preços da oferta deverão descer e os rendimentos deverão adequar-se. Se isso não for possível, se o ajustamento pelos preços não funcionar, o nível de emprego descerá, pressionando o preço do trabalho a baixar e gerando desemprego involuntário.

## 4.2. A procura e o consumo

A procura global é constituída pela procura de bens de consumo, que é uma função relativamente estável do rendimento, e pela procura de bens de investimento, que é uma função da eficácia marginal do capital, o qual pelo contrário é instável, dependendo das expectativas de longo prazo dos investidores relativamente aos rendimentos futuros, e da taxa de juro. Embora Keynes considere que a função de consumo é estável, o seu estudo está directamente relacionado com a poupança, pelo que, ao analisar brevemente esta categoria e o seu relacionamento com outras, nos apercebemos das razões que levaram Keynes a afirmar a importância da lei psicológica fundamental, uma espécie de lei conducente a um estágio estacionário permanente (a menos que a vontade colectiva seja dominada pela razão dos seus argumentos e pela persuasão).

### 4.2.1. A propensão marginal ao consumo decrescente e o rendimento.

Keynes estava interessado em determinar qual é a soma despendida em consumo quando o emprego está a um certo nível ou, dito de outro modo, como se relaciona em sentido estrito o consumo com o volume de emprego<sup>32</sup>. Definindo a relação funcional  $\alpha$  entre  $Y_w$ , um nível de rendimento dado, medido em unidades - salário, e  $C_w$ , a despesa em consumo para um nível de rendimento, representa a propensão para consumir. Dito de outro modo:  $C_w = \alpha(Y_w)$  ou  $C = S \alpha(Y)$ .

Existem duas classes de factores ou razões que impelem os indivíduos à despesa, os factores subjectivos e os factores objectivos<sup>33</sup>. Os principais

---

32 O consumo designado por  $C$  é medido em termos de unidades salários, por isso escrevemos  $C_w$ ; o rendimento também é medido em unidades salários, designado por  $Y_w$ , e corresponde a um nível dado de emprego  $N$ . A relação entre  $Y_w$  e  $N$  pode depender provavelmente num grau muito menor da natureza precisa do emprego, i.e., das distribuições desiguais de um emprego total determinado entre diferentes empregos, os que conduziriam a diferentes valores de  $Y_w$ . Mas em geral, diz Keynes, é uma boa aproximação considerar  $Y = F(N)$ .

33 Os factores subjectivos incluem as características psicológicas da natureza humana e as práticas sociais e institucionais, que sendo alteráveis, não são susceptíveis de modificar no curto prazo, excepto em circunstâncias anormais ou



factores objectivos que influenciam a propensão ao consumo são: 1) uma mudança na unidade - salário<sup>34</sup>; 2) uma mudança na diferença entre o rendimento bruto e o rendimento líquido<sup>35</sup>; 3) as mudanças imprevistas no valor dos bens de capital, não consideradas no cálculo do rendimento líquido<sup>36</sup>; 4) as mudanças na taxa de desconto do futuro em relação à troca entre bens presentes e futuros<sup>37</sup>; 5) as mudanças na política fiscal<sup>38</sup>; 6) as mudanças nas

---

revolucionárias. O mesmo pode ser dito quando comparamos sistemas sociais diferentes, que implica estudar as influências que estes exercem sobre a propensão ao consumo. Keynes supõe que em geral podem ser considerados os factores subjectivos conhecidos, o que implica que a propensão ao consumo depende apenas das mudanças nos factores objectivos.

34 O consumo é assim uma função do rendimento real, mais do que rendimento monetário. Numa situação dada da técnica, das preferências e das condições sociais que determinam a distribuição do rendimento, o rendimento real de uma pessoa varia conforme varia a quantidade de unidades de trabalho que pode dispor isto é, com o montante do seu rendimento médio, em unidades de salários; embora, quando o volume total de produção muda, o seu rendimento real crescerá menos que proporcionalmente relativamente ao seu rendimento medido em unidades de salários( pela influência dos rendimentos decrescentes). Por conseguinte, por aproximação, podemos dizer, que se a unidade salário varia, a despesa em consumo correspondente a um nível dado de emprego, mudará com os preços na mesma proporção.

35 O montante do consumo depende mais dos rendimentos líquidos, pois é este que permite ao indivíduo tomar decisões referentes ao consumo.

36 O consumo das classes proprietárias é consideravelmente sensível às mudanças imprevistas no valor monetário da riqueza. Este deve classificar-se entre os factores mais importantes susceptíveis de ocasionar mudanças no curto prazo da propensão ao consumo.

37 A taxa de desconto, não é o mesmo que a taxa de juro, pois esta considera as mudanças futuras no poder de compra do dinheiro, na medida em que são previsíveis. Também devem ser considerados os riscos, morte, tributação; pode identificar-se com a taxa de juro. A teoria clássica da taxa de juro considera importante a influência entre a propensão ao consumo e a taxa de juro, visto ser esta o factor de equilíbrio entre poupança e investimento. Porém, diz Keynes, a relação entre o consumo e a taxa de juro é complexa e incerta, pois nalguns casos, dada a propensão ao consumo ser satisfeita com subidas da taxa de juro, em outros casos será debilitada. No longo prazo, todavia, é provável que mudanças substanciais na taxa de juro, modificando os hábitos sociais consideravelmente, afectem a propensão subjectiva a gastar. Embora apenas a experiência indicará a movimentação e a direcção da mesma. No curto prazo, todavia, é provável que a taxa de juro tenha muita influência sobre os gastos, em qualquer sentido. O efeito mais importante da taxa de juro opera-se sobre a valorização e desvalorização de valores e de outros bens, sobretudo por razões inesperadas, pois estas podem influenciar a despesa actual.

38 Se a política fiscal é utilizada como instrumento deliberado a fim de conseguir maior igualdade na repartição dos rendimentos, o seu efeito sobre o aumento na propensão ao consumo é tanto maior. Por isto, o consumo é uma função do

expectativas sobre a relação entre o nível presente e o nível futuro do rendimento<sup>39</sup>. Assim, no pressuposto de salários constantes, as variações no consumo dependerão de outros factores que determinam a procura efectiva<sup>40</sup>. Um raciocínio tipicamente marshalliano.

Dada a situação económica geral, a despesa de consumo, medida em termos de unidades - salário, depende principalmente do volume da produção e do emprego<sup>41</sup>. Considerando que a propensão ao consumo é estável e que as variações na propensão ao consumo são de importância secundária, o problema está em saber qual será a forma dessa função, que lei expressa a relação entre C e Y. Keynes recorre a uma lei geral e de carácter psicológico:

**“(….)men are disposed, as a rule and on the average, to increase their consumption as their income increases, but not by as much as the increase in their income. That is to say, if  $C_w$  is the amount of consumption and  $Y_w$  is income (both measured in wage unit)  $\Delta C_w$  has the same sign as  $\Delta Y_w$  but is smaller in amount, i. e.  $dC_w/dY_w$  is positive and less than unity”<sup>42</sup>.**

Keynes não nos diz explicitamente se esta lei se aplica apenas a uma situação de depressão do emprego, ou é válida também para o caso de expansão da produção. Se for válida neste caso, o sistema será instável permanentemente, pois o aumento da propensão ao consumo pressiona a oferta e o investimento, isto é, os preços e o *output*. Dado o seu carácter psicológico, esta lei não depende de mecanismos económicos individuais, mas sim de mecanismos colectivos de natureza variada.

#### 4.2.2. O consumo e a poupança

---

rendimento e das expectativas que os indivíduos tem sobre esse rendimento. Deve considerar-se, também, o efeito sobre a propensão global ao consumo, as acções do governo tendentes a criar uma poupança social, destinada ao pagamento de dívidas.

39 Pode-se considerar este factor em termos formais, pois se afecta a um indivíduo, pode ser neutro em termos da comunidade.

40 A função consumo pode ser considerada estável, sempre que tenham sido eliminadas as mudanças na unidade salários. As variações imprevistas no valor dos bens de capital podem provocar uma variação na propensão ao consumo, e as modificações substanciais na taxa de juro e a política fiscal podem provocar também alterações. A soma que a comunidade gasta em consumo depende de um conjunto de factores: 1) do montante do rendimento; 2) outras circunstâncias objectivas que o acompanham; 3) das necessidades subjectivas e as inclinações psicológicas e hábitos dos indivíduos, assim como dos princípios segundo os quais, o rendimento se divide entre eles, as que sofrem modificações quando aumenta a produção.

41  $C = f(Y_w, N)$ .

42 Este raciocínio é válido no curto prazo, como no caso conhecido das flutuações cíclicas do emprego. "The Fundamental psychological law, upon which we are entitled to depend with great confidence both a priori from our knowledge of human nature and from detailed fact of experience", Idem, p. 96.

Quando  $Y$  é incrementado, a comunidade no seu conjunto não gasta esse incremento totalmente em consumo. Esta lei psicológica não é apenas importante para a estabilidade do sistema, significa também que se a propensão ao gasto for de tal modo que  $\Delta C < \Delta Y$ , então  $\Delta Y$  só poderá ser positivo se  $\Delta I$  for positivo. Mas isso implicaria que o **não C** se transformasse em **I**.

O argumento de Keynes para demonstrar a dificuldade derivada da conduta dos consumidores, é de que um acto de consumo diferido não é um acto simultâneo de poupança. A natureza da poupança supõe que: i) existe uma procura futura não especificada, ii) existe uma data não - especificada de aceitação do reembolso e iii) não existe garantia de que a procura se verifique. O efeito da poupança nos empresários é negativa:

No equilíbrio, o rendimento é fixo na medida em que se poupa uma quantidade igual àquela que se investe:  $Y = I + C$  e  $Y = S + C$ , pelo que Keynes observa que poupança e investimento são sempre iguais. O sistema empresarial oferece a cada momento a quantidade de emprego suficiente para criar uma quantidade de rendimento, o que faz com que as equações sejam verdadeiras. Só se altera o rendimento mudando as expectativas dos empresários:

**" This roughly gives the mechanics of the Entrepreneur economic system"<sup>43</sup>.**

O ponto de vista tradicional sobre a poupança é de que, quando se gasta menos que o rendimento, a poupança aumenta, e existe um incremento da procura de meios de investimento. Uma queda no consumo provoca um aumento do investimento porque os preços dos bens de investimento aumentam. A ideia é que, se uma pessoa se abstém de consumir, utiliza o dinheiro na compra de um título (*Consols*) o que conduz à descida da taxa de juro. Essa abstenção de consumo hoje representa a substituição de um consumo futuro, pelo que o incremento no investimento é feito em substituição de um consumo esperado. Para além das mutações no curto prazo, uma variação positiva do rendimento implicará uma variação do consumo no mesmo sentido, só que a variação do consumo implicará por sua vez uma variação da poupança mais do que proporcional. O aumento da poupança absoluta é maior que o aumento do consumo absoluto, a menos que aconteça uma variação inusitada dos outros factores.

Se a descida do nível de emprego implicar que o nível de consumo deverá baixar, mas que a variação do consumo será menor que a variação do nível de emprego, ou da proporção de rendimento real, devido à política dos governos ou à conduta habitual dos indivíduos, será difícil o caminho a seguir para

---

43 Idem.

atingir uma nova posição de equilíbrio com flutuações de pequena amplitude. Mas esta situação seria benéfica para o emprego, caso contrário, a queda do nível de emprego e do rendimento poderiam ser maiores. Assim, há que reconhecer que, em situação de depressão, a rigidez das remunerações é estabilizante, contrariando os que afirmam que uma descida dos rendimentos é um mecanismo de ajustamento.

As oportunidades de emprego estão limitadas pela extensão da procura total. Estas só podem derivar do consumo presente e das reservas para o consumo futuro. O consumo que se pode conseguir, na base do seu financiamento adiantado, não poderá perpetuar-se indefinidamente no futuro. Não se pode financiar o consumo futuro através de expedientes financeiros, mas unicamente através da produção física corrente. O facto de a organização social e económica separar as reservas financeiras para o futuro da sua provisão física, não significa que as reservas transportem a existência das provisões físicas. Por outro lado, quanto maior for a provisão adiantada para o consumo, maior será a dificuldade em encontrar os meios de fornecê-la e mais forte será a dependência do consumo presente como fonte da procura. Todavia, quanto maiores forem os rendimentos, maior será a margem entre este e o consumo<sup>44</sup>.

### **O significado do multiplicador e o emprego**

A ideia de recorrer ao multiplicador de Kahn permite a Keynes encontrar um argumento técnico considerável para as políticas de emprego, particularmente na execução das obras públicas, como medida para acrescentar ao emprego global o aumento do chamado emprego primário. Não é possível um aumento do investimento medido em unidades salariais, a menos que o público esteja disposto a aumentar as suas poupanças, computadas em unidades salariais. Mas os indivíduos só o farão quando o seu rendimento aumentar.

Um aumento do emprego apenas ficaria restrito ao emprego primário, se a sociedade mantivesse o mesmo nível de consumo, pela melhoria do emprego e, portanto, do rendimento. Em termos normais, se a propensão ao consumo cair, produzir-se-à uma queda do consumo. O multiplicador também nos diz que, se o incremento de rendimento for totalmente consumido, não existirá estabilidade e os preços aumentarão (*caeteris paribus*).

O aumento do emprego por efeito das variações do investimento, estimula necessariamente as indústrias que produzem para o consumo, ocasionando

---

44 A dinâmica para qual Keynes chama a atenção é a de um desequilíbrio permanente, entre rendimento, consumo e investimento, sendo esta dificuldade crescente a medida que aumenta o capital. É que os novos investimentos de capital apenas realizar-se-ão, como excedente do desinvestimento, se se espera que a despesa de consumo aumente no futuro.

assim um aumento no volume total do emprego, que é um múltiplo do emprego primário exigido pelo investimento propriamente dito.

Se o multiplicador e a propensão ao consumo confirmam a regra geral, o aumento do emprego incrementa a proporção do rendimento recebido pelos empresários, devido ao efeito dos rendimentos decrescentes; a propensão ao consumo dos empresários é menor que a propensão ao consumo em média. Por outro lado, o desemprego diminui a poupança, seja nos indivíduos, nas empresas ou nos governos, dado que o desemprego é financiado pelos recursos resultantes da poupança de terceiros, próprios ou institucionais, ou pelos empréstimos<sup>45</sup>.

O multiplicador pode ainda explicar como as flutuações no volume de investimento, comparativamente pequenas face ao rendimento nacional, são capazes de gerar flutuações no emprego total e no rendimento numa amplitude maior. Formulando a lei de que o aumento do emprego, através do multiplicador, pode ser atribuída apenas às empresas que produzem bens de consumo, o aumento do emprego pressupõe também que as antecipações previstas das indústrias de bens de consumo contribuem para o aumento do investimento total, e que não existem variações dos preços, mas sim um aumento nas quantidades produzidas, em condições de rendimentos decrescentes.

A discussão sobre o multiplicador do emprego serve para demonstrar que, quanto maior é a propensão ao consumo, maior é o multiplicador. Daqui se conclui que o financiamento do emprego através de investimento público é positivo para o emprego total e gera virtuosamente um emprego adicional..

Sendo o consumo uma função do rendimento, e o rendimento uma função do emprego, a conclusão mais importante a retirar da teoria da propensão marginal ao consumo decrescente de Keynes é que, com cada descida na propensão marginal ao consumo de hoje, aumentando a poupança marginal, não se provoca uma subida do capital no futuro; pelo contrário, cada debilitamento na propensão marginal ao consumo, considerada como hábito permanente, faz quebrar a procura de capital e, portanto, do consumo, do rendimento e do emprego<sup>46</sup>, uma espécie de destruição *ex-post* da poupança. A

---

45 Este último aspecto pode ter mudado porquanto hoje o financiamento do desemprego é realizado com recurso a fundos de poupança forçada, que aumenta a poupança em vez de diminui-la.

46 Sobre os factores subjectivos que impulsionam os indivíduos a abster-se na despesa dos seus rendimentos e portanto a formar poupanças, Keynes considera os seguintes: 1) formar reservas para contingências imprevistas (motivo de precaução). 2) arbitrar entre a estrutura das necessidades presentes e futuras, fornecidas pelo rendimento (motivo de previsão). 3) abdicar do consumo imediato; menos consumo no presente, maior no futuro (motivo cálculo). 4) gradualização das despesas prevenindo melhoramentos progressivos (motivo melhoramento). 5) precaução não explicada (motivo independência). 6) para efeitos de especulação ou negócios (motivo empresa). 7) para heranças das futuras gerações (motivo orgulho). 8) avarícia irracional (motivo avarícia). Outros motivos de poupança derivam-se da

moral smithiana é posta em causa, a propensão à poupança como sentimento inato dos indivíduos não conduz ao aumento da riqueza.

O multiplicador é um recurso técnico capaz de determinar as variações do rendimento quando varia o emprego, pondo em evidência que, quanto maior for o consumo, *caeteris paribus*, maior serão o multiplicador, o investimento, o rendimento e o emprego.

### **4.3. A incerteza do investimento e as expectativas da classe empresarial**

Com a definição da eficiência marginal do capital, Keynes demarca-se da visão estática da economia clássica, incorporando o futuro na avaliação do investimento. Keynes utiliza uma definição que realça a relação em termos de expectativas dos rendimentos prováveis e do conhecimento do preço de oferta corrente do bem capital. Deste modo distancia-se dos conceitos de produtividade marginal do capital e de taxa natural de juro.

#### **4.3.1. A eficiência marginal do capital**

Keynes define a eficiência marginal do capital, como a relação entre o rendimento provável de um bem capital e o seu preço de oferta ou reposição, i. e. a relação entre o rendimento provável de mais uma unidade dessa classe de capital e o custo da respectiva produção. Calcula-se a taxa de rendimento que se espera obter do dinheiro investido num bem apenas produzido e não dos rendimentos históricos que um bem tem rendido sobre o seu custo original.

Utilizando um raciocínio muito clássico, Keynes considera que, de acordo com o princípio dos rendimentos decrescentes, a eficiência marginal do capital virá a reduzir-se-à consoante o aumento do investimento. Em parte porque o rendimento provável irá baixar, se a sua oferta aumentar, e, em parte porque a

---

conduta dos governos, instituições e sociedades de negócios, que levam a aumentar a poupança por motivos semelhantes, mas não idênticos aos dos indivíduos. Podem-se sumariar os seguintes: 1) o motivo empresa a fim de aumentar o autofinanciamento. 2) o motivo liquidez que assegure disponibilidades para emergências, dificuldades e depressões. 3) o motivo melhoramento, praticado pelas administrações dos negócios gradualizando a obtenção dos rendimentos, prevenindo-se das críticas. 4) a prudência financeira, que cria reservas financeiras que excedam o custo de uso e o suplementar, amortizando dívidas, adiantando-se na recuperação do custo do activo, em relação a taxa real de depreciação e obsolescência. A força desta motivação dependerá da quantidade e o carácter do equipamento produtivo e da rapidez das mudanças técnicas.

A força de todos estes motivos, variará conforme as mutações nas instituições e a organização da sociedade económica que pressupormos, segundo os hábitos formados pela raça, a educação, os convencionalismos, a religião e as correntes morais, segundo a esperança e a experiência, segundo a escala e a técnica do equipamento produtivo, e segundo a distribuição da riqueza e os níveis estabelecidos.

pressão para produzir esse tipo de capital fará com que o seu preço de oferta seja maior.

No curto prazo, a influência do preço de oferta predomina sobre a diminuição dos rendimentos. Quanto maior o período a considerar, maior será a influência do segundo factor. Assim, para cada classe de capital pode traçar-se uma curva que mostra em que proporção terão de aumentar os investimentos durante esse período, de modo a que a eficiência marginal do capital baixe até à cifra envolvida:

**“ Thus for each type of capital we can build up a schedule, showing by how much investment in it will have to increase within the period, in order that its marginal efficiency should fall to any given figure. We can aggregate these schedules for all the different types of capital, so as to provide a schedule relating the aggregate investment to the corresponding marginal efficiency of capital in general which the rate will establish. We shall call this the investment demand-schedule; or, alternatively, the schedule of the marginal efficiency of capital”<sup>47</sup>.**

Resultará evidente, que a taxa real de investimento corrente será puxada até o ponto em que a eficiência marginal do capital não exceda a taxa corrente de juros para as diferentes formas de capital. Sendo  $Q_r$  o rendimento provável de um activo no tempo  $r$ , e  $d$  é o valor presente de uma unidade monetária ao prazo de  $t$  anos, descontada a taxa corrente de juro. O somatório  $Q_r d_t$  será o preço de procura do investimento, que será levado a ser igual ao preço de oferta de investimento. Se  $Q_r d_r$  for menor que o preço de oferta, não existirá investimento no bem de capital.

A inexactidão tradicional consiste em considerar a eficiência marginal do capital em termos do rendimento corrente do equipamento de produção, o que apenas seria correcto numa situação estática em que não existissem mudanças futuras que influenciassem o presente. A curva de eficiência marginal do capital é de fundamental importância, porque as expectativas do futuro influenciam o presente através deste factor, mais do que através da taxa de juro.

Se a eficiência marginal do capital fosse reduzida ao estatuto da taxa da juro, que é um fenómeno corrente, fechar-se-ia a possibilidade de considerar a influência do futuro na análise do equilíbrio presente. A restituição dessa possibilidade faz-se considerando o modo como as expectativas do futuro afectam o presente, através dos preços da procura do equipamento duradouro.

Keynes clarifica, assim, que a decisão sobre a taxa de investimento depende da relação que existe entre a curva de eficiência marginal do capital e a taxa de juro correspondente a diversas escalas do investimento corrente. Como a eficiência marginal do capital mede a relação dos rendimentos esperados de um bem de capital actual com o preço de oferta ou reposição

---

47 Idem, p. 136.

desse bem de capital, é necessário investigar mais profundamente os factores esperados futuros que modificam essa relação presente, i.e. os factores que influenciam as decisões dos empresários no sentido de ampliar ou reduzir a produção .

#### 4.3.2. A eficiência marginal do capital e as expectativas dos empresários

A integração das expectativas é vital, como percepção por parte dos empresários sobre os acontecimentos futuros do funcionamento económico<sup>48</sup>. Se considerarmos o efeito da expectativa de descida do custo previsto de um equipamento sobre a eficiência marginal do capital, sejam as expectativas produzidas por modificações no custo do trabalho, por modificações na unidade de salários, ou por efeito da evolução tecnológica, a produção resultante do equipamento actual terá que concorrer com a produção obtida com um equipamento de menor custo, a qual poderá vender os bens mais baratos. Os lucros provenientes das vendas do equipamento novo e antigo reduzir-se-ão, se toda a produção se tornar mais barata, pelo que a eficiência marginal descerá.

A expectativa de uma descida no preço do dinheiro estimula o investimento e, por consequência o preço do dinheiro influencia o nível do emprego, porque eleva a curva de eficiência marginal do capital, deslocando a curva de procura de investimentos à alta. Pelo contrário, uma subida no valor do dinheiro implica uma descida da curva de eficiência marginal do capital.

A importância de tais alterações nas expectativas deriva dos efeitos que estas mutações provocam sobre o desejo de produzir novos bens. Um efeito estimulante de preços maiores nas expectativas, não é devido à diminuição da taxa de juros, mas sim ao facto de que se eleva a eficácia marginal de um volume dado de capital.

Se a taxa de juro se elevar *pari passu* à previsão de aumentos dos preços, não existirão efeitos estimulantes sobre a produção de novos bens de capital, porque o incentivo para a produção dependerá de um aumento da eficiência marginal do capital relativamente à taxa de juro, pelo que o efeito estimulante de expectativas de preços maiores apenas fará sentido se a eficiência marginal

---

48 Desenvolvendo a teoria das expectativas, Keynes agrupa as expectativas em dois grupos: i) as expectativas de curto termo, são as expectativas que se reflecte nas previsões dos produtores, considerando o tempo que decorre entre a iniciação da produção e as vendas actuais dos bens acabados. Estas expectativas se referem à produção de bens de consumo, enquanto que os produtores de bens de capital consideram as encomendas das empresas; ii) as expectativas de longo prazo se relacionam com as compras de bens de capital e se referem aos retornos esperados.

As realizações das expectativas devem ser consideradas na determinação de expectativas e acções subsequentes, pelo que o estado do output corrente depende das expectativas passadas. Uma mudança nas expectativas de curto prazo prova que pode ter sido errado iniciar a produção, embora uma vez que teve início a produção e que se incurriu em despesas, mas vale continuar.



do capital aumentar, e não porque uma variação antecipada no valor do dinheiro modifique a taxa de juro monetária, pois nesse caso a taxa de juro subiria, mantendo a situação inalterada:

**“If the rate of interest were to rise *pari passu* with the marginal efficiency of capital, there would be no stimulating effect from the expectations of rising prices”<sup>49</sup>.**

A expectativa de uma descida da taxa de juro, pode fazer baixar a eficiência marginal do capital, se a produção resultante do equipamento actual for concorrer com o equipamento novo, o qual requer uma recompensa menor. Esta hipótese só será válida se a procura estiver a descer para esse tipo de bem.

É importante entender a dependência entre a eficiência marginal do capital de um volume determinado de capital e as expectativas, pois é essa dependência que faz com que a eficiência marginal do capital fique sujeita a certas flutuações violentas que explicam o ciclo económico, na medida em que o auge e a depressão podem ser descritos como flutuações da eficiência marginal do capital relativamente à taxa de juro.

#### **4.3.3. A eficiência marginal do capital e o risco**

Dois tipos de riscos afectam o volume do investimento. O primeiro é o risco do empresário ou detentor efectivo do dinheiro, perante a possibilidade de obter realmente rendimentos prováveis esperados. O segundo tipo de risco, num sistema de crédito, é o risco do prestamista, pois se as expectativas do empresário não se verificam quando pede dinheiro em empréstimo, este não cumprirá as obrigações contraídas. Uma terceira causa, não mencionada como risco, mas que afecta o investimento, são as mudanças no padrão monetário, que faz dos empréstimos em dinheiro um risco adverso, diminuindo a segurança, pela eventual depreciação dos activos reais, embora estas mudanças possam reflectir-se na alteração dos preços dos bens reais duradouros.

O primeiro dos riscos, como custo social real, diminui na média social, ou quando aumenta a exactidão das previsões e da informação. O segundo é uma adição ao custo do investimento, inexistente quando o prestamista e empresário coincidem. O risco duplica-se pois o empresário agrega ao tipo de juro, o suficiente para obter um rendimento mínimo provável, que o induzirá a investir. Este risco leva a aumentar a margem entre as expectativas relativamente aos rendimentos e a taxa de juro à qual se pretende contrair uma dívida. Por isso mesmo, as relações de força entre o empresário e o prestamista determinarão essa margem de segurança. A apreciação desse risco dependerá do nível da actividade económica.

---

49 Idem, p. 143.

#### **4.3.4. As expectativas contraditórias dos investidores e produtores e o nível do emprego**

As expectativas são o modo como os agentes económicos interrelacionam o presente com o futuro. Sendo a economia capitalista uma economia de mercado, em que a produção é intertemporal - não apenas porque a produção leva tempo, mas sobretudo porque o investimento em bens de capital reflecte necessidades futuras de consumo - as expectativas de todos os agentes, mas sobretudo de empresários e investidores, são de vital importância para o emprego.

Por outro lado, as expectativas são a forma como as previsões sobre o futuro incidem sobre as decisões dos agentes económicos; nesse sentido, as expectativas dependem do modo como as previsões sobre os negócios incidem sobre essas decisões e do modo como elas se realizam.

Mas as expectativas exercem uma influência recíproca sobre as previsões não apenas objectivamente, pela qualidade da informação, mas também psicologicamente, pela relevância da informação. Como existem dois tipos de decisões básicas dos agentes encarregues do investimento, a decisão de produzir com um determinado equipamento e a decisão de adicionar equipamento ao existente, as expectativas serão de curto prazo, na medida em que influenciam a produção corrente, ou serão expectativas de longo prazo, que influenciam a produção futura, embora seja evidente que existem decisões na base de expectativas de longo prazo que levam a modificar as decisões de produzir no presente, pelo que a linha divisória entre os dois tipos de expectativas é difícil de traçar.

Um empresário que decida produzir um determinado bem ou ampliar a produção desse tipo de bem, deverá considerar não apenas os rendimentos presentes da utilização de um determinado equipamento, mas sobretudo os rendimentos futuros.

No presente, a produção de um bem deve considerar os custos de produção para uma determinada procura, tomando em conta várias escalas possíveis de produção, assim como o valor das vendas a realizar, e considerando a elasticidade da procura. As expectativas reflectem essas previsões na perspectiva de que a situação manter-se-á como dantes. Por isso o volume de produção e de emprego actual depende dessas expectativas. A realização da produção e das vendas originará um processo de revisão ou confirmação das expectativas que levará a novas previsões.

A formação das expectativas depende da efectivação da informação considerada relevante, pelo que a produção e o emprego serão influenciados subsequentemente. As expectativas que levaram a comprar um determinado equipamento ou à formação de existências, podem não influenciar directamente a formação de novas expectativas sobre o volume de produção a realizar e não terão consequências sobre o emprego.

O que quer dizer que não será das expectativas actuais que resultará uma mudança no volume de emprego, mas será da mudança das expectativas de

longo prazo que resultarão variações no emprego. Assim, as variações de expectativas de curto prazo não tornam as mudanças no emprego violentas ou rápidas, estas influenciam gradualmente a produção e o emprego. Assim se explica a lentidão das mudanças no volume de emprego, em situações de depressão ou de recuperação, pelo que, para cada estado das expectativas, existirá sempre um nível variável da produção e do emprego. No entanto:

**“(…) a mere change in expectations is capable of producing an oscillation of the same kind of shape as a cyclical movement, in the course of working itself out.. But the actual course of events is more complicated still. For the state of expectation being superimposed long before the previous change has fully worked itself out”<sup>50</sup>.**

O nível do emprego depende, em cada momento e situação, não apenas do estado actual das expectativas, mas também das expectativas passadas, na medida em que estas se reflectem na existência de um volume e qualidade do equipamento actual:

**“(…) so that the economic machine is occupied at any given time with a number of overlapping activities, the existence of which is due to various past states of expectations”<sup>51</sup>.**

O processo de formação das expectativas de curto prazo é gradual e contínuo, e a sua realização depende quase exclusivamente dos resultados obtidos. Alias, é sensato que os produtores determinem as suas decisões de produzir na base de expectativas de curto prazo, quando não se esperam grandes mudanças que alterem as previsões sobre os rendimentos futuros e sobre os custos dos factores, nem originem antecipações não esperadas.

Outro é o caso quando se trata de bens de equipamento, os quais serão produzidos, seja quando a procura aumenta, o que implica antecipar rendimentos maiores esperados, seja pelo aumento do rendimento por unidade de *output*, seja por aumento do emprego. Neste caso, as expectativas dos produtores baseiam-se nas expectativas de longo prazo dos investidores, as quais pela sua própria natureza não podem ser obtidas com a lucidez de um determinado resultado, para além de que as expectativas de longo prazo podem ser revistas imprevistamente<sup>52</sup>.

Posto isto, há que considerar mais em detalhe o estado das expectativas de longo prazo, as quais são vitais numa economia monetária em que as decisões do produtor e do investidor são de natureza diversa e por vezes antinómica, sobretudo se os objectivos a alcançar forem diferentes e contraditórios.

---

50 Idem p. 49-50.

51 Idem p. 49-50.

52 "cannot be checked in the light of realized results ". Idem, p. 51.

Keynes chama a atenção para os factores que determinam as previsões sobre os rendimentos futuros, porquanto estão na base das decisões sobre a procura de investimentos em bens de capital. Este é um exercício que os empresários realizam com base em factos que podem ser previstos com maior ou menor certeza e em acontecimentos futuros sobre os quais se pretende obter informação de relativa confiança. As expectativas de longo prazo dependem das mudanças futuras de determinados acontecimentos, tais como as mudanças futuras nas existências de tipo e quantidade de bens de equipamento, das preferências intertemporais dos consumidores, da força da procura efectiva durante um determinado período, sobre o qual incide a utilização de um equipamento, das mudanças nas unidades - salário em termos monetários.

Na formação das expectativas, o empresário orienta-se por factos que inspirem certa confiança, mesmo que esses factos tenham uma importância menor. Quando se planeiam as expectativas não devem ser considerados os aspectos sobre os quais não existe um grau de certeza. Deste modo, os factos do presente encontram uma congruência desproporcionada na formação das expectativas, sendo hábito projectá-los no futuro, modificando-os segundo os motivos que tenhamos para esperar alguma variação. As expectativas planeadas baseiam-se, sobretudo, na confiança dos factos conhecidos, que servem como projecção futura, e portanto, assentam na probabilidade e confiança na previsão.

O estado de confiança tem uma importância crucial sobre a curva de eficiência marginal do capital, podendo ser considerado um factor que influencia a taxa de investimentos, porque é um dos factores que determina a eficiência marginal do capital. O estado de confiança, resulta da observação empírica dos mercados e da psicologia dos negócios. O principal problema reside no facto de a base dos conhecimentos na qual assenta a informação dos empresários sobre os rendimentos esperados futuros ser precária.

#### **4.3.5. Os empresários e a incerteza**

As mudanças institucionais que se operam nas empresas aumentam a incerteza relativamente à infalibilidade dos cálculos provisionais, porquanto a natureza das empresas se modificou: A socialização da propriedade, através da gestão repartida da propriedade, se por um lado veio facilitar o investimento, por outro veio torná-lo mais instável. A expansão do mercado financeiro, o surgimento da bolsa e outros mercados de investimento, não possibilitou novos investimentos, implicou simplesmente o trespasse de propriedade intangível com fins de lucro imediato.

Uma certa classe de investimento rege-se pela média das expectativas dos especuladores da bolsa de valores, e não pelas expectativas genuínas do empresário profissional, o que se manifesta no preço das acções. As avaliações e reavaliações sobre as expectativas, e sobre o estado de confiança, implicam que a realização dos investimentos se baseie no método convencional, o qual

supõe que a situação existente dos negócios continuará por um tempo indefinido; no entanto, a prática demonstra que esta não se repete com probabilidade, i.e., as valorizações sobre os mercados realizam-se tomando em consideração toda a classe de conjecturas, que de modo nenhum se relacionam com o rendimento provável.

Se existirem mercados organizados para o investimento e se se puder confiar em que a convenção não irá variar, poder-se-à animar o investimento. A ideia de que o único risco que se corre é o de uma mudança real das condições de futuro imediato, sobre cuja probabilidade se pode tentar formar um juízo próprio, não é provável que seja muito grande. O importante é não romper a convenção, pois o investimento será seguro: mesmo para períodos curtos e numa sucessão dos mesmos poder-se-á rever as conclusões antes de qualquer grande modificação. Deste modo, os investimentos tornam-se fixos para a comunidade e líquidos para o indivíduo. A manutenção de uma convenção, mesmo arbitrária, tem pontos frágeis, que precarizam a consecução de um volume de investimento suficiente: i) o aumento global, proporcionalmente maior, dos títulos e valores de rendimento variável na posse de especuladores sem ligações com os negócios concretos e sem conhecimento dos rendimentos esperados futuros; ii) as flutuações diárias dos lucros dos investimentos existentes, com carácter efémero e que tendem a influenciar desproporcionadamente o mercado; iii) o facto de o mercado estar sujeito a ondas de optimismo e pessimismo, sem ligação a cálculos razoáveis; iv) os agentes com maiores conhecimentos não se preocuparem em ter um melhor cálculo provisional a longo prazo dos rendimentos esperados, mas sim das variações nas bases convencionais, antecipando-se às do público em geral, com grande influência da psicologia de massas do mercado; v) o facto de o investimento baseado nas expectativas autenticas de longo prazo ser muito difícil. É mais fácil adivinhar o que as massas pretendem do que investigar laboriosamente o estado dos negócios, concluindo-se neste sentido que a experiência não dá provas claras de que uma política de investimentos socialmente vantajosa seja a mais produtiva. Se os homens se comportam de modo a procurar o lucro imediato, os lucros remotos são descontados pelo homem médio a taxas muito altas, que acabam por inviabilizar as expectativas de realizar investimentos. O investidor de longo prazo que promove o interesse público, aquele que se opõe aos convencionalismos estagnantes e detém uma conduta temerária aos olhos da opinião média, sofre o embate e a mudança dos tempos.

Keynes distingue claramente entre especulação, como actividade de antever a psicologia do mercado, e actividade empresarial, associada à tarefa de calcular os rendimentos prováveis dos bens no tempo futuro<sup>53</sup>. O autor

---

53 Nesse sentido a bolsa se transforma, segundo Keynes, na Nemesis dos comportamentos aberrantes. Se a bolsa for considerada como uma instituição cuja finalidade social é guiar novos investimentos por caminhos mais produtivos, em

evoca o papel histórico dos empresários, cujo dinamismo, energia, espírito de jogo e de aventura contribuíram de forma decisiva para o nascimento e desenvolvimento da moderna sociedade capitalista, sendo depositada na sua confiança a aplicação dos recursos, sem que se conheçam muitas vezes os reais resultados da arte de investir.

A iniciativa individual apenas será adequada quando o cálculo razoável for sustentado pelos *animal spirits*, que actuam nessa base, a do espírito empresarial audaz e produtivo. O enigma, segundo Keynes, é que a prosperidade económica depende exclusivamente do ambiente político e social que agrada ao tipo médio de homens de negócios.

Da incerteza relativamente à formação de expectativas, não deve concluir-se que os negócios dependem exclusivamente de elementos psicológicos irracionais. Keynes expressa a autêntica e firme convicção de que as expectativas de longo prazo são, com frequência, firmes e estáveis:

**“We are merely reminding ourselves that human decisions affecting the future, whether personal or political or economic, cannot depend on strict mathematical expectations, since the basis for making such calculations does not exist, and that it is our innate urge to activity which makes the wheels go round, our rational selves choosing between the alternatives as best we are able, calculating where we can, but often falling back for our motive on whim or sentiment or chance”<sup>54</sup> .**

Essa convicção baseava-se na existência de alguns factores que diminuem a ignorância sobre o futuro, ou dito de outro modo, em elementos de informação sobre os rendimentos calculáveis futuros que permitem a formação de expectativas optimistas<sup>55</sup>.

A decisão de investir é a decisão económica mais importante que tomam os agentes económicos, pois ela representa o elo entre o presente do consumo e o futuro do lucro. Mas essa decisão depende, segundo Keynes, da eficiência

---

termos de rendimento social, então ela deveria ser reformada com o fim de restituir o investimento de longo prazo.

54 Idem, p. 162-163.

55 Existem empresas cujo rendimento provável está determinado pelos rendimentos do futuro próximo. Existem investimentos de longo prazo que podem ser sujeitos a compromissos entre as partes interessadas, como no caso da construção de habitação. Um outro caso o constituem os investimentos de longo prazo do sector público, que garante os rendimentos dada a posição de monopólio que ocupam, determinando as margens necessárias ou estipuladas na consecução desses rendimentos, para além de que baseiam-se em necessidades humanas crescentes, como a energia, a água, os transportes, as comunicações, os serviços públicos. Por último, existem investimentos do sector público com carácter social, independentemente da sua produtividade comercial, onde o cálculo dos rendimentos não necessariamente iguala a taxa de juro, embora esta última possa ser importante no papel sobre a determinação do volume de operações de investimento que possa suportar.

marginal do capital, a qual mede a relação dos rendimentos esperados, proporcionados pela utilização de um bem capital actual na produção futura de outros bens, com o preço de oferta ou reposição desse bem de capital e a taxa de juro. Os problemas com que se deparam os empresários para decidir o investimento, são os problemas da resolução da contradição entre os vários interesses presentes e provisionais de investidores, produtores, banqueiros.

O resultado mais importante do estudo sobre a empresa na óptica macro-económica, é o de que o investimento influencia o rendimento e o emprego. Mas devemos encarar as expectativas dos rendimentos esperados como uma variável essencial a examinar. A importância das alterações nas expectativas, deriva dos efeitos que estas mutações provocam sobre o desejo de produzir novos bens. Um efeito estimulante de preços maiores nas expectativas, não se deve a um aumento da taxa de juros, mas ao facto de se elevar a eficácia marginal de um volume dado de capital ou de a expectativa de uma descida no valor do dinheiro estimular o investimento; por consequência, o valor do dinheiro influencia o nível do emprego, pois eleva a curva de eficiência marginal do capital, deslocando a curva de procura de investimentos à alta.

A intervenção do Estado como agente catalisador do investimento, agente da confiança na credibilidade da informação, de recuperação dos *'animal spirits'* que animaram o crescimento capitalista do século XIX, não é apenas uma figura de retórica: é uma forma de tornar o cálculo provável mais fiável e a confiança do investidor mais razoável. O Estado deveria ser o garante do nível da despesa que assegure o pleno emprego - uma conclusão não apenas económica, de certo modo também moral, correspondendo à visão ética de Keynes.

Tendo determinado a influência que certas modificações de curto prazo exercem sobre as expectativas de longo prazo, diferentes das provocadas pela influência das modificações da taxa de juro, pode-se dizer que, em circunstâncias normais, as modificações nas expectativas, provocadas pelas mudanças no estado de confiança, exercem uma grande influência sobre a taxa de investimento. Apenas a experiência poderá dizer até que ponto a intervenção sobre a taxa de juro será capaz de estimular continuamente o volume adequado de investimento, mas, primeiro, é necessário conhecer a nova proposta teórica sobre a taxa de juro.

#### **4.4. A teoria da taxa de juro, a política monetária e o desemprego**

“Monetary theory, when all is said and done, is little more than a vast elaboration of the truth that ‘it all come out in the wash’. But to show this to us and to make it

convincing, we must have a complete inventory”<sup>56</sup>.

As preferências psicológicas intertemporais de um indivíduo requerem dois tipos de decisão: o indivíduo decide a parte do seu rendimento que vai destinar ao consumo imediato e a parte que vai guardar como forma de manter poder aquisitivo no futuro. São duas propensões determinadas pelo nível de rendimento adquirido, corrente e passado.

A questão importante a saber é qual será a forma de arbitrar entre o presente e o futuro desses rendimentos: mantê-los sob a forma de dinheiro ou desfazer deles, deixando ao mercado no futuro a forma que assumirá a transformação actualizada desses bens futuros. Para Keynes, a determinação da taxa de juro resulta juntamente com a introdução da moeda no sistema económico, completando-se assim os ingredientes necessários no seu modelo de análise. Reforça-se em definitivo a ideia de que o emprego é determinado pelo investimento, e que este depende de forças que encontram na moeda um factor de perturbação característico de uma economia em que a dupla decisão de poupar e de determinar a forma dessa poupança, gera expectativas sobre o valor da taxa de juro e da moeda, e em que o efeito das variações da quantidade de moeda sobre a taxa de juro estão subordinadas pela preferência pela liquidez do público o que pode obstruir a política monetária.

Se o entesouramento, característico de uma economia monetária, gerar expectativas sujeitas a revisões contínuas dos produtores sobre o estado futuro do consumo, às quais se adicionem as influências geradas pelas expectativas de incerteza sobre o futuro dos investimentos, a incerteza sobre a taxa de juro resultante da conduta do público irá agregar mais um elemento de instabilidade relativamente ao futuro do emprego.

A causa última do desemprego reside na incerteza gerada pelo facto de a moeda, para além de ser um meio de transacção, ser uma forma de detenção de riqueza que induz à não utilização desta em investimentos produtivos. Numa situação de variação da taxa de investimento, esta desce ou sobe consoante a relação estabelecida entre a eficiência marginal do capital e a taxa de juro. dado que a curva de eficiência marginal rege os termos da procura, i.e. os fundos disponíveis para os novos investimentos, e a taxa de juro comanda as condições de oferta desses fundos, devemos conhecer melhor as determinantes da taxa de juro, começando pela preferência pela liquidez.

#### **4.4.1. A preferência pela liquidez e a taxa de juro**

A razão pela qual existe preferência de liquidez pelo dinheiro como meio de conservar riqueza é a incerteza em relação ao futuro da taxa de juro, as reacções futuras em relação ao complexo de taxas de prazos variáveis. Se pudessem ser previstas com certeza as taxas que serão dominantes

---

56 Idem, p. 367.



permanentemente no futuro, todas as taxas poderiam inferir-se das presentes para as dívidas de diferentes prazos, as quais se ajustariam ao conhecimento das taxas futuras:

**“Thus if the need for liquid cash may conceivably arise before the expiry of  $n$  years, there is a risk of a loss being incurred in purchasing a long-term debt and subsequently turning it into cash, as compared with holding cash”<sup>57</sup>.**

A dificuldade de determinar esta relação de modo absoluto advem das expectativas, que são a manifestação psicológica no mercado sobre o futuro da taxa de juro, tomando em consideração que esta reage sobre a preferência pela liquidez. Se existir alguém que pense que as futuras taxas de juro estarão acima das supostas pelo mercado, terá motivos para manter dinheiro líquido real, mas quem tiver uma opinião diferente terá motivos para procurar dinheiro em empréstimo a fim de no curto prazo obter dinheiro para comprar dívidas a prazos mais longos. O preço de mercado resulta assim do equilíbrio das movimentações altistas e baixistas<sup>58</sup>.

#### **4.4.2. A preferência pela liquidez, a quantidade de moeda e a taxa de juro**

Mas a preferência pela liquidez permite também estudar a relação entre a quantidade de moeda e a taxa de juro. Definindo  $M$  a quantidade de dinheiro,  $r$  a taxa de juro e  $L$  a função de preferência pela liquidez, temos  $M = L(r)$ , i.e. a quantidade de dinheiro é função da preferência pela liquidez e ambas determinam a taxa de juro<sup>59</sup>.

O aumento da quantidade de dinheiro provoca a descida da taxa de juro, a qual a medida que desce, faz com que as preferências pela liquidez destinadas ao motivo transacção absorvam mais moeda. No caso em que uma descida da taxa de juro permita o crescimento do rendimento nacional, o montante de moeda que convém absorver por este motivo deverá crescer na proporção do aumento do rendimento, ao mesmo tempo que deverá diminuir o custo da

---

57 Idem, p. 169.

58 Keynes tinha produzido um argumento parecido no 'Treatise'. A diferença reside em que enquanto no Treatise, a preferência pela liquidez, dado o sentimento bear (baixista), que gerava a procura por motivos especulativos relacionava o preço dos activos e as dívidas com a quantidade de moeda, na Teoria Geral relaciona a taxa de juro, o preço das dívidas, com a quantidade de moeda.

59 Keynes infere é que a quantidade de moeda é outro factor que combinado com a preferência pela liquidez, determina a taxa real de juro em circunstâncias dadas. Podemos dizer que Keynes resolve dois problemas: de uma parte estabelece a causa do juro e a sua medida, e de outra introduz a quantidade de dinheiro no mecanismo económico. Keynes afirma que existem pessoas que mesmo admitindo que a taxa de juro nunca seja negativa mantém uma quantidade de liquidez, sacrificando assim a vantagem de obter uma recompensa

conveniência de manter efectivo abundante, com perda de juros <sup>60</sup>. Cada descida da taxa de juro pode fazer aumentar a quantidade de moeda que certos indivíduos pretendem conservar, dado que os indivíduos podem ter diferentes pontos de vista sobre o futuro da taxa de juro relativamente ao ponto de vista que prevalece no mercado.

A introdução da quantidade de moeda na cadeia causal contribui para explicar o nível do emprego, o que permite descobrir como as mudanças na quantidade de moeda actuam no funcionamento do sistema económico:

**“ For whilst an increase in the quantity of money may be expected, cet. par., to reduce the rate of interest, this will not happen if the preferences of the public are increasing more than the quantity of money; ...whilst a decline in the rate of interest may be expected, cet.par., to increase the volume of investment, this will not happen if the schedule of marginal efficiency of capital is falling more rapidly than the rate of interest; ..whilst and increase of the volume of investment may be expected, cet.par., to increase employment, this will not happen if the propensity to consume is falling. Finally if employment increase, prices will rise in a degree partly governed by the shapes of the physical supply functions, and partly by the liability of the wage-unit to rise in term of money. And when output has increases and price have risen, the effect of this on liquidity preference will be to increase the quantity of money necessary to maintain a given rate of interest”<sup>61</sup>.**

A taxa de juro não se reduzirá se as preferências do público pela liquidez crescerem mais rapidamente que a quantidade de moeda, mesmo quando for esperada uma descida da taxa de juro. O investimento não aumentará se a eficiência marginal do capital não aumentar mais depressa que a descida da taxa de juro; se um incremento do investimento espera-se vir a reduzir o desemprego, tal não acontecerá se a propensão ao consumo descer. Se o emprego aumentar, aumentarão os preços, em parte através da função de produção, em parte porque a unidade - salário mudará em termos de moeda. Se aumentar o *output* e os preços, o efeito sobre a preferência pela liquidez exigirá uma maior quantidade de moeda para sustentar a taxa de juro.

Repare-se que Keynes, nestes possíveis acontecimentos abre caminho a uma nova posição de equilíbrio, onde a teoria quantitativa é apenas relevante quando a quantidade de moeda exerce pressão sobre os preços, admitindo tal

---

60 Alias, o mesmo resultado pode ser visto se a preferência pela liquidez é medida em unidades salários. Uma descida na taxa de juro que provoca um aumento do emprego, pode fazer com que o valor da unidade de salários monetários aumente. i.e., uma absorção de moeda maior para o motivo de transacção, diminui a quantidade de moeda para outros motivos e faz aumentar a taxa de juro.

61 Idem, p. 173.

hipótese no caso de pleno emprego, quando a oferta se torna inelástica. Existem circunstâncias em que mesmo uma forte variação na quantidade de moeda não exerce uma grande influência sobre a taxa de juro, que é o caso quando essa variação provoca tal incerteza sobre o futuro que um motivo de procura de moeda se fortalece relativamente a outro.

Por outro lado não existem mecanismos automáticos que permitam que determinados acontecimentos ocorram, tendo em conta que as expectativas dos agentes são determinantes para que esses acontecimentos tenham lugar. A quantidade de moeda, porém, é importante na determinação da taxa de juro, o que constitui uma novidade importante relativamente ao pensamento clássico. A taxa de juro é, em definitivo, uma recompensa pela renúncia à liquidez, um prémio ao não - entesouramento. É uma medida da renúncia ao poder líquido que confere aos seus possuidores, pressupondo que os indivíduos consideram a moeda um meio de riqueza:

**“It is the price which equilibrate the desire to hold wealth in the form of cash with the available quantity of cash”<sup>62</sup>”.**

Para cúmulo, se a taxa for menor ou a recompensa por se desfazer da riqueza moeda for reduzida, o volume que as pessoas irão manterem ou reter excederá a oferta disponível, mas se a taxa se elevar, existirá um excedente que ninguém estará disposto a manter.

A mais importante conclusão neste ponto é que a taxa de juro não se reduzirá se as preferências do público pela liquidez crescerem mais rapidamente. Quando se espera uma descida da taxa de juro, o investimento não aumenta se a eficiência marginal do capital não aumentar mais depressa que a descida da taxa de juro. Se um incremento do investimento esperasse vir a reduzir o desemprego, tal não aconteceria se a propensão ao consumo descesse. Se o emprego aumentar, aumentarão os preços, em parte através da função de produção, em parte porque a unidade - salário mudará em termos de moeda. Se aumentar o *output* e os preços, o efeito sobre a preferência pela liquidez exigirá uma maior quantidade de moeda para sustentar a taxa de juro.

#### **4.4.3. A preferência pela liquidez e o comportamento especulativo**

Para completar esta abordagem será preciso analisar as causas que levam determinadas pessoas a preferir a liquidez, nomeadamente determinar a relação entre a preferência pela liquidez suscitada pelo motivo especulação e a taxa de juro.

O efeito de um indivíduo decidir entre liquidez ou iliquidez, considerando as poupanças acumuladas em vez de considerar os seus rendimentos<sup>63</sup>, não

---

62 Idem, p. 167.

indiferente para a determinação do nível da taxa de juro. Na realidade, o dinheiro que se mantém para determinados objectivos, não está necessariamente dividido de maneira hermética. Assim, considera-se a procura de dinheiro do indivíduo, em determinadas circunstâncias, como uma decisão única embora reservada a motivos diferentes: I) o motivo de despesa de consumo: M-D-M<sup>64</sup>; ii) o motivo negócio. D-M-D<sup>65</sup>; iii) o motivo precaução: D-D<sup>66</sup> e iv) o motivo especulação: D-D<sup>67</sup>.

A procura de dinheiro para satisfazer estes motivos, geralmente, responde a mudanças na actividade económica geral e no nível de rendimentos. A gestão monetária, ou, na sua ausência, as mudanças nas quantidades de dinheiro que podem produzir-se por casualidade, fazem sentir o seu efeito no sistema económico, pela sua influência sobre o motivo especulação<sup>68</sup>.

---

63 A procura do dinheiro está relacionada com aquilo que se chama velocidade-rendimento do dinheiro. Esta mede a proporção de rendimentos que o público determina manter na forma de efectivo corrente, de modo que um aumento na velocidade-rendimento pode ser a indicação de uma redução na preferência pela liquidez. Keynes chama-nos a atenção para o facto do termo velocidade-rendimento conter implicitamente um equívoco, pois pressupõe que a procura de dinheiro é, no seu conjunto, proporcional ou têm uma determinada relação com os rendimentos. Se esse pressuposto fosse assim, deveria aplicar-se apenas a uma parte das disponibilidades em efectivo do público. Do que resulta que "it overlook the part played by the rate of interest, Idem, p. 194. No Treatise, como vimos anteriormente Keynes estudou a procura total do dinheiro com o nome de depósitos para despesa de consumo, depósitos para despesa de negócios e depósitos de poupança.

64 Existe uma razão para conservar dinheiro, quando o intervalo que media entre a recepção de dinheiro e a sua aplicação, induz os indivíduos a conservar um dado montante de rendimento. O conceito de velocidade-rendimento do dinheiro é pertinente a este respeito.

65 O motivo negócio é similar ao anterior. Aplica-se ao intervalo entre a receita das vendas e os custos do negócio. Trata-se do efectivo(cash) conservado para cobrir o intervalo entre a compra e a realização. A força desta procura dependerá do valor da produção corrente e dos intervenientes no processo de produção

66 É o motivo de resguardar-se face as contingências de gastos imprevistos ou oportunidade imprevistos, ou conservar um activo com valor fixo em termos monetários face a obrigações fixadas em dinheiro.

67 Este é um motivo, diz o Keynes, que necessita muita atenção, sobretudo, porque é importante na transmissão dos efeitos nas mudanças na quantidade de dinheiro.

68 A força destes motivos depende do desenvolvimento do sistema financeiro e bancário. Utilizando os efectivos de maneira mas eficaz aumenta a seguridade e diminui custos. Em circunstâncias normais, o volume de dinheiro necessário para satisfazer o motivo transacção (i+ ii) e o motivo precaução (iii) é principalmente o resultado da actividade geral do sistema económico e do nível dos rendimentos monetários.

Se, por um lado, a experiência indica que a procura de dinheiro total para satisfazer o motivo de especulação oferece uma resposta contínua perante as mudanças graduais na taxa de juro, por outro lado existe:

**“(...) a continuous curve relating changes in the demand for money to satisfy the speculative motive and changes in the rate of interest as given by changes in the price of bonds and debts of various maturities”<sup>69</sup>.**

Ao analisar o motivo de especulação, é importante distinguir entre as mudanças na taxa de juro que se produzem pela via da modificação da quantidade de moeda, i.e. da oferta de dinheiro disponível para satisfazer o motivo de especulação sem alterações na função de liquidez  $M = L(r)$ , de aquelas que, ao modificarem as expectativas, modificam essa função:

**“Open market operations may, indeed, influence the rate of interest through both channels”<sup>70</sup>**

Em circunstâncias normais, o sistema bancário influencia o nível da taxa de juro modificando a quantidade de moeda através das operações de compra e venda de títulos. As operações de mercado aberto, podem influenciar a taxa de dois modos: modificando os montantes de dinheiro oferecidos, e modificando ou dando origem a uma modificação das expectativas relativamente à política futura do banco central ou do governo.

As alterações na função de liquidez, devido às modificações nas informações que levam a uma modificação das expectativas, serão frequentemente erráticas, dando origem a uma intermitência correspondente às alterações na taxa de juro. Só poderá haver um aumento na actividade dos negócios no mercado dos valores, na medida em que as mudanças sejam interpretadas pelos indivíduos de modo diferente ou que afectem de modo desigual os interesses individuais.

Se a mudança no estado de confiança afectar a opinião e as necessidade de cada um do mesmo modo, a taxa de juro ajustar-se-á à nova situação sem necessidade de nenhuma operação de mercado<sup>71</sup>. A taxa de juro só será modificada no grau necessário para neutralizar o desejo de mudar as reservas

---

69 Idem, p. 197.

70 Será preciso saber a forma da função  $L(r)$  para determinar a taxa de juro. Em correspondência a esses compartimentos de liquidez, teremos  $L1$  e  $L2$ , as funções de liquidez. Sendo  $L1=f(Y)$  e  $L2=f(r)$ , onde  $L2$  depende da relação entre a taxa de juro corrente e o estado das expectativas. Temos:  $M= M1+M2 = L1(Y)+ L2(r)$ .  $L1$  é a função correspondente ao rendimento  $Y$  que determina  $M1$ , e  $L2$  é a função de liquidez da taxa de juro  $r$ , que determina  $M2$ . Idem, p. 197.

71 No caso mais simples, em que todos os indivíduos reagem de modo semelhante e ocupam uma posição similar, uma mudança nas circunstâncias ou nas expectativas poderá não ocasionar o menor deslocamento na cedência de dinheiro.

de efectivo, em resposta a novas circunstâncias ou expectativas que qualquer indivíduo sentia à taxa anterior. Se todos mudarem as suas ideias no mesmo sentido respeitante à taxa que os faria alterar as suas reservas de liquidez, então não se verificará nenhuma operação. Mas, em geral, uma alteração das circunstâncias ou expectativas irá ocasionar uma alteração nas tendências dos indivíduos relativamente ao dinheiro.

O que acontece é que uma alteração irá influenciar as ideias dos indivíduos de modo diferente. Isto deve-se ao facto de que as condutas dos indivíduos dependem da existência de diferenças no ambiente social, porque o motivo pelo qual se conserva o dinheiro é diferente, de acordo ao conhecimento e a interpretação do novo estado das coisas.

Desse modo, a nova taxa de juro de equilíbrio estará ligada a uma redistribuição na posse do dinheiro. Todavia, é uma mudança na taxa de juro mais que uma distribuição da liquidez, que interessa tomar em atenção. A redistribuição da liquidez é acidental face às diferenças individuais, enquanto que as modificações na taxa de juro actuam para neutralizar o motivo ou preferência de liquidez.

O deslocamento da taxa de juro é, geralmente, a parte mais importante da reacção perante uma mudança das informações, pois existem mais semelhanças que diferenças nas reacções dos indivíduos perante as informações. A prova-lo está o facto de, em geral, os valores dos títulos não manterem uma relação imediata com a actividade económica e serem desproporcionados face ao valor dos activos das empresas.

A relação das mudanças de  $M$  referentes a  $Y$  e  $r$ , depende de como acontecem as modificações em  $M$ , admitindo, como exemplifica Keynes, que  $M$  é formado por moedas de ouro, e que as suas modificações apenas podem ser resultado do rendimento crescente na actividade de produção de ouro. Nesse caso, as mudanças de  $M$  estão associadas directamente às mudanças de rendimento  $Y$ , pois o ouro é o rendimento de alguém. Se o governo imprimir dinheiro para atender às despesas correntes, então  $M$  mudará e por esse facto alguém irá aumentar o seu rendimento.

O novo nível de rendimento, todavia, não continuará a ser suficientemente alto para que as necessidades de  $M_1$  absorvam todo o aumento de  $M$ : uma parte do dinheiro irá para a compra de títulos ou bens, até que  $r$  tenha descido o suficiente para provocar um aumento de  $M_2$ , e, ao mesmo tempo, venha a provocar uma mudança em  $Y$ , na magnitude necessária para que  $M$  seja absorvido, quer por  $M_1$  ou por  $M_2$ , correspondentes ao crescimento de  $Y$  causado por uma queda de  $r$ :

**“Thus at one remove this case comes to the same thing as the alternative case, where the new money can only be issued in the first instance by a relaxation of the conditions of credit by the banking system, so as to induce some one to sell the banks a debt or a bond in exchange for the new cash”<sup>72</sup>.**

---

72 Idem, p. 200.

Uma variação de  $M$  provocará uma variação de  $r$ . Uma variação de  $r$  levará a um novo equilíbrio, em parte para modificar  $M_2$  e em parte, para mudar  $Y$  e, por conseguinte,  $M_1$ . A divisão da variação de  $M$ , o incremento de liquidez entre  $M_1$  e  $M_2$  na nova posição de equilíbrio, dependerá da resposta no investimento à baixa de  $r$  e, da resposta de  $Y$  a um aumento do investimento.

Como  $Y$  depende parcialmente de  $r$ , deduz-se que a variação de  $M$  tem que ocasionar uma modificação suficiente em  $r$ , de modo a que a soma das mudanças resultantes de  $M_1$  e  $M_2$ , corresponda às mudanças efectuadas em  $M$ , pelo que fica esclarecida a relação entre  $L_1$  e  $M_1$ <sup>73</sup>.

Depreende-se que uma  $M_1$  dada não terá qualquer relação quantitativa directa com o  $r$  dado, mas o seu grau de divergência referente ao que se considera como um nível aceitável e seguro de  $r$ , considerando a probabilidade esperada, de modo a que para qualquer estado das expectativas, uma descida de  $r$  será acompanhada por um aumento de  $M_2$ <sup>74</sup>.

Keynes esclarece este argumento. Primeiro, se o ponto de vista geral a respeito do que é considerado um nível seguro de  $r$  permanece invariável, cada descida de  $r$  reduz a taxa de mercado relativamente à "taxa segura", aumentando o risco de iliquidez; segundo, cada baixa de  $r$  reduz os lucros correntes derivados dessa forma de posse ilíquida, que existem disponíveis como uma espécie de prémio de seguro a fim de neutralizar o risco da perda de capital, numa quantidade igual à diferença entre os quadrados da taxa anterior e os da nova.

Este é o principal obstáculo para uma descida da taxa de juro a um nível mais baixo. A menos que, por hipótese, se pense que existem razões para acreditar que a experiência futura será muito diferente da passada, que uma taxa de juro de longo prazo mais baixa deixaria maior campo para a desconfiança que para a esperança, oferecendo ao mesmo tempo um rendimento corrente que apenas compensa um breve receio.

Mas se a taxa estiver acima da correspondente ao de pleno emprego, a taxa de juro de longo prazo de mercado irá depender não apenas da política

---

73 É necessário esclarecer, diz Keynes, o conceito de velocidade- rendimento. Não está claro se a velocidade-rendimento se define como a proporção entre  $Y$  e  $M$ , ou como a proporção entre  $Y$  e  $M_1$ . Keynes propõe toma-la neste último sentido, i.e.,  $Y$  e  $M_1$ . Sendo assim, tomando como  $V$  a velocidade-rendimento do dinheiro teremos:  $L_1(Y) = Y/V = M_1$ . Não existem razões para supor que  $V$  é constante. O seu valor depende do carácter da organização bancária e industrial, dos hábitos sociais, da distribuição do rendimento entre as classes e do custo de conservar liquidez ociosa. Mas no curto prazo pode ser considerado constante

74 No capítulo XIII, Keynes referiu que a incerteza referente ao curso futuro da taxa de juro é a única explicação inteligente da preferência pela liquidez  $L_2$  que conduz a possessão de  $M_2$ .

actual da autoridade monetária, como também das previsões do mercado relativamente àquela=? que se seguirá no futuro.

#### **4.4.4. O emprego e a insuficiência da política monetária: mudança e revisão de expectativas, *liquidity trap* e taxa de juro positiva.**

O problema que surge agora é o da determinação da oferta monetária. Se a autoridade monetária controlar facilmente a taxa de curto prazo, quer porque os agentes estejam convencidos de que no curto prazo não existirão alterações, quer porque as perdas de capital sejam pequenas em comparação com o rendimento corrente, a taxa de longo prazo poderá ser mais obstinada uma vez atingido um certo nível, pois o público pode considerá-la insegura, apoiando-se na experiência transmitida e nas expectativas presentes face a uma futura política monetária<sup>75</sup>, ou ainda porque o método convencional seja compatível com uma considerável estabilidade nos negócios, enquanto se puder confiar na permanência e continuidade da convenção.

Deste modo, uma política monetária que o público considere experimental ou facilmente sujeita a modificações, poderá não conseguir o seu objectivo de reduzir substancialmente a taxa de juro de longo prazo, porque a procura especulativa poderá tender a aumentar quase sem limite em resposta a uma queda da taxa de juro abaixo de um certo nível. Contrariamente, a mesma política poderá ter êxito fácil se a opinião predominante a considerar razoável, praticável e orientadora do interesse do público, baseada numa convicção forte e promovida por uma autoridade que não corra o risco de ser substituída.

Embora seja evidente, para Keynes, que a taxa de juro é um fenómeno psicológico, esta pode não estar em equilíbrio a um nível inferior ao de pleno emprego, pois nesse nível existirá um estado de inflação real, no qual a procura de moeda, pelo motivo rendimento, irá absorver as quantidades sempre crescentes de efectivo. Nesse sentido, a taxa de juro deriva num fenómeno convencional, porque o seu valor real é em grande parte influenciado pela opinião que prevaleça sobre o seu valor futuro. Qualquer nível da taxa de juro que seja aceite como duradouro, será provavelmente duradouro, mesmo que esteja sujeito às flutuações em torno do normal esperado numa sociedade em mudança.

Mas se flutuar a um nível demasiado alto para conseguir atingir o pleno emprego, em particular quando o aumento de  $M_1$  for maior ao aumento de  $M$ , a taxa de juro subirá e vice-versa. Nomeadamente, se prevalecer a opinião de

---

<sup>75</sup> Por exemplo, num país ligado a um padrão ouro internacional, uma taxa de juro mais baixa da que prevalece em toda parte, será observada com desconfiança justificável; todavia uma taxa de juro nacional levada a paridade com a mais alta que prevaleça em qualquer país pertencente ao sistema internacional, pode ser superior respeito àquela compatível com o pleno emprego. Que era o caso da Inglaterra antes da saída do padrão ouro em 1931.



que o ajustamento da taxa de juro será automático, de forma a que se acredite que o nível estabelecido pela base convencional seja uma razão mais forte que o próprio convencionalismo, supondo que a quantidade de moeda mude, quando o banco comprar títulos (criação de moeda).

Uma subida dos preços dos 'consols' equivale a uma descida das taxas de juro, o que estimula o investimento e se repercute no motivo rendimento e no motivo precaução, tendendo ambos os motivos a fazer com que a preferência pela liquidez aumente com uma reacção no preço dos 'consols'<sup>76</sup>. Mas, observa Keynes, não existe situação na qual os preços cresçam proporcionalmente. Existe apenas mais *output* e o equilíbrio com mais moeda implica uma taxa de juro menor e um rendimento real maior<sup>77</sup>.

Não pode dizer-se que o público ou as autoridades estejam mentalmente associadas à vigência de uma taxa de juro inadequada a um nível óptimo de emprego, mas:

**“ The difficulties in the way of maintaining effective demand at a level high enough to provide full employment, which ensue from the association of a conventional and fairly stable long-term rate with a fickle and highly unstable marginal efficiency of capital, should be, now, obvious to the reader”<sup>78</sup>.**

As dificuldades que resultam de uma política monetária que não consegue, não pode ou não quer, fazer com que a taxa de juro de longo prazo desça até ao ponto em que a eficiência marginal do capital incentive o investimento, são um obstáculo à criação de uma procura efectiva compatível com o pleno emprego. Essas dificuldades começam a ser deslindadas se consideramos o entrave que provoca a taxa de juro convencional de longo prazo que se situa demasiado acima de uma eficiência marginal do capital muito instável e movediça.

A recomendação keynesiana é a de manter uma base convencional nova e sólida que leve a opinião pública a adequar a sua preferência pela liquidez àquela que seja compatível com o pleno emprego, através do incentivo provocado por informações credíveis e por medidas destinadas a estabelecer ou restabelecer o estado de confiança<sup>79</sup>. A opinião de Keynes é de que, em qualquer situação dada de expectativas, o público revela uma inclinação a conservar mais moeda do que é necessário a fim de satisfazer, seja pelo motivo de transacção, seja por precaução, uma posse real de moeda numa magnitude

---

76 Títulos de dívida pública britânicos.

77 I.e., pode haver uma taxa de juro menor. Este 'pode haver', quer dizer que se a preferência for absoluta, associada às expectativas de que os preços não vão subir, a taxa de juro não desce. Mas isto Keynes irá explicar em detalhe na versão final.

78 Ibidem, p. 200 ?

79 A superação dessas dificuldades viu Keynes no abandono do padrão ouro que rigidizava a oferta monetária e não assegurava a estabilidade do valor monetário, impedindo assim a descida da taxa de juro de longo prazo.

que depende dos termos em que a autoridade monetária esteja disposta a criar liquidez<sup>80</sup>.

Consoante a quantidade de dinheiro criada pela autoridade monetária existirá, *caeteris paribus*, uma determinada taxa de juro para dívidas com diferentes vencimentos. Existe assim, acredita Keynes, uma relação especial entre as alterações em *r* e as alterações na quantidade de dinheiro, assente no facto simples de o sistema bancário e a autoridade monetária negociarem com dinheiro e dívidas e não com activos ou bens de consumo.

A relação entre o complexo de taxas de juro e a quantidade de dinheiro seria directa, se a autoridade estivesse disposta, em qualquer sentido, a negociar em termos definidos as dívidas de qualquer vencimento, ou ainda, se estivesse disposta a negociar dívidas de riscos variáveis. O complexo de taxas de juro seria simplesmente uma expressão dos termos em que o sistema bancário estivesse na disposição de adquirir ou se desfazer de dívidas. A quantidade de moeda seria o montante existente na posse dos indivíduos consoante preferissem o controlo da liquidez ou desligar-se desta, i.e. a troca de uma dívida nas condições indicadas pela taxa de juro de mercado<sup>81</sup>.

Mas a autoridade monetária não está disposta, por regra geral, a negociar com facilidade dívidas de qualquer vencimento. Na prática, concentra-se sobre as dívidas de curto prazo e deixa que o preço das dívidas de prazo mais longo se submeta à influência tardia e imperfeita das reacções procedentes do preço das primeiras.

Para se poder aplicar esta teoria a um caso concreto, adverte Keynes, deverá tomar-se em consideração a influência que exerce o preço real e prospectivo de curto prazo sobre os títulos de longo prazo, podendo estabelecer-se um conjunto de limitações à habilidade com que a autoridade monetária estabelece qualquer complexo dado de taxas de juro para dívidas de diversos prazos e riscos: i) existem limitações que surgem da prática da autoridade monetária ao restringir as operações a títulos de tipo particular; ii) existe a possibilidade de que, assim como a taxa de juro poderá ter descido até

---

80 Esta potencialidade é concentrada na função de liquidez L2.

81 Keynes defendia uma reforma na técnica de gestão monetária, consistente numa oferta complexa por parte do banco central, de comprar e vender a preços estabelecidos valores de primeira classe e de qualquer prazo, em vez de um tipo único para os documentos de curto prazo. Esta é uma outra forma da proposta formulada no 'Treatise' de operações de mercado 'au autrance'. Na prática, a medida do que é o 'cash current' no mercado varia nos diferentes sistemas, no sentido de que o preço das dívidas que fixa o sistema é a que determina o preço real do mercado.

Por vezes o preço é mais efectivo em uma direcção que em outra. Isto é, o sistema bancário compromete-se à compra de dívidas a certo preço, mas não necessariamente as vende a uma cifra que represente a diferença com a compra, obtendo um lucro de intermediação, embora não existem razões para que o preço não deva fazer-se efectivo em ambos sentidos, com ajuda de operações de mercado aberto.

certo nível, a preferência pela liquidez possa tornar-se absoluta, no sentido em que todos prefiram manter efectivo a conservar uma dívida. Nesse caso, a autoridade monetária perde o controlo da taxa de juro<sup>82</sup>; iii) no caso de ruptura completa da estabilidade da taxa de juro, pois a função de liquidez esbate-se em qualquer direcção, produto da perda da confiança no valor da moeda ou dos títulos; iv) a opção de fazer baixar a taxa de juro, quando esta é suficientemente baixa, põe em riscos os custos de arbitragem entre prestamista e agente emprestador, a margem de risco que o prestamista exige acima da taxa de juro pura. Assim, a taxa a pagar pelo prestatário desce mais devagar que a taxa de juro no sentido puro.

Estabelecida a relação entre a taxa de juro e a preferência pela liquidez, entre a taxa de juro e a quantidade de moeda, entre as expectativas da taxa de juro e as possibilidades da política da taxa de juro, todo o problema se coloca em saber por que a taxa de juro monetária de longo prazo é persistentemente alta, o que implica esclarecer definitivamente por que as taxas de juro e os salários nominais são recalcitrantes à baixa.

#### **4.4.5. A taxa de juro é recalcitrante à baixa: a taxa monetária de juro é o "pace maker" de todas as taxas-bem de juro**

A fim de podermos ver como uma mudança nas expectativas pode provocar uma mudança da taxa, seja pela mudança na preferência, seja pela

---

82 Este é um caso extremo, que nunca existiu na realidade, pela renuência das autoridades monetárias a negociar com decisão em dívidas de longo prazo. O seu significado implicaria que a autoridade monetária, poderia obter empréstimos em escala ilimitada a uma taxa de juro nominal. Existe uma interpretação do desemprego involuntário que reduz o problema a um chamado " caso keynesiano". Segundo Modigliani " we have the keynesian case, when the full employment equilibrium rate of interest is less than  $r$  " ...e..."the demand for money as an asset is infinitely elastic ", " Liquidity Preference and the Theory of interest and money". Esta interpretação recebe o nome de "keynesian case", justamente porque vai ao encontro da ideia antevisionária de Keynes sobre o comportamento da taxa de juro no longo período. Tratar-se-ia de um caso limite, o que equivale a dizer que a Teoria Geral se reduziria, como contribuição teórica, ao estudo desse caso limite, interpretado como a impossibilidade de fazer descer a taxa de juro para além de um determinado nível por causa da armadilha de liquidez. O estudo da forma da curva está associado a esse caso limite. É possível abordar por uma outra óptica, os deslocamentos dessa curva de modo a explicar de outro modo, mais geral, a existência do desemprego involuntário. Segundo esta abordagem o desemprego involuntário existiria pelo facto de que, sendo a taxa de juro baixa, embora maior que aquela que assegura o pleno emprego, toda a tentativa de a baixar pela simples manipulação monetária levaria os agentes a rever as suas antecipações, ajustando as suas procuras de moeda de modo a absorver a moeda adicional. Ver F. Modigliani, " Liquidity preference and the Theory of Interest and Money, in *Economica*, Januar 1944, pp. 45-88.

mudança na quantidade de dinheiro, ou por ambas, e como essa mudança afecta a eficiência marginal do capital, o investimento e o emprego, iremos clarificar como Keynes explica a existência de uma taxa de juro recalcitrante relativamente à eficiência marginal do capital, o que torna a política monetária redundante e insuficiente para combater com êxito o desemprego.

Partimos da constatação de Keynes, de que a taxa de juro monetária tem um papel peculiar na fixação de um limite ao volume de emprego, pois esta funciona como um "pace maker", marcando o nível que deve atingir a eficiência marginal do capital de um bem de capital, de modo a que este seja produzido, assegurando o investimento realizado pelo actual emprego.

Se a taxa de juro resulta do facto de esta existir numa economia monetária, será pertinente tentar descobrir as peculiaridades do dinheiro que o distinguem de outros bens, pois embora a taxa de juro da moeda seja obstinada, aponta um caminho para responder ao problema da persistência do emprego:

**“Until we have answered these questions, the full significance of our theory will not be clear”<sup>83</sup>.**

A taxa monetária é o excedente sobre uma determinada soma de dinheiro emprestada, a um prazo dado. É um contrato sobre uma soma a um preço para entrega futura, sobre um preço efectivo imediato. Para cada classe de bem de capital, deveria existir uma taxa análoga à de juro sobre o dinheiro<sup>84</sup>. Existem

---

83 Idem, p. 222.

84 Utilizando o exemplo do autor, pode-se esclarecer o argumento do modo seguinte: se contratarmos por exemplo para o trigo um equivalente a 100 arrobas de trigo de entrega imediata 105 arrobas de trigo para serem entregues a um ano prazo, podemos dizer que a taxa-trigo de juro é de 5 % ao ano. Assim para cada bem de capital teremos uma taxa-bem de juro, medido em termos de si próprio.

A diferencia entre contratos futuros e à vista, cotizados no mercado, sobre um bem, por exemplo o trigo, mantém uma relação definida com a taxa de juro-trigo. Mas se o contrato futuro cotiza-se em dinheiro para entrega futura e não para entrega imediata, isto têm a ver também com a taxa monetária.

É preciso ver que as diferentes taxas não são iguais entre si, cada taxa-bem é específica desse bem. Por outro lado, não necessariamente a taxa bem e a taxa monetária coincidem. No exemplo de Keynes 100 arrobas ao preço de 100 libras, com um contrato a um ano prazo, pode implicar que custando 107 libras as mesmas 100 arrobas, medidas em taxa monetária de 5 % implicará 105 libras de trigo. Mas as 105 libras de trigo ao preço de 107 libras dá-nos 98 arrobas de trigo. Isto é, 100 arrobas de trigo, representam em preços futuros 98 arrobas, segundo a cotização de mercado. A taxa-trigo de juro é de - 2 % anual.

Isto leva-nos, diz o Keynes, a levantar o problema que existe uma taxa de juro, que sendo a maior das taxas específicas seja aquela que marque o passo das outras taxas de juros. Sem esquecer que é a maior das taxas de juro à qual a emc deverá alcançar para produzir um bem durável.

razões, diz-nos Keynes, para pensar que a taxa monetária seja frequentemente a maior, porque, no caso de outras taxas específicas, existem forças que operam no sentido da sua redução, forças essas que não actuam no caso do dinheiro<sup>85</sup>.

Podemos dizer, também, que cada bem-padrão oferece a mesma facilidade que o dinheiro para medir a eficiência marginal do capital, sendo utilizado para medir o rendimento provável de qualquer bem de capital. Desde que as eficiências marginais de todos os bens se alterem na mesma proporção, deduz-se que a ordem da sua magnitude será igual, independente do padrão escolhido.

Se existisse uma mercadoria composta que pudesse ser tomada como representativa, poderíamos ter uma taxa de juro e eficiência marginal do capital, em termos dessa mercadoria-bem. Se a taxa de juro monetária não for singular senão em comparação com as outras, onde estará a sua peculiaridade? Por que é que a eficiência marginal do capital e o volume de emprego estão relacionados com a taxa de juro monetária, e não com as outras taxas-bens?<sup>86</sup>.

Os diversos tipos de bens possuem certos atributos: 1) os rendimentos ou produção  $q$ ; 2) os bens sofrem desgaste, apodrecem, sofrendo custos no decorrer do tempo  $c$  3) cada bem tem um prémio de liquidez  $l$ <sup>87</sup>.

Deste modo o rendimento total esperado pela propriedade de um bem durante um dado período é igual ao seu rendimento  $q$  menos o custo  $c$  acrescido do seu prémio de liquidez. Isto é,  $q - c + l$  é a taxa de juro própria, onde  $q$ ,  $c$  e  $l$  são medidos em termos de si próprios e considerando que  $q$ ,  $c$  e  $l$  variam consoante os diferentes bens. O rendimento do dinheiro é nulo<sup>88</sup>, o seu custo de armazenagem é irrelevante, mas o seu prémio de liquidez é substancial. Existe, portanto, uma diferença essencial entre o dinheiro e os outros bens, assente no facto de o seu prémio de liquidez exceder em muito o

---

85 Ainda mais, pode ser que para duas moedas distintas não exista uma taxa de juro igual. A taxa de desconto que iguala o valor presente da série de anuidades de trigo ao preço actual de oferta desse bem, em termos do bem-padrão escolhido, nos dará a EM do capital-trigo em termos desse bem-padrão.

Consideremos a % anual da variação no valor do trigo em termos de dinheiro; a eficiência marginal de um bem, que é  $x$  % em dinheiro, será  $x$ -a % em termos de trigo.

86 O que diferencia uma economia monetária e empresarial e uma economia de troca ou de moeda neutral. Se nos propormos saber qual é a taxa-bem de juro para um período dado, considerados vários bens. Tomando cada um de cada vez como padrão, então os rendimentos de cada um devem ser considerados como medidos em termos de si próprios.

87 Utilizando a notação de Keynes:  $q$ , medidos em termos de si próprios, tem por base a sua contribuição a algum processo produtivo ou por serviços a um consumidor. Os custos chamados,  $c$ , custos medidos em termos de si próprios, *carring cost*; liquidez,  $l$ , a quantidade a pagar pela segurança potencial de possuir o bem  $l$ .

88 esta afirmação apenas faz sentido se considerarmos o presente.

seu custo de armazenagem, ao passo que acontece geralmente o contrário com os outros bens<sup>89</sup>.

Assim, serão produzidos aqueles bens cujo preço de oferta for menor que o de procura, pois esses bens terão uma eficiência marginal do capital que será maior (na base do seu preço de oferta normal) que a taxa de juro, segundo o mesmo padrão de valor, qualquer que seja. Com o aumento da existência de bens cuja eficiência marginal do capital era inicialmente igual à taxa de juro, essa eficiência marginal tende a descer. O processo atingirá o ponto em que os rendimentos esperados, descontados em anuidades, começarão a ser inferiores ao preço de oferta, levando a eficiência marginal do capital a descer, pelo que deixará de ser vantajoso produzi-los, a menos que a taxa de juro desça *pari passu*. Se não existir nenhum bem cuja eficiência marginal do capital atinja a taxa de juro, não serão produzidos novos bens de capital.

Por hipótese, admitamos que existe um bem, o dinheiro, cuja taxa é fixa ou desce mais lentamente, se aumenta a produção de qualquer outro bem. Como se ajustam as posições<sup>90</sup>? Esta situação implica que o preço actual de todo o bem distinto do preço do dinheiro (o juro monetário) tende a descer proporcionalmente ao preço que se espera que virá a ter no futuro. Portanto, se as taxas continuam a descer, chegará o momento em que não será lucrativo produzir nenhum desses bens<sup>91</sup>, a menos que se produza um aumento do custo de produção no futuro (preço superior) sobre o preço presente e que se recupere o custo de armazenagem desse bem produzido no presente, desde o momento actual até a data provável em que seu preço seja maior<sup>92</sup>.

---

89 Tomem-se três bens, casa, trigo e dinheiro. Para o trigo, os rendimentos e o prémio de liquidez são igual a 0, temos então que a taxa de juro é igual a  $-c_2$ ; para a casa  $l$  e  $c$  são iguais a 0 pelo que a taxa de juro é  $q_1$  e para a moeda, sendo  $c$  e  $q$  igual a zero, a taxa de juro é igual a  $l_3$ .

Para determinar os rendimentos esperados dos três bens, compatíveis com o equilíbrio, devemos conhecer as mudanças nos valores relativos durante o período. Considerando o dinheiro como moeda de conta, a percentagem de valorização (ou desvalorização) esperado para as casas  $a_1$  e do trigo  $a_2$ , teremos:

$a_1 + q_1$

$a_2 - c_2$

$l_3$  as quantidades reduzidas a dinheiro como padrão de valor.

A procura dos possuidores de riqueza vai-se orientar à casa, ao trigo ou ao dinheiro, segundo o critério de qual deles terá a maior taxa de juro. Em equilíbrio a procura de casa, trigo em termos de dinheiro será tal que  $a_1 + q_1$ ,  $a_2 + q_2$  e  $l_3$  sejam iguais. A escolha do padrão não influenciará o resultado, pois uma mudança do padrão modificará todos os termos por igual.

90 Se  $a_1 + q_1$ ,  $a_2 - c_2$  e  $l_3$  são iguais, sendo por hipótese  $l_3$  fixa o viscosa relativamente a  $q_1$  o  $-c_2$ , isto implica que  $a_1$  e  $a_2$  aumentam

91 de  $q_1$  e  $c_2$

92 Em sentido estrito, qualquer taxa de juro de um bem pode descer lentamente e não particularmente a do dinheiro, entendido que a teoria deve ser geral. Isto é, a medida que a produção a custos conhecidos e determinados no presente aumenta, a

Se essa taxa de juro aumentar, as taxas de juro específicas dos outros bens descerão a níveis que tornarão pouco interessante a produção desses bens de capital, a custos que permitam lucros. Se uma ou algumas dessas taxas permanecerem a um nível superior ao da eficiência marginal desse bem-capital, a produção não terá lugar.

Se o dinheiro for padrão de valor, não necessariamente a taxa de juro monetária causará transtornos. Poder-se-à mudar o padrão para um bem qualquer, comprovando-se que também existirá para esse bem uma taxa específica resistente à descida quando a produção crescer, pelo que:

**" (...) it now appears that some difficulties will ensue if there continues to exist any asset of which the own-rate of interest is reluctant to decline as output increase"<sup>93</sup>.**

Quais são então as peculiaridades que fazem com que o bem dinheiro tenha a sua taxa específica ao nível mais alto? Seguindo o critério de que, na medida em que o padrão de valor estabelecido responda a essas peculiaridades, será válida a proposição de que a taxa de juro específica da moeda é a taxa mais importante: 1) a elasticidade de produção do dinheiro é nula, ou muito pequena. Por elasticidade de produção entende-se a variação do volume de mão - de - obra aplicado na produção de dinheiro, quando aumenta a quantidade de trabalho que se pode comprar com uma unidade da mesma. Isto é válido para a moeda inconvertível ou o ouro, excepto no país em que a produção de ouro seja a actividade principal. No caso dos outros bens, a elasticidade de produção faz com que a sua taxa decline como consequência de um maior coeficiente de produção. No caso do dinheiro a oferta é fixa, apenas podendo mudar pela variação na unidade - salário ou pelo aumento da oferta através da autoridade monetária. Se o preço de outros bens tender a baixar, poder-se-à diversificar, desviando trabalho para a produção de outro bens, o que sucederá apenas se a moeda for ouro. Se a taxa de juro monetária não descer, não será possível produzir mais dinheiro, como cultivar ou produzir outros bens. 2) Existem outros bens cuja produção é inelástica, por exemplo os factores de renda pura, pelo que é necessário agregar outra condição: o dinheiro tem uma elasticidade de substituição igual ou quase igual a 0. Na medida em que o valor de troca do dinheiro sobe, não existe tendência a substituí-lo por outro factor, excepto quando a moeda é ouro e pode ser

---

taxa de juro que baixa mais lentamente é aquela que faz de propensão ao consumo-maker, eliminando produção de bens de outros bens, excepto quando os custos de produção futuros prováveis aumentem em relação aos custos presentes.

93 Idem, p. 229. Nesse sentido ao atribuir um significado particular à taxa monetária de juro, a partida, faz-se enquanto habituamo-nos às características especiais, que fazem que a taxa de juro monetária, medida em unidades de si próprias, seja aquela mais resistente à baixa, que as outras taxas, medidas no padrão monetária, quando a produção aumenta.

utilizada como mercadoria para outros fins. A utilidade do dinheiro existe enquanto é valor de troca, de forma que a sua utilidade sobe ou desce com o seu valor, pelo que, ao contrário dos factores de renda, não existe motivo para substituí-lo por outro factor<sup>94</sup>. 3) a oferta fixa rígida pode alterar-se no caso particular de uma redução na unidade - salário, pois libertará efectivo que se destinará a outros fundos para a satisfação do motivo de liquidez. Se os valores monetários baixam, a existência de dinheiro teria uma proporção maior no total da riqueza da comunidade. Segundo Keynes, existe um conjunto de razões que, no âmbito de uma economia monetária, mostra que é provável que a taxa monetária resista à baixa: i) se uma descida da unidade - salário produzir a expectativa de uma nova subida, o resultado será favorável. Pelo contrário, se a expectativa for uma continuação de descida, a reacção negativa sobre a eficiência marginal contrabalançará a descida da taxa de juros; ii) o facto de os salários medidos em dinheiro serem propensos à rigidez, com o salário monetário mais estável do que o real, tenderá a limitar a propensão da unidade - salário a descer em termos de dinheiro<sup>95</sup>. Se os salários não fossem rígidos à baixa, as expectativas relativamente à sua actual baixa teriam um efeito negativo sobre a eficiência marginal do capital. Se os salários fossem medidos em unidades-bem trigo, não seriam rígidos, variando com as variações do valor desse bem. O dinheiro, especialmente a sua propriedade de ser liquidez, torna o salário rígido, quando fixado em moeda; iii) as características do dinheiro, satisfazendo a preferência da liquidez, farão com que a taxa de juro seja insensível, sobretudo considerando o estado convencional de longo prazo e o estado de incerteza sobre o futuro. Por outras palavras, para além de certo nível, o rendimento do dinheiro não desce quando a sua quantidade muda, tal como baixa o rendimento de outros tipos de bens quando a sua quantidade produzida aumenta. Deve ser considerado também o facto de que uma mudança na quantidade de moeda pode levar os indivíduos a reverem as expectativas, se aumenta a incerteza, mantendo e aumentando liquidez, sem que a taxa de juro desça:

**“(...) the readiness of the public to increase their stock of money in response to a comparatively small stimulus is due to the advantages of liquidity(real or supposed)having not offset to contend with in the shape of carrying-cost mounting steeply with the lapse of time”<sup>96</sup>.**

---

94 Um único reparo é preciso fazer relativamente a 1) e 2), é quando uma mudança no valor do dinheiro ocasiona incerteza relativamente as resistências a subida; no caso em que a1 e a2 se elevem, equivale a dizer que um aumento no juro monetário em termos de taxas-bem, estimula a produção de outros bens.

95 Isto não implica aceitar que os salários sejam rígidos, mas constatar que numa economia monetária os salários expressos em moeda são sujeitos a revisões que considerem o rendimento e a propensão ao consumo.

96 Idem, p. 233.



Sendo os custos de armazenagem do dinheiro relativamente pequenos, não afectam as previsões sobre o valor provável do dinheiro no futuro. Dito de outro modo, um aumento nas existências de dinheiro por parte do público, é vantajoso e aceite, sem contrabalançar os custos de armazenagem no decurso do tempo, daí a preferência pela liquidez com pequenos estímulos do seu aumento quantitativo. No caso de um outro bem, quando se atinge um certo nível de existências superior, existe o risco de perdas por armazenagem e depreciação.

A importância da taxa de juro monetária surge como uma combinação de factores que actuam através do motivo liquidez, fazendo com que primeiro, a taxa de juro seja insensível a uma mudança na proporção que a quantidade de dinheiro mantém em relação às outras formas de riqueza, medidas em dinheiro e, segundo, que possa ter elasticidades nulas de produção e substituição.

A primeira condição significa que a procura se dirige predominantemente ao dinheiro; a segunda, que não pode empregar-se mais trabalho para produzir dinheiro e que não existe qualquer outro factor capaz de ter a utilidade do dinheiro.

O único alívio, para além de alterações na eficiência marginal do capital, pode vir, considerando a propensão à liquidez invariável, de uma variação da quantidade do dinheiro ou de um aumento no valor do dinheiro que permita à quantidade fixa aumentar os serviços monetários. Deste modo, uma subida na taxa de juro retarda a obtenção de todos os objectos cuja produção é elástica, sem poder estimular a produção do dinheiro.

Assim, a taxa monetária de juro é o "pace maker" de todas as taxas-bem de juro, refreando o investimento para produzir outros bens, sem estimular a produção de dinheiro (que, por hipótese, não possa ser produzido). Para o caso de um bem, a elasticidade de procura de existências deste, faria com que as modificações na procura mudassem a sua taxa de juro para cima ou para baixo, ao mesmo tempo que a elasticidade de oferta influenciaria a taxa de juro. Deixando os bens à liberdade das forças de mercado, este mecanismo actuará no sentido de diminuir a sua taxa de juro, até atingir "o pleno emprego", correspondente à inelasticidade da oferta do dinheiro.

Da propriedade tradicionalmente aceite de que a inelasticidade da oferta do ouro permite a sua utilização como padrão monetário, está a dificuldade de fundo e é a falta de dinheiro que provocará o incitamento à queda das taxas de juro dos bens, pelo que:

**“ (...) our conclusion can be stated in the most general form. No further increase in the rate of investment is possible when the greatest among the own-rates of own interest of all available assets is equal to the greatest amongst the marginal efficiencies of all assets, measured in terms of the asset whose own-rate of interest is greatest. In a conditions? of full employment this condition is necessarily satisfied. But it may also be satisfied before full employment is reached, if there is exist some asset, having zero (or relatively small) elasticities of**

**productions and substitution, whose rate of interest declines more slowly, as output increases, than the marginal efficiencies of capital-asset measured in terms of it**<sup>97</sup>.

As características que determinam as particularidades do dinheiro e que fazem com que a sua taxa seja a mais importante, estão ligadas ao facto de a moeda ser o padrão de valor e de com esse padrão se fixarem as dívidas e os salários. Se os contratos forem fixos e os salários forem estáveis em termos de dinheiro, que faz com que o prémio de liquidez seja tão importante, os indivíduos procurarão moeda pela conveniência de expressar no mesmo padrão os contratos vencidos e os salários a pagar. Tratando-se de uma questão de confiança no futuro, o padrão de valor deverá ter uma elasticidade de produção que assegure a sua estabilidade. Deste modo, aumentará a importância da taxa de juro monetária.

Existe um outro motivo mais subtil, segundo Keynes, que eleva a importância do dinheiro e a sua taxa de juro:

**“ The normal expectation that the value of output will be more stable in terms of money than in terms of any other commodity, depends of course, not on wages arranged in terms of money, but on wages being relatively sticky in terms of money”**<sup>98</sup>.

O bem em termos do qual se expressam os salários de modo a serem os mais rígidos, tem que ser aquele cuja elasticidade de produção seja mínima e cujo excedente dos custos de armazenagem sobre o seu prémio de liquidez seja mínimo, ou, dito de outro modo:

**“(…) the expectation of a relative stickiness of wages in terms? of money is a corollary of the excess of liquidity-premium over carrying-cost being greater for money than any other asset”**<sup>99</sup>.

As peculiaridades da moeda combinam-se cumulativamente com o facto de a moeda ser o padrão de valor socialmente aceite, pelo que a circunstância de a moeda ter elasticidades de produção e substituição nulas, e custos de manutenção e armazenagem quase nulos, fortalecem a convicção de que os salários monetários são relativamente estáveis, o que aumenta o prémio de liquidez, de modo que a taxa de juro monetária não se confunde com as eficiências marginais dos outros bens<sup>100</sup>.

---

97 Idem. p. 236.

98 Idem, p. 237.

99 Idem, p. 238.

100 É importante observar que para Keynes o prémio de liquidez não é um conceito absoluto, mas apenas destinado a jerarquizar e calcular, junto com os custos de uso e de armazenagem, as conveniências de manter uma ou outra forma de riqueza,

Keynes aceita que os salários monetários são viscosos à baixa, não por causa das imperfeições no mercado de trabalho, mas sim pelas propriedades e funções da moeda. Se tomarmos em conta o facto de os salários expressos em moeda serem mais estáveis que outras formas de riqueza, a sua estabilidade será um contributo intrínseco à própria estabilidade do sistema, sobretudo dos lucros.

Os salários nominais são viscosos não tanto porque os sindicatos sejam intransigentes em aceitar a sua redução, mas pela ocorrência de serem pagos em moeda. É na moeda e respectivas propriedades que deve procurar-se a sua viscosidade. A essas propriedades específicas da moeda estão associadas as funções de meio de troca e reserva de valor que fazem com que a taxa específica da moeda seja a mais alta entre as diversas taxas específicas dos bens. Desse modo, a moeda serve de medida de valor para estipular os salários e o crédito, o que leva o valor da produção a ficar estável quando é expresso em moeda, o mesmo acontecendo com os salários nominais. Se não se pudesse manipular a quantidade de moeda, o emprego só poderia ser incrementado, bem como a produção, através de uma deflação ilimitada dos salários monetários, o que poderia gerar expectativas perversas se esses continuassem a cair e a sua queda fosse antecipada pelos empresários produtores de bens.

Como afirma Keynes, o desemprego prospera porque as pessoas querem comer a lua com a mão, pois o objecto do desejo, o dinheiro, não pode produzir-se e a sua procura pode sufocar com facilidade<sup>101</sup>.

Para Keynes, o mercado de trabalho apenas permite avaliar a procura de trabalho. Sendo assim, o emprego é determinado pelas forças que condicionam o nível da procura efectiva, fixando o salário real. Consequentemente, as flutuações no nível de emprego traduzem-se em flutuações no nível do salário real, pelo que se o salário real fosse mais rígido que o salário monetário, o sistema seria intrinsecamente instável; no entanto, como foi dito anteriormente, a rigidez dos salários monetários não decorre da obstinação institucional, mas sim do facto de que, tendo a medida do valor uma tendência a ser mais estável, todos os contratos expressos em moeda se comportam no mesmo sentido.

Mas se os salários fossem totalmente flexíveis, como pretendem impor as antevisões neoclássicas, não apenas a propensão ao consumo declinaria, como o investimento desceria ou não se realizaria pelas expectativas de menores rendimentos resultantes de uma procura efectiva menor. Nessa situação, a política monetária poderia aumentar a quantidade moeda ou descer a taxa de juro, mas o desemprego involuntário poderia ainda existir, pois uma pequena

---

dependendo em definitiva das práticas sociais e das instituições. Nesse sentido é o precursor de uma teoria portfolio da riqueza.

101 Com ironia, Keynes sugere o remédio de por o banco central (a fábrica de queijo) na tutela da autoridade governamental a produzir queijo verde, como se fosse a mesma coisa que ouro, actuando pura e simplesmente através da persuasão do público.

descida da taxa de juro revelar-se-ia insuficiente, devido à elasticidade na procura da moeda, enquanto que uma descida dos salários teria o efeito de criar expectativas perversas.

A conclusão da nossa análise assenta em duas ideias. Primeiro, se por um lado Keynes procurou demonstrar a existência do desemprego como sendo involuntário, também não negou a existência do desemprego voluntário, como ficou dito anteriormente, permitindo assim ampliar a análise dos tipos de desemprego.

Aliás, como o próprio autor escreve explicitamente, para além do desemprego friccional, onde se registam todos os casos de desemprego que surgem por intermitência da procura -- devido a maus cálculos ou por dificuldades da mobilidade da mão-de-obra, ou por desequilíbrios surgidos nos recursos especializados, portanto um conjunto de recursos não-empregues--, admite também o desemprego voluntário, que surge pela obstinação de não aceitar a remuneração em concordância com a produtividade marginal atribuída, negação que pode ser livre ou imposta pela legislação, pela negociação colectiva dos contratos ou pela simples obstinação humana. Tal seria o desemprego normal, que provoca atrasos nos ajustamentos, quer sejam sectoriais, regionais, inter ou intra profissionais, próprio da dinâmica capitalista, enquanto sistema em expansão.

**Um modelo keynesiano de determinação do emprego:**

$$Y = C + I$$

$C = \Phi_1(W, Y)$ ; dado o estado das expectativas  $W$ ,  $C$  é função de  $Y$ .

$I = \Phi_2(W, \rho)$ ; dado  $W$ ,  $I$  é função de  $\rho$ . Por isso:  $Y = \Phi_1(W, Y) + \Phi_2(W, \rho)$ .

Dado o estado de  $W$ ,  $\rho$  é extremamente importante numa economia empresarial. Sendo  $N$  o nº total de empregados,  $N_1$  os empregados que produzem bens de consumo e  $N_2$  os que produzem bens de capital, então: (não abrir parágrafo aqui)  $N_1 = F_1(N)$ ;  $N_2 = F_2(\rho)$  e  $N = F_1(N) + F_2(\rho)$ , dadas a

preferência pela liquidez e a quantidade de moeda<sup>102</sup>. importante. Quando podem haver variações nas quantidades de recursos, a moeda torna-se importante pois vincula ao presente as expectativas móveis relativamente ao futuro, pelo que não pode haver uma economia não-monetária se houver um activo durável em existência e se a moeda for simplesmente o activo durável cuja taxa de juro própria seja a mais alta. Se o emprego for dado, não haverá nada a dizer ((realmente)) sobre a moeda.

## Conclusões

O desemprego involuntário é a demonstração de que os mecanismos automáticos não funcionam. Para isso formularam-se teorias explicativas que acudiram a explicitar e defender a ideia de que o capitalismo individualista do *laissez-faire* era eticamente insustentável, politicamente inconveniente e socialmente ultrapassado. Essas hipóteses constituíram o auxílio teórico à observação da instabilidade e falta de mecanismos que corrigissem eficazmente as perturbações. Os mecanismos, embora existissem, eram social e eticamente ultrapassados pela sociedade democrática e pelo senso comum.

A visão de Keynes, fundada na observação e percepção da conduta económica e social dos agentes, manifesta-se na ideia central de que o sistema capitalista não possui mecanismos de ajustamento automático capazes de manter um estado aceitável de produção e emprego, o que determina a necessidade de formular com precisão um conjunto de hipóteses sobre o funcionamento do sistema capitalista

Keynes propõe-se estudar as determinantes do nível do equilíbrio do *output* e do emprego, elucidando previamente por que motivos a teoria dita clássica, ancorada na ideia do *laissez-faire*, não consegue ser uma teoria geral, por que o salário monetário é rígido à baixa, o que invalida a política de redução dos salários nominais para conseguir mais emprego e, por que a taxa de juro é recalcitrante, quando a eficiência marginal do capital desce, o que reduz a eficácia da política monetária. Aliás, a descida do salário monetário

---

102 Nas notas de Bryce aparece  $f_2(\rho) = f_3(M/W)$ , i.e., o emprego na indústria de bens de capital é uma função da oferta de moeda dividida pelo nível das taxas de salário monetário. Fallgater e Salant esperassem que dado  $W$ ,  $N = N_1 + N_2 = f_1(N) + f_2(\rho) + f_3(M/W)$ , o que está errado, o que alias resulta claro quando se compara as notas de Thring, ver op. cit., p. 126. O que Keynes quis dizer é que dadas as expectativas, uma quantidade de moeda que modifique a taxa de juro pode ser realizada se a taxa de salário monetário diminui, com o que a quantidade de moeda aumenta, mesmo se fixa pela autoridade monetária, porquanto o motivo transacção diminui libertando moeda para o motivo especulação, só que como Keynes adverte nesta última lição de 1933, não pode aprofundar. Tarshis escreve nas notas 'why in hell' See Bob, idem, p. 126, nota de página 69.

103 Idem, p. 126.

apenas faria sentido se este contribuísse para a descida da taxa de juro, através das variações na quantidade de moeda. Mas uma posição abaixo da posição de pleno emprego não é determinada por tendências naturais nem existem princípios que impeçam que se tomem medidas a fim de corrigir as falhas do sistema.

Em segundo lugar, a visão keynesiana manifesta-se na demonstração de que, no mundo capitalista, as decisões dos agentes económicos são inevitavelmente tomadas na base de expectativas sobre o futuro económico em condições de incerteza e que a instabilidade do capitalismo reside na variabilidade da taxa de investimento, o que provoca em última instância a variabilidade do nível do emprego. Keynes, assumindo que os empresários são agentes maximizadores, dado o consumo, pressupõe que as decisões de investimento em emprego dependem das expectativas das receitas, não apenas dos preços de procura como das quantidades procuradas. O facto de uma comunidade possuir uma riqueza considerável levar-la-á a aumentar a poupança, debilitando a propensão ao consumo. Desse modo, conclui-se que as oportunidades de novos investimentos são menores, a menos que a taxa de juro desça suficientemente depressa a fim de aumentar o incentivo ao investimento. Keynes utiliza um desenvolvimento metodológico, uma noção de probabilidade, para reconhecer na realidade capitalista os elementos perturbadores e geradores de incerteza, as possibilidades de gerar investimento em situação de precariedade informativa.

O seu raciocínio visou demonstrar o carácter particular da hipótese neoclássica, segundo a qual os empresários investirão até ao ponto em que o salário seja igual à produtividade marginal do trabalho, a fim de que o *gap* entre rendimento e consumo, com a presunção de rendimentos constantes ou decrescentes, seja compensado suficientemente pelo investimento.

O facto de, para Keynes, não se verificar a lei de Say, obriga-o a uma reflexão sobre a procura global. Em primeiro lugar, esclarece como se utiliza o rendimento. Em segundo lugar, clarifica que a despesa do rendimento pode ser realizada para além das razões de consumo e investimento, i.e., pode ser entesourada, o que acontece apenas numa economia monetária.

Assim, o nível de emprego não depende do nível preexistente dos rendimentos mas sim das decisões de investir e das estimativas actuais dos montantes de consumo, correntes e futuros. Este carácter antecipado e estimativo das decisões, unido ao carácter probabilístico das previsões dos agentes sobre o futuro, representa uma inovação teórica fundamental da teoria da procura efectiva, o que nos permite realçar que esta observação não é independente da posição metodológica prévia, revelada como ideal metodológico.

A existência de um equilíbrio múltiplo é uma novidade teórica que se depreende do carácter antecipado das decisões dos empresários e da própria incerteza do volume do emprego. Uma vez determinado esse volume, o equilíbrio torna-se único, embora possa ser um equilíbrio de subemprego.

A procura efectiva de pleno emprego é um caso especial que se realiza apenas quando a propensão marginal ao consumo e o incentivo ao investimento se encontram numa relação óptima, onde a utilidade do salário real é igual a desutilidade do trabalho. Tal como numa economia de troca ou de moeda neutral, na qual o salário real e o emprego estão correlacionados, os rendimentos gerados em pleno emprego permitem a realização da procura, sob a vigência da lei de Say. Dada a propensão ao consumo e a taxa de novo investimento, existe um nível de emprego compatível com o equilíbrio. Um outro equilíbrio produziria uma desigualdade entre o preço da oferta global da produção e o preço da sua procura global. Se esse nível puder ser inferior ao nível de pleno emprego, o salário não poderá ser inferior à desutilidade do trabalho. Nesse caso, os preços da oferta deverão descer e os rendimentos deverão adequar-se. Se isso não for possível, se o ajustamento pelos preços não funcionar, o nível de emprego descerá, pressionando o preço do trabalho a baixar e gerando desemprego involuntário.

A conclusão mais importante a retirar da teoria da propensão marginal ao consumo decrescente de Keynes é que, com cada descida na propensão marginal ao consumo de hoje, aumentando a poupança marginal, não se provoca uma subida do capital no futuro; pelo contrário, cada debilitamento na propensão marginal ao consumo, considerada como hábito permanente, fará quebrar a procura de capital e portanto o consumo, o rendimento e o emprego, uma espécie de destruição *ex-post* da poupança. Não é possível um aumento do investimento medido em unidades salariais, a menos que o público esteja disposto a aumentar as suas poupanças, computadas em unidades salariais. Mas os indivíduos só o farão quando o seu rendimento aumentar.

A decisão de investir é a decisão económica mais importante que os agentes económicos tomam, pois ela representa o elo entre o presente do consumo e o futuro do lucro. Mas essa decisão depende da eficiência marginal do capital. Os problemas com que se deparam os empresários para decidir o investimento, são os problemas da resolução da contradição entre os vários interesses presentes e provisionais de investidores, produtores, e banqueiros.

O mais importante resultado do estudo sobre a empresa na óptica macro-económica é que o investimento influencia decisivamente o rendimento e o emprego. Mas Keynes descobre, nas expectativas dos rendimentos esperados, uma variável essencial a examinar. A importância de alterações nas expectativas deriva dos efeitos que estas mutações provocam sobre o desejo de produzir novos bens. Um efeito estimulante de preços maiores nas expectativas, não se deve a um aumento da taxa de juros, antes ao facto de se elevar a eficácia marginal de um volume dado de capital ou de a expectativa de uma descida no valor do dinheiro estimular o investimento e, por consequência, o valor do dinheiro influenciar o nível do emprego, porque eleva a curva de eficiência marginal do capital, deslocando a curva de procura de investimentos à alta.

Uma certa classe de investimento rege-se pela média das expectativas dos especuladores da bolsa de valores e não pelas expectativas genuínas do

empresário profissional, o que se manifesta no preço das acções. As avaliações e reavaliações sobre o estudo das expectativas e do estado de confiança, implica que a realização dos investimentos baseia-se no método convencional utilizado pelos investidores bolsistas. As valorizações sobre os mercados se realizam tomando em consideração toda classe de conjectura, que de modo nenhum se relacionam com o rendimento provável, o que torna o financiamento dos investimentos extremamente delicado. Se existem mercados organizados para o investimento e se pode confiar-se em que o convenção não variará, pode-se animar o investimento.

A intervenção do estado como agente catalisador do investimento, agente da confiança na credibilidade da informação, de recuperação dos 'animal spirits' que animaram o crescimento capitalista do século XIX não é apenas figura de retórica que desprende desta análise, é uma forma de tornar o cálculo provável mais fiável, a confiança do investidor mais razoável. O estado devia ser o garante do nível da despesa que assegure o pleno emprego, uma conclusão não apenas económica, de certo modo também moral e política, correspondendo a sua antevisão.

Numa economia monetária a moeda deve ter, por definição, o poder de ser detida na qualidade de reserva de riqueza, para que o rendimento possa ser em parte acumulado (entesourado) e a procura de bens se possa revelar insuficiente para igualar a oferta a um nível que permita a plena utilização dos recursos produtivos. Nesse caso, a procura constituiria um limite ao aumento da oferta, permitindo a existência do desemprego involuntário.

Assim, segundo Keynes, o problema central da política de estabilização parece associar-se à dificuldade em realizar o pleno emprego num ambiente económico onde uma eficiência marginal do capital demasiado baixa e instável se conjuga com uma taxa de juro demasiado alta, convencional e bastante estável como todos os fenómenos da psicologia colectiva de base convencional. Nessa situação, as mudanças na taxa de juro normal através da autoridade monetária, deverão assumir um carácter discricionário e social, procurando mudar as convenções sobre aquilo que os diferentes grupos sociais hegemónicos consideram ser normal, mas assegurando sobretudo a passagem de um nível de produção a outro superior.

Estas explicações conjugam-se de modo a reforçar o facto de Keynes não atribuir ao sistema uma capacidade de correcção automática, de modo que o emprego poderá ajustar-se através da intervenção directa do Estado sobre o investimento e não apenas sobre a oferta de moeda. Nesse sentido, Keynes estabelece uma relação entre a taxa de juro e a preferência pela liquidez, entre a taxa de juro e a quantidade de moeda, entre as expectativas da taxa de juro e as possibilidades da política da taxa de juro, a fim de saber por que razão a taxa de juro monetária de longo prazo é persistentemente alta, esclarecendo definitivamente por que motivo as taxas de juro e os salários nominais são recalitrantes à baixa. Para Keynes a taxa de juro monetária "*sets the pace*" a todas as outras taxas de juro de outros bens, impedindo simultaneamente a sua produção mesmo antes de alcançarem o ponto de elasticidade de produção e



substituição nula. A importância da taxa de juro monetária surge como uma combinação de factores que actuam através do motivo liquidez, fazendo com que, primeiro, a taxa de juro seja insensível a uma mudança na proporção que a quantidade de dinheiro mantém com as outras formas de riqueza, medidas em dinheiro, e, segundo, que tenha ou possa ter elasticidades nulas de produção e substituição.

As características que determinam as particularidades do dinheiro e que fazem com que a sua taxa seja a mais importante, estão ligadas ao facto que a moeda é o padrão de valor e de com esse padrão fixam-se as dívidas e os salários, pelo que os indivíduos procurarão moeda pela conveniência de expressar no mesmo padrão os contratos vencidos e os salários a pagar, o que faz com que o prémio de liquidez seja tão importante. É um problema de confiança sobre o futuro, pelo que o padrão de valor deverá ter uma elasticidade de produção que assegure a sua estabilidade.

A existência de um equilíbrio abaixo do pleno emprego assenta na combinação de uma eficácia marginal do capital, baixa e instável, com uma taxa de juro de longo prazo convencional e recalcitrante à baixa, o que se explica pelas peculiaridades da moeda. Neste sentido, a moeda determinaria a insuficiência do nível de investimento e da procura global e, portanto, do nível do emprego. Assim, o fenómeno do desemprego poderia ser interpretado como intrínseco a uma economia monetária de produção, onde a tendência de um excesso de procura relativamente à oferta, não é compensada pelos mecanismos de ajustamento atribuídos à taxa de juro. O papel da moeda, como elemento de ligação entre o presente e o futuro, reflecte-se na preferência pela liquidez sem que seja possível com uma política monetária credível e no quadro de um padrão monetário determinado, que cumpre o papel de referência de confiança no sistema, -- restituir uma taxa de juro compatível com o pleno emprego, pelo que o desemprego se torna um fenómeno tenaz e persistente.

Keynes não considera que o desemprego involuntário seja o resultado de um mau funcionamento dos mercados, bem pelo contrário, vê-o como o resultado do funcionamento normal dos mercados numa economia monetária. A hipótese do desemprego involuntário não resulta de um quadro de concorrência imperfeita, pois permanece rigorosamente no quadro da concorrência pura e perfeita, ou, melhor, no âmbito de uma economia essencialmente diferente do ponto de vista qualitativo, sendo uma das suas características essenciais o facto de produzir desemprego involuntário. O programa de J.M.Keynes é científico porque propõe as condições para a sua refutação, e é progressivamente científico porque prevê um tipo de ajustamento quantitativo essencial à economia capitalista, revelando um fenómeno empírico que caracteriza o funcionamento do mercado de trabalho no século XX.

### *Bibliografia*

Harrod R.(1963), *The Life of Keynes J.M.*, MacMillan, London , 1963

Kaldor N., " Keynes as an Economic Adviser", pp. 2-27, in A.P. Thirlwall, *Keynes as a Policy Adviser*, The MacMillan Press, 1982.)

Keynes J.M., vol. X, *Collected Writings of J.M.Keynes* (29 vol), Macmillan, Cambridge University Press, 1971-1983, pp. 329-330.

Keynes J.M., vol. XIII , *Collected Writings of J.M.Keynes* (29 vol), Macmillan, Cambridge University Press, 1971-1983, p. 198-199.

Keynes J.M., " Is The Economic System Self-adjusting: Poverty in Plenty", *Collected Writings of J.M.Keynes* (29 vol), Macmillan, Cambridge University Press, 1971-1983, vol. XIII, p. 486-191.

Keynes J.M., " The General Theory", vol. VII. *Collected Writings of J.M.Keynes* (29 vol), Macmillan, Cambridge University Press, 1971-1983

Keynes J.M, " Economic Possibilities for our Grandchildren", vol. X, *Collected Writings of J.M.Keynes* (29 vol), Macmillan, Cambridge University Press, 1971-1983, pp. 321-332.

Keynes J.M "The Economic Consequences of the Peace", in *CWJMK, Collected Writings of J.M.Keynes* (29 vol), Macmillan, Cambridge University Press, 1971-1983, vol. II.

Keynes J.M., " The Parameters of a Monetary Economy", *CWJMK* , vol. XIII, *Collected Writings of J.M.Keynes* (29 vol), Macmillan, Cambridge University Press, 1971-1983, p. 396-397.

Keynes J.M. , " To a letter to George Bernard Shaw, 1 January 1935", *Collected Writings of J.M.Keynes* (29 vol), Macmillan, Cambridge University Press, 1971-1983 , vol. XIII, pp. 492-493.

Modigliani F., " Liquidity preference and the Theory of Interest and Money, in *Economica*, Januar 1944, pp. 45-88.

Patinkin D., "Keynes' Monetary Thought: A study of its Development", Durham, New Caroline: Duke University Press, 1976, pp 98-107.

Pigou A. C., Ver " The Theory of Unemployment", Macmillan and Co, Limited, London, 1939

Rymes T., " Keynes` s Lectures 1932-35: Notes of a Representative Student", MacMillan, 1988, p.91.

Skidelsky R., *John Maynard Keynes: Esperanças Frustradas 1883-1920*, Alianza Editorial, 1986.