



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

KEYNES E ROBERTSON APÓS O TRATADO SOBRE A MOEDA: A “CONTROVÉRSIA DOS BALDES EM UM POÇO”

Andrea Giannella

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP para obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas, sob a orientação do Prof. Dr. Antonio Carlos Macedo e Silva.

*Este exemplar corresponde ao original da dissertação defendido por **Andrea Giannella** em 14/04/2010 e orientada pelo Prof. Dr. Antonio Carlos Macedo e Silva.*

CPG, 14/04/2010

A handwritten signature in purple ink, which appears to read "Antonio Carlos Macedo e Silva", is written over a horizontal line.

Campinas, 2010

**Ficha catalográfica elaborada pela biblioteca
do Instituto de Economia/UNICAMP**

Giannella, Andrea.
G348k Keynes e Robertson após o Tratado sobre a Moeda: a controvérsia dos baldes de um poço/ Andréa Giannella – Campinas, SP: [s.n.]. 2010.
Orientador : Antonio Carlos Macedo e Silva. Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.
1. Economia Keynesiana. 2. Escola neoclássica de economia. 3. Teoria quantitativa da moeda. I. Silva, Antonio Carlos Macedo e. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.
10-034-BIE

Título em Inglês: Keynes and Robertson after the Treatise on Money: the buckets in a well controversy

Keywords: Keynesian economics ; Cambridge School ; Quantity theory of money

Area de Concentração : -----

Titulação: Mestre em Ciências Econômicas

Banca examinadora: Prof. Dr. Antonio Carlos Macedo e Silva

Profa. Dra. Adriana Nunes Ferreira

Prof. Dr. Mauro Boianovsky

Data da defesa: 14-04-2010

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas

Dissertação de Mestrado

Aluna: ANDREA GIANNELLA

**“Keynes e Robertson após o Tratado sobre a Moeda: a
“controvérsia dos baldes em um poço””**

Defendida em 26 / 02 / 2010

COMISSÃO JULGADORA



Prof. Dr. ANTONIO CARLOS MACEDO E SILVA
Orientador – IE / UNICAMP



Profa. Dra. ADRIANA NUNES FERREIRA
IE / UNICAMP



Prof. Dr. MAURO BOIANOVSKY
UnB

I regard (...) Mr. Robertson as my parent in the paths of errancy.

John M. Keynes

*Para Izaias,
minha flor de vidro.*

Agradecimentos

Esta dissertação demonstra o infinito poder da virtude da paciência, dos que me cercaram, sobre os inúmeros vícios que me acometeram. Meu orientador, Prof. Antonio Carlos Macedo e Silva, acompanhou todo seu processo de elaboração, e a ele agradeço o apoio. À Prof. Adriana Nunes Ferreira tenho por gratidão seus comentários e sua postura crítica, que me ajudaram a melhorar alguns dos aspectos desta dissertação. Agradeço especialmente ao Prof. José Maria Ferreira Jardim da Silveira, por ter me oferecido suporte nos momentos mais difíceis, sem o qual talvez esta dissertação não se concretizasse.

Agradeço também à minha família, por ter me acompanhado neste caminho incerto, sabendo muito de suas adversidades e pouco de suas compensações. Em especial, gostaria de agradecer a Izaias por ter sido, a cada dia, meu companheiro, meu conselheiro e minha alegria.

Sumário

INTRODUÇÃO.....	1
1. UMA VISÃO GERAL DA “CONTROVÉRSIA DOS BALDES EM UM POÇO”	5
1.1. INTRODUÇÃO.....	5
1.2. O PERÍODO DE COLABORAÇÃO ENTRE KEYNES E ROBERTSON	6
1.3. A RUPTURA TEÓRICA APÓS O TRATADO SOBRE A MOEDA	9
1.4. INTERPRETAÇÕES SOBRE A CONTROVÉRSIA.....	13
2. O PREÇO DOS BENS DE INVESTIMENTO E O ENTESOURAMENTO NO <i>TRATADO</i>.....	15
2.1. INTRODUÇÃO.....	15
2.2. O PREÇO DO INVESTIMENTO I: SUA AUSÊNCIA NA ANÁLISE DOS “CICLOS DE CRÉDITO”	15
2.3. O PREÇO DO INVESTIMENTO II: O RENDIMENTO DO INVESTIMENTO.....	19
2.4. O PREÇO DO INVESTIMENTO III: O PREÇO DAS AÇÕES.....	24
3. A CONTROVÉRSIA DOS “BALDES EM UM POÇO”.....	29
3.1. INTRODUÇÃO.....	29
3.2. “MR. KEYNES’ THEORY OF MONEY” (1931), DE ROBERTSON	29
3.3. “A REJOINDER” (1931), DE KEYNES	36
3.4. “SAVING AND HOARDING” (1933), DE ROBERTSON.....	40
4. ANÁLISES ACERCA DA CONTROVÉRSIA.....	46
4.1. INTRODUÇÃO.....	46
4.2. UM DEBATE TERMINOLÓGICO OU TEÓRICO?	46
4.3. A QUESTÃO DO “ENTESOURAMENTO”	50
4.4. OS “BALDES EM UM POÇO” E A DEMANDA POR MOEDA	56
CONCLUSÃO.....	60
BIBLIOGRAFIA.....	63

Índice de Figura

Figura 3.1: Fluxos monetários de Robertson	31
---	-----------

Resumo

John M. Keynes e Dennis H. Robertson, ambos economistas de Cambridge, foram intensos colaboradores intelectuais na década de 1920; mas após da publicação da *Teoria geral* de Keynes, em 1936, a colaboração foi substituída por uma ostensiva rivalidade teórica. O ponto de inflexão do relacionamento entre ambos, entretanto, antecede esta época, e remonta à publicação do *Tratado sobre a moeda* de Keynes, em 1930. A partir da resenha que Robertson fez deste livro, os autores travaram um debate teórico e terminológico, acerca de questões como a determinação do preço dos bens de investimento, a relação entre poupança, investimento e entesouramento, e a determinação da quantidade de depósitos inativos na economia. Este debate, denominado pela literatura especializada de controvérsia “dos baldes em um poço”, foi considerado de importância fundamental para as futuras divergências entre os autores, mas não recebeu atenção analítica à altura desta consideração. Nesta dissertação, argumenta-se que o desdobramento dos pontos debatidos esteve em parte relacionado à necessidade de Keynes de responder às críticas de Hayek ao livro, e procura-se estabelecer um modo de correlação entre os diversos conceitos debatidos (entesouramento, depósitos inativos, nível de preço dos bens de investimento, poupança, etc.) Considerou-se, como ponto de orientação geral, a pergunta: a controvérsia foi teórica ou simplesmente terminológica? O que se constata é que não há resposta simples para esta questão. De fato, a “controvérsia dos baldes em um poço” mistura assuntos teóricos, talvez não inteiramente compatíveis entre si, e em relação aos quais a diferença entre os autores foi em parte teórica, e em parte terminológica.

Abstract

John M. Keynes and Dennis H. Robertson, both economists from Cambridge, were intense intellectual collaborators in the 1920s; but after the publication of Keynes's *General theory*, in 1936, their collaboration was substituted by an ostensive theoretical rivalry. The turning point of their relationship, however, is previous from that time, and goes back to the publication of Keynes's *Treatise on money*, in 1930. From Robertson's review of that book on, the authors engaged in a theoretical and terminological debate, concerning matters such as the determination of the price of investment goods, the relation between saving, investment and hoarding, and the determination of the quantity of inactive deposits in the economy. This debate, named the "buckets in a well" controversy by the specialized literature, was considered to be of fundamental importance for the future divergence between the authors, but did not receive an analytical attention compatible to such consideration. In this dissertation, it is argued that the unfolding of the subjects in the debated was partially related to Keynes's need to answer Hayek's critics of his book, and the dissertation means to establish a way to correlate the many debated concepts (hoarding, inactive deposits, price level of investment goods, saving, etc.) It was considered, as a general point of orientation, the question: was the controversy theoretical, or simply terminological? It is concluded that there is no simple answer to such question. As a matter of a fact, the "buckets in a well controversy" mixes many theoretical subjects, which may not be entirely compatible one to another, and in relation to which the difference between the authors was partially theoretical, and partially terminological.

Introdução

O objetivo geral desta dissertação é estudar a controvérsia entre Keynes e Robertson no intervalo das publicações do *Tratado sobre a moeda* (1930) e da *Teoria geral* (1936).¹ Denominamo-la a “controvérsia dos baldes em um poço” (CBP), em referência a uma interpretação de Keynes sobre Robertson, a respeito do comportamento dos níveis de preço dos bens de consumo e dos bens de investimento (Keynes, 1931a, 414).² Esta denominação, entretanto, não está presente na literatura especializada no assunto, que geralmente opta por apresentar a controvérsia sem o auxílio de um “rótulo” específico. Optamos por fazer uso deste “rótulo”, entretanto, a fim valorizar o conteúdo específico da CBP, e, assim, evitar considerá-la uma mera antecipação da controvérsia ocorrida entre os mesmo autores após a *Teoria geral* (TG) – a controvérsia da “preferência pela liquidez vs. fundos emprestáveis” (PL-FE).

Tendo em vista a importância histórica de Keynes, é apropriado esclarecer que esta dissertação pretende contribuir especificamente à história da análise econômica. De modo geral, a relevância do estudo da história da análise econômica foi atribuída por Cesarano (1983) ao resgate de idéias interessantes que, devido à complexidade da realidade econômica, teriam sido negligenciadas com o tempo.³ Os historiadores dedicados à trajetória teórica de Keynes até a TG, por sua vez, concordando ou não com a suficiência deste argumento para a relevância do estudo, têm se beneficiado de fontes suplementares de motivação. Dentre estas, podemos citar: a avaliação, a partir da análise histórica, de alguns aspectos teóricos da TG (Bridel, 1987),⁴ o julgamento da conformidade da “revolução keynesiana” com outros tipos de “revoluções” científicas (Bigg, 1990),⁵ ou mesmo o resgate de proposições keynesianas “autênticas” (Amadeo,

¹ O artigo de Robertson “Saving and hoarding” (1933) pode ser considerado o fim da controvérsia. A partir de então, Keynes já estava envolvido na elaboração da *Teoria geral*. Para uma descrição das atividades de Keynes no período, ver Moggridge (1973a).

² Bridel (1987) destaca a expressão “baldes em um poço” para designar não a controvérsia, mas seu conteúdo. Deve-se notar, entretanto, que a passagem apresentada pelo autor para designar este conteúdo não é, de fato, o argumento “baldes em um poço” que Keynes atribuiu a Robertson, mas o argumento “paradoxo de Keynes” que Robertson atribuiu a Keynes (Bridel, 1987, 134-135).

³ Evidentemente, este resgate é visto pelo autor como uma possibilidade, e não como uma obrigatoriedade.

⁴ Bridel (1987) toma por base sua “análise e avaliação crítica da origem e do desenvolvimento da técnica de análise poupança-investimento (...) que em última instância teria conduzido ao princípio da demanda efetiva de Keynes” (Bridel, 1987, 1), e chega à conclusão de que a *Teoria geral* “certamente não demonstra a existência de um desemprego em um equilíbrio de longo-prazo” (Bridel, 1987, 186).

⁵ Bigg (1990) utiliza o arcabouço lakatosiano para explicar o “desenvolvimento da Tradição de Cambridge [no final da década de 1920]” (Bigg, 1990, 1). Deve-se notar, entretanto, que o termo “revolução científica” pertence a Kuhn

1989).⁶ Em outras palavras, a história da análise econômica referente a Keynes, em muitos casos, assume ou está comprometida com alguma posição em relação à *TG*, quer seja para criticá-la, para explicá-la ou mesmo para complementá-la.

Quanto à CBP, é indisputável que ela pertença, de fato, à trajetória de ruptura teórica de Keynes, em direção à elaboração *TG*. Mas isto não implica que o debate deva, necessariamente, ser estudado partindo-se de um entendimento inicial acerca desta trajetória, ou de uma necessidade de se compreendê-la. Por exemplo, o *Tratado sobre a moeda (TM)* geralmente é reconhecido por ter antecipado um dos principais elementos da *TG*: a teoria da preferência pela liquidez.⁷ A partir deste reconhecimento, diversos autores explicam a CBP como uma antecipação da controvérsia PL-FE, ou como um corolário da antecipação da preferência pela liquidez. [Bibow (2000); Bridel (1987,); Dimand (1988)]. Entretanto, embora a formulação antecipatória da preferência pela liquidez no *TM* seja, de fato, um ponto presente na CBP,⁸ há também diversas diferenças essas duas controvérsias. Primeiramente, no debate PL-FE estava claro que o elemento disputado era a determinação da taxa de juros, mas na CBP, embora Keynes percebesse a existência de um elemento teórico relevante, este não era evidente nem mesmo para seus debatedores.⁹ Ademais, conceitos comuns na CBP – como o entesouramento e o preço dos bens de investimento – não são diretamente compreensíveis nos termos da *TG*.

Alguns comentadores procuraram superar estas dificuldades, considerando meramente que a determinação do “preço dos bens de investimento” exerceria na CBP uma função

(1962, 2001), mas que está sendo utilizado aqui de modo a também englobar a mudança de “programa de pesquisa” de Lakatos (1978, 1986).

⁶ Amadeo (1989), por exemplo, ao se propor explicar “ruptura definitiva de Keynes com a abordagem pós-wickselliana para a teoria monetária” (Amadeo, 1989, 3), conclui que “a dicotomia [ajuste por] preço e [ajuste por] quantidade não deve ser tomada como base de comparação entre os dois livros de Keynes [o *Tratado sobre a moeda* e a *Teoria geral*]” (Amadeo, 1989, 150). Isto significa que o ajuste por preço seria, portanto, “autêntico” em relação a Keynes. A importância desta “autenticidade”, por sua vez, foi explicada por Gerrard (1991): “a legitimidade de qualquer programa de pesquisa keynesiano particular tem sido julgada em relação à autenticidade de sua interpretação implícita de Keynes” (Gerrard, 1991, 276).

⁷ Embora o termo “propensão a entesourar” apareça, aparentemente, uma única vez no *TM (TM, 130)*, o conceito que este termo representa é frequente no livro, sob o termo alternativo e sinônimo “*excess bearish factor*”.

⁸ Um dos principais objetivos de Keynes na controvérsia é elucidar o seu conceito de “propensão a entesourar” (Keynes, 1931, 413). Este mesmo termo é retomado na *TG* de modo similar, ainda que não inteiramente idêntico, sendo identificado com a “função de liquidez” (*TG, 208*) que, na verdade, é a função da preferência pela liquidez (*TG, 168*).

⁹ Por exemplo em uma carta endereçada a Robertson de 6 de outubro de 1931 (embora não enviada), Keynes declarou: “tenho certeza de que o problema real entre nós não se refere a questões de expressão ou detalhes comparativos, mas é uma coisa muito mais importante. (...) Não ficarei feliz enquanto não descobrir exatamente qual é este ponto de diferença” (Keynes, 1973, XIII, 272). Presley (1978, 80) considerou a compreensão da CBP “uma tarefa árdua mesmo para seus participantes”.

equivalente à da determinação da taxa de juros na controvérsia PL-FE.¹⁰ Mas se o modo de determinação do nível de preço dos bens de investimento no *TM* corresponde, de fato, ao modo de determinação da taxa de juros na *TG*, esta correspondência não possui paralelo em relação à teoria de Robertson. Outra diferença entre as duas controvérsias refere-se ao posicionamento de Robertson. Enquanto na CBP o autor defendera uma teoria antagônica à de Keynes, no debate PL-FE Robertson sustentou uma equivalência entre a teoria da preferência pela liquidez em relação à teoria dos fundos emprestáveis [Bibow (1995), Johnson (1952)].¹¹

Esta dissertação, portanto, difere dos demais trabalhos acerca da controvérsia, porque se limita ao seu período histórico, não dependendo de uma compreensão acerca da “revolução keynesiana” em geral. Estas considerações de modo algum pretendem subestimar a importância da tradição de estudos interpretativos, apenas caracterizar o presente estudo. O trabalho considera três objetivos principais. O primeiro objetivo é retomar o debate em seus termos originais, nos textos considerados relevantes para tal. A nossa falta de compromisso com uma interpretação acerca da “revolução keynesiana” permite-nos, inclusive, apreciar as imperfeições com que os autores expuseram suas idéias neste momento, e que se revelam em ambigüidades ou até mesmo em possíveis auto-contradições. Estes elementos não devem ser ignorados, pois são próprios da fase “em formação” da teoria de ambos os autores no momento. O segundo objetivo é apresentar brevemente o modo como outros comentadores abordaram a CBP, notando-se, em particular, uma percepção generalizada da dificuldade de se interpretá-la. Embora autores, como Bridel (1987), acreditassem que a controvérsia se referia a um assunto teórico fundamental, outros autores não rejeitam inteiramente a hipótese de que a controvérsia tenha sido, ou se tornado, meramente terminológica. Por fim, o terceiro objetivo é apresentar algumas considerações próprias, e apreciar se a controvérsia teria sido fundamental do ponto de vista teórico, ou se teria sido meramente terminológica.

A dissertação está dividida em quatro capítulos. O primeiro capítulo apresenta a CBP de modo geral. São descritos alguns contornos históricos sobre o relacionamento intelectual entre Keynes e Robertson, sendo apresentados os textos considerados fundamentais para a

¹⁰ A passagem do *TM* fornecida como evidência da determinação no *TM* da “taxa de juros” pelo mercado de ações por Amadeo (1989, 31), por exemplo, originalmente refere-se ao “preço dos bens de investimento”.

¹¹ Segundo Dimand (1988), o antagonismo de período da CBP contradiria “o mito recente de que Keynes não estivesse dizendo nada de novo” (Dimand, 1988, 83). Este mito, entretanto, já possui raízes na própria controvérsia PL-FE da década de 1930.

controvérsia. Nota-se em especial a interferência indireta de Hayek no debate, visto que Keynes pretendeu aproximar as críticas de Robertson ao *TM* às de Hayek. Para completar o quadro geral, também são abordadas algumas interpretações acerca da controvérsia. O segundo capítulo apresenta alguns conceitos básicos do *TM*, bem como as principais passagens sobre as quais as críticas de Robertson que posteriormente integrariam a CBP. São identificadas diversas tentativas de se harmonizar a determinação do preço dos bens de investimento no corpo teórico do *TM*, o que se considerou ser um possível início da separação entre as teorias de Keynes e de Robertson. O terceiro capítulo apresenta os três principais textos da CBP: a resenha de Robertson sobre o *TM*, a réplica de Keynes e um artigo posterior de Robertson, “Saving and hoarding” (1933). O quarto capítulo pretende analisar a controvérsia. Como a questão debatida não é evidente, a análise foi constituída em duas etapas. Na primeira etapa, presente na seção 4.2, são formuladas algumas questões, aparentemente desconexas, que pretendem captar as diferenças entre os autores. Na etapa seguinte, procura-se responder a estas questões, bem como averiguar uma possível conexão entre elas, a fim de opinar se o debate teria sido teórico ou terminológico.

1. Uma visão geral da “controvérsia dos baldes em um poço”

1.1. Introdução

Como Fletcher (1986) bem descreveu, “Dennis H. Robertson foi sucessivamente pupilo, colega e colaborador de Keynes, e, finalmente, o seu crítico mais tenaz e intelectualmente ameaçador” (Fletcher, 1986, 36-37). O período de colaboração entre Keynes e Robertson coincide com o interesse de Keynes pela teoria dos ciclos de negócios, desenvolvido no *TM*. Com a publicação da *TG*, entretanto, Keynes rompeu definitivamente com esta tradição, que ele próprio ajudara a desenvolver, lançando as bases para uma nova teoria econômica. Robertson, por sua vez, jamais admitiu compreender a *TG*, e não teria cedido em suas críticas ao novo pensamento de Keynes, mesmo frente à sua crescente popularidade entre os economistas.¹² Pode-se dizer mesmo, em alguma medida, que o fim da colaboração intelectual entre Keynes e Robertson espelha a ruptura de Keynes com sua própria trajetória intelectual.¹³

A passagem do período de colaboração para o período de oposição entre Keynes e Robertson, entretanto, não se deu concomitantemente à publicação da *TG*, tendo já se tornado evidente após a publicação do *TM*. A resenha de Robertson sobre o livro apresenta suas primeiras discordâncias em relação a Keynes que, segundo o próprio Keynes, teriam como pano de fundo uma “diferença teórica fundamental”.¹⁴ Portanto, é com a CBP que se inicia o período de oposição entre os autores, e em grande medida este é o motivo de sua relevância.

Este capítulo tem por objetivo fornecer uma introdução geral ao período, apresentando os contornos gerais da relação entre Keynes e Robertson do início ao final da CBP, além de algumas diretrizes para a interpretação desta relação. A seção 1.2 traz o período de colaboração entre os autores, ou seja, do início até a publicação do *TM*. A seção 1.3 apresenta uma descrição geral da CBP, e o modo pela qual foi influenciada pela resenha que Hayek realizou sobre o *TM*.

¹² Mizen e Presley (1995) consideram, por exemplo, que Pigou suavizou suas críticas à *TG* com o tempo, enquanto a reação negativa de Robertson teria sido persistente. Mesmo por ocasião da morte de Keynes, Robertson ainda se lamentou por não poder “voltar a discutir descansadamente [com Keynes] aqueles assuntos de teoria e de pedagogia sobre os quais [tinham] falhado em debater” (Robertson, 1946, *apud* Mizen e Presley, 1995: 642).

¹³ Isto não significa, entretanto, que Robertson possa ser identificado entre os “clássicos” apresentados na *TG*. O próprio Keynes é bastante claro sobre a questão: “Aproveito para me desculpar de uma vez por todas se levei algum leitor a supor que (...) considero Mr. Hawtrey e Mr. Robertson como economistas clássicos. Ao contrário, eles se desgarraram do rebanho antes de mim” (Keynes, 1937, 242, n. 2 da p. 241).

¹⁴ Ver trecho de carta de Keynes a Robertson citado na nota 9 acima.

Na seção 1.4, apresenta-se uma visão geral acerca de diferentes interpretações e apreciações de outros autores sobre a controvérsia.

1.2. O período de colaboração entre Keynes e Robertson

Keynes e Robertson provavelmente são mais reconhecidos como opositores em teoria econômica do que como colaboradores. De fato, a publicação da *TG* coincide com um período em que os autores estavam em franca oposição, tendo a discordância entre os dois se tornado pública e notória por meio de resenhas, artigos e livros. A colaboração entre Keynes e Robertson, por sua vez, não foi divulgada da mesma forma, evidenciando-se principalmente por meio de cartas e memorandos informais. Mas embora seja menos conhecida, esta correspondência revela uma colaboração teórica fundamental, e de impacto duradouro na trajetória de ambos os economistas.

O primeiro contato entre Keynes e Robertson ocorreu em 1910, quando Keynes tornou-se “Diretor de Estudos” de Robertson (Presley, 1978, 2, 75). Robertson que finalizou sua *Fellowship dissertation*¹⁵ em 1913, e recebeu a *Trinity College Fellowship* em 1914. Embora Robertson demonstrasse grande respeito por Keynes, chamando-o de “mestre” (Presley, 1978, 76), o contato intelectual entre os dois após 1913 assemelha-se mais a uma relação entre pares. Note-se ainda que Keynes era somente sete anos mais velho do que Robertson, além de ser então recente no corpo acadêmico de Cambridge, ao qual se juntara em 1908 (ver Presley, 1978, 75).¹⁶

A primeira incursão de Keynes no tema dos “ciclos de negócios” refere-se a uma apresentação em fins de 1913 no *Political Economy Club*, cerca de dois meses após a leitura da *Fellowship dissertation* de Robertson.¹⁷ Este dado cronológico indica a influência direta de Robertson sobre Keynes no assunto, não sendo apenas uma coincidência. O próprio Keynes admitiu em carta a Robertson que a apresentação fora elaborada sob sugestão direta de sua

¹⁵ Esta *Fellowship dissertation* de Robertson seria a base para o seu primeiro livro, *A study of industrial fluctuation* (1915).

¹⁶ Keynes ganhou uma *Lectureship in Economics* em Cambridge em 1908, e em 1909 uma *Fellowship* no Kings College, Cambridge (Presley, 1978, 75). Mas Pigou é quem era então o autor mais influente em Cambridge, e Keynes ainda não havia desenvolvido plenamente então a influência na instituição que se mostraria tão forte na década de 1930.

¹⁷ De acordo com Moggridge (1973b), Keynes só tomou conhecimento mais substantivo do trabalho de Robertson em 1913. Já Presley (1978) parece sugerir que o contato com as idéias já vinha ocorrendo desde 1910.

Fellowship dissertation (Moggridge, 1973b: 1).¹⁸ Ademais, a apresentação remete a idéias consideradas próximas das de Robertson, contendo um “um embrião de análises robertsonianas” (Seccareccia, 2004: 287).

Logo em seguida, Robertson se afastaria de Cambridge, retornando somente em 1919 (Presley, 1978, 2).¹⁹ O interesse de Keynes pelos “ciclos de negócios” parece também ter declinado então, e em seu próximo livro, o *Tratado sobre reforma monetária* (1923), Keynes não demonstraria particular interesse pelo assunto. Em 1924, entretanto, Keynes iniciou a elaboração do *TM*, e a partir de então renovou seu interesse pela teoria dos “ciclos de negócios”. Concomitantemente, Robertson elaborava seu livro *Banking policy and the price level* (1926), e durante o período os autores se aproveitaram de um entrosamento de idéias, e de uma profícua colaboração intelectual. Portanto, pode-se considerar que, novamente, Robertson teria influenciado Keynes em seu interesse sobre os “ciclos de negócios” (Seccareccia, 2004: 288).

Até a publicação do *TM*, a colaboração entre Keynes e Robertson foi uma “via de mão dupla” de idéias entre os autores. A influência de Keynes sobre Robertson em relação à *Banking policy and the price level* (*BPPL*) é notória, em parte porque o próprio Robertson documentou-a no corpo do livro e em seus prefácios. Na introdução de *BPPL*, Robertson declarou: “Tive tantas discussões com o Sr. J. M. Keynes nos assuntos do Capítulo V e VI, e os reescrevi tão drasticamente sob sua sugestão, que acredito que nenhum de nós sabe o quanto das idéias ali contidas são suas, e o quanto são minhas” (Robertson, 1926, 5). Há motivos, entretanto, para se questionar se a influência de Keynes sobre Robertson seria exclusivamente baseada na afinidade teórica entre os autores. Por exemplo, a acima referida revisão geral de *BPPL* deveu-se, em grande medida, à reação negativa de Keynes às suas provas. Isto representava mais do que uma opinião negativa de um colega: considerando-se a influência de Keynes no meio editorial, sua desaprovação desencorajaria uma publicação.

É interessante notar que Keynes instou Robertson em duas modificações teóricas em *BPPL*: uma imediatamente aceita, e outra rejeitada por Robertson à época, mas que a partir de 1934 também iria integrar sua teoria. A primeira contribuição de Keynes refere-se ao conceito

¹⁸ Após ter lido a *Fellowship* de Robertson, Keynes escreveu-lhe dizendo: “Seu trabalho sugeriu-me o que parece ser à primeira vista uma teoria soberba sobre flutuações” (em Moggridge, 1973b: 1) e que, presume-se, foi a apresentada no *Political Economy Club*.

¹⁹ Este afastamento deve-se ao fato de Robertson ter se voluntariado para o exército durante a Primeira Guerra Mundial (Sanfilippo, 2005, 60).

“*induced lacking*”, sobre o qual Robertson declarou: “‘*induced lacking*’ pertence a Keynes” (Robertson, 1926, 49-50, n. 1); ou, mais enfaticamente: “foi Keynes quem *me fez* introduzir ‘*induced lacking*’” (carta de Robertson a T. Wilson, 31 out 1953, apud. Presley, 1979, 286, n. 75). Este conceito está ligado à recomposição de encaixes bancários do público frente a um aumento de preços, e correlaciona-se diretamente ao conceito do “*de Cambridge*”.²⁰

A segunda instância de Keynes sobre Robertson refere-se ao papel da taxa de juros nos “ciclos de negócios”. Nas abordagens dos “ciclos de negócios” mais conhecidas atualmente, considera-se que o ciclo se inicia com uma discrepância entre a poupança e o investimento, o que pode ser atribuído ao mau ajustamento da taxa de juros. Por exemplo, se a taxa de juros estiver muito elevada, ou, na terminologia de Wicksell, se a taxa de juros monetária estiver acima da taxa de juros natural, então a poupança excederá o investimento, e os preços serão reduzidos. Esta abordagem, entretanto, não estava presente no *draft* de *BPPL*, pois não havia então qualquer menção à taxa de juros, sendo esta uma das principais críticas de Keynes. Robertson sugere que fora Keynes quem lhe sugerira o mecanismo das taxas de juros no ciclo de créditos, um mecanismo que o próprio Keynes rejeitaria posteriormente (Robertson, 1949, xi).

Ademais, no *Study of industrial fluctuation* (1915) de Robertson, a taxa de juros praticamente não é mencionada, e quando o é, ao invés da taxa natural de juros de Wicksell, Robertson utiliza o conceito de taxa normal de juros de Marshall.²¹ Robertson somente realizaria uma recapitulação completa de sua teoria em termos wicksellianos no artigo “*Industrial fluctuation and the natural rate of interest*” (1934).²² Mas, mesmo nesta ocasião, o autor declarou não ter “conhecimento da literatura continental” a respeito das concepções de taxa de juros “natural” e de “mercado” (Robertson, 1934, 650). Keynes, por sua vez, já empregara estes conceitos no *TM* – quatro anos, portanto, antes de Robertson fazê-lo.²³

Em suma, Keynes parece ter instado Robertson a incorporar em sua idéia original conceitos tradicionais de Cambridge (o *de Cambridge*), bem como atualizá-lo em relação à

²⁰ O “*induced lacking*” seria um ancestral do *real-balance effect* de Patinkin (Bridel, 1989, 112).

²¹ De modo justo, Bridel (1987) considerou que esta omissão da taxa de juros fosse “surpreendente em um livro cujo *Prefácio* contém a primeira chamada para uma análise em termos de poupança e investimento a ser ouvida em Cambridge” (Bridel, 1987, 81).

²² O interessado em uma recente recapitulação de “*Industrial fluctuation and the natural rate of interest*” (1934) de Robertson poderá consultar Boianovsky e Presley (2009).

²³ Esta antecipação pode representar algum desconcerto a trabalhos que qualificam a teoria de Robertson como sendo wickselliana, e que abordam a ruptura entre Keynes e Robertson alternativamente como uma ruptura entre Keynes e Wicksell. Ver Blaug (1962, 640) para um exemplo neste sentido.

tradição dos “ciclos de negócios”, que já há algum tempo estava sendo desenvolvida no continente europeu sob a influência dos conceitos de Wicksell. Há que se notar que, embora haja similaridades entre as teorias dos “ciclos de negócios” de Robertson e de autores “continentais” como Hayek, von Mises, etc., Robertson desenvolveu sua análise de modo independente de tais autores, tendo sido por isso um pioneiro do assunto na Inglaterra. Schumpeter, por exemplo, saudou-o como o primeiro inglês a compreender o mecanismo da “poupança forçada” sobre a “dinâmica capitalista” – ou seja, como o primeiro inglês a descrever ciclos baseados na diferença entre poupança e investimento (Sanfilippo, 2005, 75, n. 8). Esta “descoberta simultânea” dos “ciclos de negócios” por parte de Robertson, também parece ter servido de modo especial a um possível interesse de Keynes, de esquivar-se de uma dívida intelectual quanto à tradição continental no assunto. É significativo, portanto, que, em uma das poucas alusões a Robertson no *TM*, Keynes afirmara: “minha dívida por sugestões que puseram minha mente na direção correta é com *BPPL* do Sr. D. H. Robertson” (Keynes, 1930, 154, n. 1).

1.3. A ruptura teórica após o Tratado sobre a moeda

Em 1931, foi publicada, no *Economic Journal*, a resenha de Robertson sobre o *TM*, “Mr. Keynes’ theory of money”.²⁴ Seu conteúdo é sensivelmente negativo, ou, pelo menos, “distintivamente frio” (Dimand, 1988, 55). Deve-se notar, no entanto, que a posição de Robertson não é exatamente a de um crítico, mas a de um colega em discordância. Esta nuance é importante, pois revela que Robertson não tinha clara a idéia de ruptura teórica em relação a Keynes. Podemos notá-la em diversas passagens, tanto no início, que reproduz uma autocrítica de Keynes, quanto no final, no qual Robertson revela-se ainda “intrigado e ponderando” a respeito do livro. Ademais, Robertson, que considera o *TM* como um “trabalho de muitas faces” (Robertson, 1931, 395), lança suas críticas esperando talvez “auxiliar o próprio [Keynes] a dar a suas idéias férteis e penetrantes aquela síntese harmônica que ele parece consciente de ainda necessitarem”. Quanto ao conteúdo, “Mr. Keynes’ theory of money” apresenta, entre outros aspectos, um ceticismo a respeito da utilidade das famosas “equações fundamentais” do *TM*, questionamentos acerca da determinação do preço dos bens de investimento, e dificuldades com os conceitos de “renda” e de

²⁴ Keynes incentivou essa publicação frente à relutância de Robertson, o que justifica que só tenha saído um ano após a publicação do *TM*. Sanfilippo (2005, 65) argumenta coerentemente que a demora na publicação da resenha de Robertson tenha sido incomum, ainda mais por Robertson ser o autor do famoso *Cambridge Handbook on Money* [ou simplesmente *Money* (1922)], e manter no período uma correspondência intensa com Keynes.

“lucros” do *TM*.²⁵

É somente por meio da interpretação que Keynes deu à resenha de Robertson em seu “Rejoinder”, publicado no mesmo número do *Economic Journal*, que essa assume um caráter opositor relevante. O posicionamento adotado então é claro e definitivo, tendo Keynes identificado uma “diferença central de opinião” entre ambos (Keynes, 1931, 412). De certo modo, Keynes “seleciona” a crítica de Robertson que lhe parece mais central ou mais oportuna responder, o que justifica por meio do princípio da economia de argumentos.

Segundo Keynes, sua teoria seria fundamentalmente oposta à de Robertson por discordarem a respeito das forças responsáveis pela determinação do nível de preços dos bens de investimento (Keynes, 1931, 412). O *TM* defende que uma diminuição do nível de preço dos bens de consumo *não* deve ser acompanhada por um aumento do nível de preço dos bens de investimento, “ainda que não haja nenhum aumento na disposição a entesourar moeda não gasta” (Robertson, 1931, 400). Esta posição do *TM* seria, para Robertson, o “paradoxo de Keynes”. A opinião de Robertson é que, não havendo entesouramento, os preços dos bens de consumo e dos bens de investimento estariam se movendo em direções opostas, o que, para Keynes, significaria que os dois “preços” se moveriam como “baldes em um poço” (Keynes, 1931, 414).

No “Rejoinder”, Keynes também aperfeiçoou a apresentação de alguns pontos de sua teoria do funcionamento do mercado de ações, aproximando-a ainda mais do que posteriormente se tornaria a teoria da preferência pela liquidez. Mas é curioso notar que nesta oportunidade seja mais fácil compreender as idéias inovadoras de Keynes, do que verificar o modo pelo qual elas estariam em contradição propriamente dita em relação às idéias de Robertson. Ou seja, o entendimento das proposições inovadoras de Keynes a respeito do funcionamento do mercado de ações, reafirmadas em “Rejoinder”, não propicia uma compreensão imediata do modo pelo qual estas proposições estariam em conflito com algumas das idéias de Robertson.

Embora Robertson não tenha escrito uma “tréplica”, sua correspondência pessoal evidencia que os argumentos de Keynes não o dissuadiram de sua oposição (*CW* XIII, 271). Por sua vez, Keynes pareceu estar ainda mais interessado nesta contraposição, tendo depois revelado acreditar, em uma carta não enviada, que ambos estariam com “propósitos contrários” em “um ponto de teoria pura”, incitando Robertson a não “minimizar todos os pontos de diferença” (*CW*

²⁵ O conceito de “renda” no *TM* é abordado no Capítulo 2 a seguir.

XIII, 272). Entretanto, diferentemente do “Rejoinder”, no qual Keynes parece seguro a respeito da “diferença fundamental” em relação a Robertson, nesta carta o autor se declara ainda obstinado a descobrir “exatamente qual seria este ponto de diferença” (CW XIII, 272). Outra diferença em relação ao “Rejoinder” é uma mudança dos termos em que são expressas as discordâncias entre os autores. Enquanto em “Mr. Keynes’s theory...” e no “Rejoinder” a problemática dava-se entre o preço dos bens de consumo, o preço dos bens de investimento e a propensão a entesourar, Keynes passa a considerar como equivalente ao anterior o problema da relação entre a poupança, o investimento e “um ato de inflação ou de deflação por parte do sistema bancário” (CW XIII, 273).

Mas por que Keynes teria mudado os termos de um debate que anteriormente lhe parecera tão claro? Para responder a esta pergunta, deve-se ter em conta que esta carta não enviada provavelmente foi escrita no mês de outubro de 1931, pouco antes, portanto, de ser publicada a “réplica” de Keynes à resenha de Hayek, em novembro do mesmo ano. Robertson também faz uma referência explícita a Hayek nesta ocasião, denominando o debate então como sendo “tripartite” (CW XIII, 271).

Hayek, por sua vez, realizou uma ampla resenha do *TM*, a ser publicada em duas partes, das quais somente a primeira foi respondida por Keynes.²⁶ Nesta resposta e na “tréplica” que se seguiu a ela, a animosidade entre Keynes e Hayek é notável, o que se evidencia tanto pelas escolhas de linguagem, quanto pelo tipo de argumentação.²⁷ Keynes anotou que Hayek teria “paixão por [lhe] azucrinar” (Moggridge, 1973b, 243), e em sua “tréplica”, Hayek acusou-o de estar fazendo “uma condenação sem provas de suas visões em geral”, instando-o a “substanciar sua contra-crítica” (Hayek, 1931b, 398).

Há pelo menos duas explicações para o incômodo de Keynes frente à resenha de Hayek. Em primeiro lugar, Hayek fora convidado por Robbins para proferir uma série de conferências na

²⁶ As duas partes e a tréplica de Hayek somam 55 páginas. A única resposta de Keynes limitou-se a um quinto deste volume. Hayek incitou Keynes a “substanciar sua contra-crítica” depois que o seu artigo tivesse aparecido na sua inteireza, ou seja, quando a segunda parte fosse publicada. Mas Keynes sequer responderia a esta segunda parte, o que ficaria a cargo de Sraffa. Além disso, os autores trocaram 10 cartas em um mês e meio, nas quais Hayek longamente discorreu sobre seus conceitos a pedido de Keynes, que se limitou a agradecer pelas explicações. Posteriormente, Hayek não resenharia a *TG*, ainda que houvesse recebido um exemplar antecipado, tendo se arrependido desta decisão futuramente (Zouache, 2003).

²⁷ Hayek qualifica a exposição de Keynes de “difícil, sistemática e obscura” (Hayek, 1931a, 271). A seguinte passagem de Hayek oferece uma ilustração do grau de animosidade entre os autores: “não posso acreditar que o Sr. Keynes deseje dar a impressão de que esteja tentando distrair a atenção do leitor das objeções que foram levantadas contra sua análise ao abusar do oponente” (Hayek, 1931b, 298).

London School of Economics em fevereiro de 1931, conferências estas que foram compiladas e publicadas logo em seguida, no livro *Prices and production*. Segundo Zouache, a finalidade do convite de Robbins seria justamente a de combater a influência do *TM* (Zouache, 2003, 459). Em segundo lugar, Hayek era um autor dos “ciclos de negócio” vinculado à tradição continental, que já vinha sendo desenvolvida desde o século anterior, contando com colaboradores importantes, principalmente de origem austríaca, como von Mises, Schumpeter, além do próprio Hayek. Tendo, portanto, algum tipo de “autoridade” no assunto, Hayek considerou que, apesar de o *TM* ter sido muito aguardado como uma novidade, ele não passaria de uma versão “experimental” desta linha de pensamento (Hayek, 1931a, 270). Ademais, Hayek apresentou diversas imperfeições conceituais do *TM*, às quais Keynes se esquivara de responder, o que parece ter lhe desagradado.

Estas considerações indicam que, em algum momento, a controvérsia com Robertson possa ter sido influenciada pela necessidade sentida por Keynes de responder adequadamente a Hayek. O debate com Robertson assume para si alguns dos pontos discutidos com Hayek, em especial a respeito do impacto do comportamento dos bancos sobre a poupança e o investimento. Keynes afirma acreditar que a teoria de Hayek seria igual à “teoria original” de Robertson (Keynes, 1931b, 387), “ainda que Robertson possa ter se distanciado dela agora” (Keynes, 1931b, 391).

Esta indistinção entre as teorias de Hayek e de Robertson parece ter sido aceita por parte da literatura. Bridel (1987), por exemplo, recorre a Hayek para explicar a posição de Robertson. Mas o próprio Robertson relutou em aceitar esta triangulação.²⁸

Passado o período de resposta a Hayek, ocorreu uma breve pausa na correspondência entre Keynes e Robertson, após a qual Keynes escreveu um longo memorando em março de 1932, com interesse pela terminologia de Robertson em *BPPL* (*CW XIII*, 275-289). Robertson retrabalhou então os seus conceitos de “poupança” e de “entesouramento”, publicando posteriormente “Saving and hoarding” (1933) em decorrência disto. “Saving and hoarding” é um marco na teoria de Robertson, pois é nele que Robertson desenvolve definitivamente a “*day-technique*”, e a abordagem de poupança com “defasagem temporal”. O autor, a partir de então,

²⁸ Robertson escreveu a Keynes nesta época: “Este debate tripartite [entre Keynes, Robertson e Hayek], cada um falando um dialeto diferente, se tornou tão complicado que hesito em dizer se você está me compreendendo corretamente” (*CW XIII*, 271).

praticamente abandonaria o idiossincrático conceito de “*lacking*” de *BPPL*, e passaria a utilizar mais frequentemente o conceito de poupança, “a terminologia da moda” (Robertson, 1926-1949, x).²⁹ Em relação ao entesouramento, em “*Saving and hoarding*” Robertson voltou a defender suas posições de “*Mr. Keynes’s theory...*”, mas o seu conceito de entesouramento foi apresentado de modo distinto do anterior. Robertson passou a dar maior ênfase na noção de “mudança na propensão a entesourar”, ao invés da noção de “ocorrência de entesouramento”.

A partir de julho de 1932, Keynes já estava interessado na elaboração da *TG* (Moggridge, 1973b, 337). O debate teórico com Robertson somente seria retomado após a publicação da *TG*, cerca de quatro anos depois.

1.4. Interpretações sobre a controvérsia

Neste capítulo apresentaremos em linhas gerais diferentes abordagens da CBP, com o objetivo de situar a controvérsia na literatura. Como os argumentos da controvérsia em si não foram por ora aqui detalhados, nos absteremos de comentários mais específicos sobre o seu conteúdo. As análises a respeito da CBP podem ser classificadas em duas categorias: (a) a dos autores para quem na CBP Keynes teria sido bem sucedido na exposição de uma diferença teórica fundamental, e (b) a dos autores para quem a CBP teria se tornado incompreensível, devido a diferenças terminológicas.

Dentre os primeiros, Bibow (2000) aproximou a CBP à controvérsia entre os mesmos autores após a *TG*, a da “preferência pela liquidez vs. fundos emprestáveis”. Para o autor, “no *TM* Keynes destrói preventivamente o que após a *TG* se tornaria a teoria dos fundos emprestáveis” (Bibow, 2000, 797). Pelos motivos explicados na Introdução, este tipo de argumentação não convém aos objetivos desta dissertação, que se circunscreve no período prévio à *TG*.

Bridel (1987), por sua vez, também considera haver uma “diferença teórica fundamental” entre Keynes e Robertson na CBP, que interpreta como uma etapa de ruptura de Keynes frente à tradição marshalliana. Diferentemente de Bibow (2000), entretanto, Bridel (1987) interessa-se por explicar essa diferença teórica fundamental nos termos da própria

²⁹ Em 1931, Robertson ainda admitiu: “não aprendi a falar a linguagem ‘da poupança e do investimento’” (XIII, 271, carta de Robertson a Keynes, 4 de outubro de 1931). Este passo dado no artigo de 1933, sobre o desenvolvimento do conceito de “poupança”, possibilitaria o advento de “*Industrial fluctuation and the rate of interest*” em 1934, no qual Robertson finalmente entrou em conformidade com a literatura continental que associava poupança, investimento, e as taxas monetária e natural de juros.

controvérsia. Mas sua análise, ainda que interessante, parece-nos demasiado sucinta, havendo uma notável desproporção entre a importância atribuída à controvérsia e o espaço dedicado a ela (Bridel 1987, 134-136).³⁰

Entre os autores que ressaltaram as dificuldades terminológicas, encontram-se Presley (1978) e Sanfilippo (2005). Para Presley, acompanhar o debate mostrou-se tarefa árdua, mesmo para os próprios participantes, já que “as complexidades do debate advêm das diferenças em relação às definições de poupança e investimento” (Presley, 1978, 80). Segundo sua interpretação, “o debate tinha uma aparência externa de diferenças terminológicas, mas de fato era muito mais profundo do que isto” (Presley, 1978, 80). Entretanto, Presley abstém-se de abordar a CBP diretamente, pois, segundo o autor, o conteúdo da controvérsia estaria presente em outras partes de seu livro. Ademais, o que Presley identifica como sendo este conteúdo refere-se somente a uma parte dos temas abordados na CBP, que trata da relação entre sistema bancário, poupança e investimento (Presley, 1978, 81). Os termos *originais* do debate, presentes em “Mr. Keynes’s theory...” e no “Rejoinder”, que incluem a determinação do preço dos bens de investimento, não são abordados em Presley (1978). Sanfilippo, por sua vez, argumenta que, embora houvesse na CBP uma discussão que inicialmente fosse fundamental e teórica entre Keynes e Robertson, haveria uma “difundida opinião de que esta discussão eventualmente tivesse se tornado estéril” (Sanfilippo, 2005: 60).

Estas considerações revelam que a CBP não recebeu tratamento detalhado pela literatura, nem mesmo por autores que lhe reconheceram uma motivação teórica importante. Em geral, recorre-se extensivamente às citações de Keynes para explicá-la, à substituição dos textos originais pelas cartas trocadas no âmbito da resposta de Keynes a Hayek, e à aproximação da controvérsia com o período posterior à publicação da *TG*. Estes aspectos revelam que a literatura pouco tem contribuído para uma compreensão dos textos e dos artigos originais da CBP, nos quais aparecem como temas controversos o entesouramento e a determinação do preço dos bens de investimento.³¹

³⁰ Bridel dedicou à CBP pouco mais de duas páginas de seu livro. Deve-se notar, ainda, que nestas duas páginas Bridel utiliza-se maciçamente de transcrições. Mas como nem mesmo Keynes e Robertson tinham clareza a respeito do conteúdo debatido, conforme visto na seção anterior, estas transcrições dificilmente avançariam significativamente na explicação necessária para uma efetiva compreensão.

³¹ Dimand (1988), ao expor o conteúdo de “Mr. Keynes’s theory...” (Dimand, 1988, 55-56), omite justamente aquele que no “Rejoinder” Keynes consideraria ser o ponto fundamental de discordância entre os autores: a relação entre preços e entesouramento. O tema da CBP somente é abordado em uma e breve nota.

2. O preço dos bens de investimento e o entesouramento no *Tratado*

2.1. Introdução

O *TM* geralmente é considerado um trabalho da tradição dos “ciclos de negócios” (“*credit cycles*”, “*business cycles*” ou “*trade cycles*”), que tem como objeto principal de análise as oscilações cíclicas de preço e de produção econômica, a partir de divergências entre a poupança e o investimento. Partindo-se de uma situação de equilíbrio, por exemplo, a tradição dos ciclos de crédito considera que um excesso do investimento sobre a poupança repercutiria em um aumento no nível geral de preços.³² O objetivo do presente capítulo é investigar como conceitos presentes na CBP estão presentes no *TM*. Em especial, investiga-se a relação entre poupança, investimento e entesouramento, e o tratamento que a determinação do nível de preço dos bens de investimento recebe.

A seção 2.2 apresenta as equações fundamentais de Keynes, e modo pelo qual preço dos bens de investimento é abordado no capítulo do *TM* sobre os “ciclos de crédito”.³³ Apresenta-se também o argumento de que Keynes teria, na verdade, dado mais do que um tratamento ao preço dos bens de investimento no *TM*. Isto parece ser coerente com a visão que o próprio Keynes tinha sobre o livro, ao considerá-lo um livro composto de partes “não inteiramente harmoniosas umas com as outras” (*TM*, xvii).³⁴ Portanto, as seções 2.3 e 2.4 apresentam duas outras versões para a determinação do preço dos bens de investimento no *TM*, sendo a última a versão privilegiada pela CBP.

2.2. O preço do investimento I: sua ausência na análise dos “ciclos de crédito”

Diferentemente da *TG*, o *TM* interessa-se pela flutuação dos preços na economia. Keynes privilegia o estudo de três “níveis de preços”: o nível preço dos bens de consumo , o

³² Este seria o argumento principal da tradição dos ciclos de crédito, originária de Wicksell (1934). Para se aprofundar mais nas causas e conseqüências desta discrepância entre poupança e investimento, entretanto, seria necessário optar por alguma versão da tradição dos ciclos de crédito, descrita por Blaug (1991) como um “verdadeiro emaranhado de explicações contenciosas” (Blaug, 1991, 180).

³³ Neste capítulo, o termo “ciclos de negócios” foi substituído pelo equivalente “ciclos de crédito”, sendo este o termo privilegiado pelo *TM*.

³⁴ As citações do *TM* referem-se todas ao tomo I: “The pure theory of money”.

nível de preços dos bens de investimento P_i , e o nível de preços geral P .³⁵ Para se compreender o que estes “níveis” de preço significam, considere-se a sugestão feita por Keynes, acerca da escolha de uma “unidade de quantidades de bens, de modo que cada uma destas unidades tivesse o mesmo custo de produção na data base” (*TM*, 121-122). Esta “unidade de quantidades de bens” mede a quantidade produzida em termos de bens de consumo Q_c , bens de investimento Q_i , e bens totais Q .^{36,37} O nível de preço dos bens de consumo seria, portanto, o valor monetário do consumo C dividido pela quantidade de bens de consumo Q_c , o nível de preço de bens de investimento seria o valor monetário do investimento I dividido por Q_i , e o nível geral de preços seria o valor total do produto Y dividido por Q .

No *TM*, o preço dos bens de consumo P_c e o nível geral de preço P recebem um tratamento formal mais destacado do que o nível de preço dos bens de investimento P_i .³⁸ De fato, as “equações fundamentais” do *TM*, que estão entre seus elementos teóricos mais destacados, referem-se à determinação de P_c e o nível geral de preços P . Estas “equações fundamentais” são construídas a partir do conceito de “poupança”, definido como a renda menos o consumo, ou seja,

$$(2.1)$$

em que S é a poupança e Y é a renda. Nota-se que a renda Y foi representada diferentemente do valor do produto Y , pois no *TM* estes dois conceitos não são equivalentes. A renda do *TM* é definida como o custo de produção, ou seja, como $C + I$, em que $C + I$ é “a taxa de rendimentos por unidade de produção”, ou custo unitário (*TM*, 122).³⁹ Conforme anteriormente visto, o custo unitário é, por definição, igual para qualquer unidade de produto. Portanto, (2.1) pode ser representada como

³⁵ O *TM* adota uma representação diferente destes “níveis de preços”, sendo o nível de preço dos bens de consumo representado por P_c , o nível de preço dos bens de investimento representado por P_i , e o nível geral de preço representado por P (ver *TM*, 122-123).

³⁶ Par uma defesa de Keynes desta definição de “unidade” para as quantidade de bens de consumo e de bens de investimento frente a mudanças na produtividade, ver o Apêndice 2 do *TM* (329-331).

³⁷ Estes conceitos de “quantidade” também são representados de modo diverso no *TM*, sendo a quantidade de bens de consumo representada por Q_c , a quantidade de bens de investimento representada por Q_i , e a quantidade total de bens representada por Q (*TM*, 122).

³⁸ Robertson (1931) considerou que a falta de uma equação formal para explicar P_c seria “a principal fonte de fraqueza de toda a estrutura” do *TM* (Robertson, 1931, 398).

³⁹ A “renda” no *TM* pode ser alternativamente definida como a soma dos salários, dos juros, dos ganhos de monopólios e a remuneração normal dos empresários. Esta definição de “renda” seria equivalente à anterior, pois estes elementos são os que compõem o “custo de produção” (*TM*, 111).

(2.1).

Lembrando que $\frac{dI}{dP}$, e que $\frac{dS}{dP}$, então, manipulando-se a equação (2.1), obtém-se

(2.2).

em que $\frac{dI}{dP}$ é o custo de produção dos bens de investimento, que no *TM* é representado por $\frac{dI}{dP}$. A equação (2.2) revela que a diferença entre o custo de produção do investimento e a poupança está associada à variação do preço dos bens de consumo em relação ao seu custo de produção. Por exemplo, um aumento da poupança, tudo o mais constante, equivale a uma redução do preço dos bens de consumo. Keynes revela esta relação através de um rearranjo de (2.2),

, que seria a “primeira equação fundamental” (*TM*, 122).

A equação (2.1) também pode ser arranjada do seguinte modo:

(2.3).

Ou seja, a diferença entre o investimento e a poupança está associada à variação do nível de preços em relação ao custo de produção. Rearranjando-se (2.3), tem-se $\frac{dI}{dP} = \frac{dS}{dP} + \frac{dP}{P}$, que seria a “segunda equação fundamental” (*TM*, 124).

A equação (2.3) é a base para o desenvolvimento de uma teoria dos “ciclos de crédito” no *TM*, pois correlaciona as três principais variáveis deste tipo de abordagem: o investimento, a poupança e a variação do nível de preço (sob a observação de que esta variação não é em relação ao nível de preço pretérito, mas em relação ao custo de produção $\frac{dI}{dP}$).

A análise de ciclos de crédito no *TM* propriamente dita, por sua vez, é anunciada no capítulo 16, em que há “uma classificação das causas de desequilíbrio do *poder de compra*”. Dentre as causas deste desequilíbrio, encontra-se o caso dos ciclos de crédito, concebidos então como mudanças do nível de preços “devidas a fatores de investimento”, e desenvolvidos no capítulo 18 do *TM*.⁴⁰ Entretanto, é possível identificar certa imprecisão ou ambigüidade no conceito de “poder de compra” no *TM*. Na seguinte definição do conceito: “o poder de compra da moeda depende da quantidade de bens e serviços que uma unidade de moeda comprará” (*TM*, 47), o conceito parece referir-se ao inverso de $\frac{dI}{dP}$, ou seja, $\frac{dP}{dI}$. Mas na definição do “poder de

⁴⁰ Neste capítulo, a discrepância entre a poupança e o investimento a partir de uma situação de equilíbrio é atribuída exclusivamente a variações no valor do investimento, sendo que o valor da poupança permanece constante. Keynes atribui esta escolha à percepção de que “a atividade de poupar é essencialmente um processo constante”, enquanto “o investimento em capital fixo, por outro lado, tem se acostumado a proceder irregularmente, aos saltos” (*TM*, 251-252).

compra” como o “poder da moeda de comprar bens e serviços na compra dos quais para propósitos de *consumo* uma comunidade de indivíduos gasta sua renda” (*TM*, 48, itálico adicionado), o conceito parece indicar o inverso de , ou seja, . Esta última interpretação aparece explícita na apresentação do preço dos bens de consumo como “o inverso do poder de compra da moeda” (*TM*, 122), que recebe a adesão de Dimand (1988, 25).

O fato é que o capítulo 18 do *TM*, anunciado por Keynes como dedicado a investigar o efeito do descompasso entre o investimento e a poupança sobre nível de preços (*TM*, 232-233), que o autor considera ser o tipo de distúrbio dos “ciclos de crédito” (*TM*, 248), na verdade enfatiza a variação do preço dos bens de consumo . Isto se torna evidente lendo-se a seguinte passagem à luz da equação (2.2):

“Definimos o ciclo de crédito como as alternâncias de excessos e carência do *custo do investimento* sobre o volume de poupança e a gangorra no *poder de compra da moeda* devido a estas alterações” (*TM*, 249, itálicos adicionados).

A equação (2.2) indica que a diferença entre a poupança e o *custo do investimento* causa distúrbios no preço dos bens de consumo . Mas se o que foi anunciado se referia à diferença entre poupança e o *valor do investimento*, então, à luz da equação (2.3), entretanto, o estudo dos ciclos de crédito deveria ser referente ao nível geral de preços , e não a .

Mas esta confusão entre o preço de bens de consumo e o nível geral de preços não implicaria em erro somente porque, nesta oportunidade, a variação do preço dos bens de investimento está sendo inteiramente desconsiderada. A variação do investimento é considerada então diretamente como uma variação da *quantidade* investida . O próprio Keynes é explícito quanto a este ponto. Keynes admite que, para efeito de análise, estaria considerando nulo “um aumento no nível de preço dos novos bens de investimento em relação ao seu custo de produção” (*TM*, 253), que denomina ser a “inflação de capital”. Sua justificativa é a de que “ao menos teoricamente é possível desemaranhar destas complicações o elemento de inflação de bens (*commodity inflation*) que constitui um ciclo de crédito” (*TM*, 253), sendo que a “inflação de bens” inclui somente a aplicável aos bens de consumo (*TM*, 140).⁴¹ Podemos concluir, portanto, que o que estaria em função da taxa de juros seria diretamente a *quantidade* do investimento.

⁴¹ Keynes relaciona a “inflação de bens” (*commodity inflation*) a (*TM*, 140), anteriormente definido como, a diferença entre o custo do investimento e a poupança (*TM*, 136), . Considerando-se a equação (2.2), , conclui-se que a “inflação de bens” refere-se à variação do do preço dos bens de consumo em relação ao custo de produção.

Como é fácil ser verificado, o nível geral de preços seria uma média ponderada dos preços dos bens de consumo e dos preços dos bens de investimento.⁴² Portanto, se o preço dos bens de investimento não varia em relação ao custo unitário, então uma variação do nível geral de preços somente ocorreria em decorrência de uma variação do preço dos bens de consumo. Seria, portanto, indiferente considerar que a análise dos ciclos de crédito se refere a ou a .

Portanto, nesta análise dos ciclos de crédito encontra-se o que consideramos ser a primeira e mais simples abordagem do preço dos bens de investimento, que na verdade se trata de uma negligência do problema em questão. O preço dos bens de investimento simplesmente seria considerado igual ao seu custo de produção, e a análise da variação do investimento seria feita através da variação da *quantidade* de bens de investimento. Esta seria a abordagem “herdada” da tradição dos ciclos de crédito.⁴³

Entretanto, este tratamento da determinação dos bens de investimento não é o único presente no *TM*. O próprio Keynes, no prefácio do *TM*, admitiu que as partes do *TM* não fossem inteiramente harmoniosas entre si, e completou: “nestas páginas ainda há muitas peles que descamei” (*TM*, xvii). Estes comentários parecem ter aplicação no caso da análise dos bens de investimento. A seguir, veremos outra abordagem dada pelo autor ao assunto.

2.3. O preço do investimento II: o rendimento do investimento

Uma abordagem mais elaborada do preço dos bens de investimento encontra-se no capítulo 13 do *TM*, “O ‘modus operandi’ da taxa bancária”, e em alguns fragmentos do capítulo 11, em especial na seção II “The rate of interest, or bank rate”. Nestes capítulos, Keynes usa o conceito de “taxa natural de juros” formulado por Wicksell,⁴⁴ que também possui afinidades com a análise dos “ciclos de crédito” (Laidler, 2006, 46).

Vamos resumir os elementos típicos da análise wickselliana, com base em Leijonhufvud (1981, 1987). Primeiramente, considera-se a presença de curvas de poupança e de investimento em função da taxa bancária de juros, ou seja, r e i , em que r seria a taxa bancária de juros. A curva de poupança seria positivamente inclinada em relação à taxa bancária de juros, ou r , e a curva de investimento seria negativamente inclinada em relação à taxa bancária

⁴² O nível de preço na equação (2.3) decorre deste pressuposto.

⁴³ Também é significativo que em sua explanação na teoria do ciclo de crédito de Robertson no *TM*, Keynes refira-se explicitamente somente à variação do preço dos bens de consumo (*TM*, 156-8).

⁴⁴ O conceito de taxa natural de juros foi apresentada por Wicksell em *Lectures on political economy* (1901, 1934).

de juros, $r = i$. O valor de r correspondente à intersecção das curvas de poupança e de investimento seria a taxa natural de juros r_n , ou seja, $r = r_n$. Em outras palavras, a taxa natural de juros seria o valor da taxa bancária de juros que iguala a poupança e o investimento, garantindo, portanto, a estabilidade do nível de preços. A taxa de juros estabelecida pelos bancos, entretanto, não necessariamente corresponderia à taxa natural de juros, o que significaria que a poupança e o investimento pudessem divergir.

No capítulo 13 do *TM*, Keynes apresenta diversos elementos desta análise. Por exemplo, o autor considera que “a taxa de poupança é estimulada por uma taxa de juros elevada e desencorajada por uma taxa deprimida” (*TM*, 139), e que “a taxa natural de juros é a taxa na qual a poupança e o valor do investimento exatamente se balanceiam” (*TM*, 139). Entretanto, Keynes não explicita um elemento importante para a conformidade de sua análise com a de Wicksell: uma curva de investimento diretamente em função da taxa de juros.⁴⁵

Isto não significa, entretanto, que a relação entre o investimento e a taxa de juros esteja ausente no *TM*, mas ali ela é apresentada de um modo mais sofisticado do que o da simples asserção de que o investimento seria sensível à taxa de juros, de $i = r$. Em particular, Keynes distingue na análise os dois componentes do valor do investimento: o seu preço p e a sua quantidade Q . Na análise dos “ciclos de crédito” do capítulo 18 do *TM*, abordada na seção anterior, esta distinção era irrelevante, pois o preço dos bens de investimento mantinha-se constante (igual ao custo unitário de produção). Uma modificação da taxa de juros influenciava diretamente a quantidade de bens de investimento Q , o que era equivalente a influenciar o valor do investimento $V = pQ$.

Porém, o capítulo 13 do *TM* apresenta uma análise mais sofisticada em relação a estes dois componentes. Keynes considera que o “preço de demanda dos bens de capital” depende de dois fatores: da “estimativa do rendimento futuro líquido do capital fixo”, e “da taxa de juros em relação à qual este rendimento é capitalizado” (*TM*, 180), ou seja,

$$(2.4),$$

em que r representa a estimativa do rendimento futuro do capital fixo.⁴⁶ Keynes acrescenta que:

⁴⁵ Daqui por diante, quando o termo “taxa de juros” não apresentar os adjetivos “natural” ou “bancária”, deve-se compreendê-lo como referente à taxa natural bancária.

⁴⁶ Em relação à *TG*, r seria equivalente ao “rendimento esperado” (“*prospective yield*”), e o cálculo proposto em (2.4) seria equivalente ao cálculo do “preço de demanda do investimento” (*TG*, 135, 137).

“Se a taxa de juros se eleva, tenderá a cair, o que irá reduzir a taxa de lucro na produção de bens de capital, que desestimulará o novo investimento. Portanto, uma taxa de juros elevada diminuirá tanto quando ” (*TM*, 139).

Portanto, segundo Keynes, a taxa de juros afetaria primeiramente o preço dos bens de investimento , e a variação deste é que afetaria, de modo indireto, a quantidade produzida de bens de investimento . Este impacto, entretanto, não ocorreria imediatamente, sendo realizado no período seguinte, e a quantidade sofreria a influência do preço dos bens de investimento prevalecente no período anterior. Pode-se considerar que a variação de estaria relacionada à diferença entre e o custo unitário de produção , pois “não haverá motivo para uma redução na produção [dos bens de capital], a não ser que seu preço esteja caindo em relação ao seu custo de produção” (*TM*, 180).

Esta análise é original de Keynes, e está em consonância com o escopo geral do *TM*, conforme defenderemos mais adiante. Entretanto, nota-se que ela apresenta diferenças em relação à abordagem wickselliana, que podem se mostrar inconvenientes. Um destes inconvenientes refere-se à taxa natural de juros . Sendo , a taxa natural de juros passa a ser definida pela relação .⁴⁷ Note-se que, conforme dito acima, a quantidade de bens de investimento estaria pré-determinada no período. A análise de Keynes significaria, portanto, que a taxa natural de juros assumiria um valor diferente a cada modificação na quantidade de bens de investimento , o que seria estranho à análise de Wicksell.⁴⁸

O segundo inconveniente é que, estando pré-determinado, o preço dos bens de investimento se tornaria uma variável co-responsável, juntamente com a poupança, para o cálculo da taxa natural de juros. Haveria, portanto, um preço de bens de investimento associado ao equilíbrio entre a poupança e o investimento, determinado por . Se o valor de não for igual a , então estará ocorrendo uma situação de desequilíbrio associado a . Mas já possui um parâmetro de equilíbrio no sistema, referente ao custo unitário de produção . Portanto, esta análise sobrepõe ao preço dos bens de investimento dois equilíbrios distintos: (i) equilíbrio entre poupança e investimento, que ocorre quando , e (ii) o equilíbrio do

⁴⁷ Há autores que consideram no *TM* , como por exemplo Dimand (1988, 31, 38). Esta solução, embora conveniente para encaixar Keynes na tradição wickselliana, não pode ser defendida com o texto do *TM*. Supô-la é, ademais, perder vista do problema do preço dos bens de investimento em Keynes.

⁴⁸ Em outros termos, a taxa natural de juros seria dependente da taxa de juros bancária. Para uma interpretação do *TM* similar em relação a este aspecto, ver Gaynor (1992).

nível de preços dos bens de investimento, que ocorre quando .

Para se compreender melhor este ponto, considere-se uma situação investigada no *TM* segundo a qual, partindo-se de um equilíbrio [tanto de (i) quanto de (ii),], ocorresse um aumento da taxa bancária de juros *não* acompanhada por uma modificação da taxa natural de juros (*TM*, 139). Com o aumento da taxa de juros, o preço dos bens de investimento reduz-se, mas o preço de equilíbrio indicado pela taxa natural de juros [] e o custo de produção unitário () não se modificam. Portanto, neste caso a “dualidade” dos valores de equilíbrio de não seria percebida na análise, pois ocorreria simultaneamente um desequilíbrio em relação a (i) e em relação a (ii).

Para se perceber esta “dualidade” de valores de equilíbrio de é necessário, portanto, considerar a situação em que e entrassem em descompasso. Isto ocorreria em outra situação, também abordada no *TM*, em que, partindo-se de uma situação de equilíbrio, haveria também um aumento da taxa bancária de juros, mas desta vez acompanhado por um aumento equivalente da taxa natural de juros (*TM*, 183-184).⁴⁹ Neste caso, a poupança e o investimento continuariam sendo equivalentes, o que significa que o nível geral de preços se mantivesse constante. Mas o aumento da taxa de juros causaria a redução do preço dos bens de investimento , que passaria a estar em desequilíbrio em relação a (que não se modificaria). Isto quer dizer que, embora o equilíbrio (i) não tenha sido perturbado, pois o valor ainda será condizente com o equilíbrio entre poupança e investimento, , o equilíbrio (ii) foi afetado, pois agora haverá divergência entre e o custo unitário, . Como a elevação da taxa de juros, neste caso específico do *TM*, deveu-se ao deslocamento à esquerda da curva de poupança, houve uma elevação do preço dos bens de consumo , conforme (2.2). Keynes sintetizou o quadro, dizendo que a mudança na taxa de juros “será acompanhada por um distúrbio temporário em ambos e , ainda que em direções opostas”, de modo que o valor total do produto não se altere (*TM*, 184). Isto também pode ser compreendido pelo equilíbrio do nível geral de preços, , devido à igualdade entre a poupança e o investimento estão em equilíbrio [conforme (2.3)]. As variações de e de se compensariam, portanto, uma à outra.

⁴⁹ Keynes não menciona explicitamente que haja um aumento na taxa natural de juros. Diferentemente, sua análise menciona uma “redução na taxa de poupança” (*TM*, 183), que deve ser compreendida como um deslocamento da curva de poupança à esquerda. Este deslocamento, frente à manutenção da curva de investimento, significaria um aumento da taxa natural de juros.

Mas o sistema voltará ao equilíbrio descrito em (ii), ou seja, como e por que r e w se reajustarão ao valor do custo unitário de produção c ? Segundo Keynes, o reajuste ocorrerá porque:

“Haverá um estímulo duplo e direto para mudar a característica da produção de uma categoria para a outra, e, quando isto for efetuado, ambos r e w retornarão aos seus valores prévios” (*TM*, 184).

O estímulo duplo refere-se ao estímulo para se reduzir a produção dos bens de investimento I , devido à queda de r , e ao estímulo para se aumentara a produção dos bens de consumo C , devido ao aumento de w .

Deve-se notar, entretanto, que Keynes não informa como esta mudança na “característica da produção de uma categoria para a outra” deveria restabelecer os valores que equilibram r e w . Uma redução da quantidade de bens de investimento I por si só seria capaz de reequilibrar r [ver (2.2)], independentemente da quantidade de bens de consumo C . Mas esta redução de I não implicaria em aumento automático de w , pois não há indicação de como poderia afetar as variáveis determinantes de w , expressas em (2.4).

Dificuldades como estas, de se combinar a análise de investimento wickselliana com iniciativas de Keynes, permeiam o *TM*. Entretanto, elas receberam pouca ou nenhuma atenção da literatura acadêmica, o que se justifica pelo fato de que, como veremos a seguir, Keynes abandonara esta abordagem da determinação do preço dos bens de investimento I , já no próprio *TM*.

Mas por que Keynes, frente a estas dificuldades, simplesmente não desistiu da intenção de estabelecer um arcabouço para determinar o preço dos bens de investimento, tal como ocorre nas outras abordagens dos ciclos de negócios? A resposta a esta pergunta, ou seja, a importância de r no contexto do *TM* encontra-se no escopo geral do livro. Tal como Joan Robinson percebera, o *TM* refere-se mais a uma “análise do produto” do que a uma “teoria da moeda” propriamente dita (Robinson, 1933, 22). Esta análise depende das decisões de produção dos empresários, que, por sua vez, são sensíveis aos preços. É somente em situações em que os preços excedem os custos unitários (ou em que haja expectativas de que isto ocorra) que “os empresários terão um incentivo para expandir sua produção” (*TM*, 136). Portanto, Keynes necessita de um arcabouço que determine o preço dos bens de investimento, que será o indutor das decisões de produção. A modificação de Keynes sobre o arcabouço de Wicksell pode ser

interpretado como uma mudança de uma teoria baseada nas decisões de investir para uma teoria baseada nas decisões de produzir bens de investimento.⁵⁰ Entretanto, infelizmente, estas modificações trouxeram dificuldades teóricas para o *TM*.

2.4. O preço do investimento III: o preço das ações

Embora tenhamos constatadas algumas dificuldades na versão de Keynes para o arcabouço de Wicksell, infelizmente nos é impossível saber se elas foram visíveis também para Keynes. Mas é fato que, mesmo diante da iminência de publicação do *TM*, Keynes admitiu-se insatisfeito com o trabalho, tendo dedicado um ano adicional para reescrevê-lo drasticamente (Millmow, 1992, 510). Segundo Moggridge (1973a) as principais mudanças de sua última revisão foram feitas nos livros III e IV do volume I, nos quais se encontram todas as referências abordadas no presente Capítulo sobre a determinação do preço dos bens de investimento, e que, de fato, são o “coração teórico” do *TM* (Dimand, 1986, 432).

Ademais, as duas abordagens anteriormente exposta não esgotam a análise da determinação do nível de preço dos bens de investimento no *TM*, pois no capítulo 10 há ainda uma terceira abordagem para esta determinação: a seção III: “The price level of new investment goods”. Há também duas evidências de que esta seção tenha sido elaborada cronologicamente após o desenvolvimento da “abordagem wickselliana” anterior. A primeira evidência refere-se aos diversos “índices” (*table of contents*) que Keynes esboçou para o *TM* ao longo dos seis anos de sua gestação. Este “índices” indicam a presença de elementos da “abordagem wickselliana” já em 1925 (JMK, XIII, 27-29),⁵¹ enquanto que até o último *draft* do *TM* de agosto de 1929 ainda não havia menção à seção que futuramente conteria a “nova” abordagem do preços dos bens de investimento (JMK, XIII, 114).⁵² A segunda evidência refere-se ao fato de que esta “nova” abordagem, além de ser a mais privilegiada no *TM*, continuou a ser aperfeiçoada por Keynes após sua publicação, sendo, de fato, a que foi defendida por Keynes na CBP.

⁵⁰ Esta visão está de acordo com Giovannetti (1984), segundo quem “Keynes possibilita mudanças na produção (...), uma possibilidade que foi ignorada por Wicksell” (Giovannetti, 1984, 80).

⁵¹ Está sendo considerado que a primeira abordagem estaria contida no capítulo 10 do *draft* março e no capítulo 9 do *draft* de abril, ambos intitulados “Price fluctuations initiated by changes on the side of real credit – boom and slump”. Infere-se ademais que a segunda abordagem estaria contida no capítulo 8 do *draft* de março e no capítulo 7 do *draft* de abril, intitulados: “The part played by the rate of discount”. Note-se que na segunda abordagem a taxa de juros teria a função de uma “taxa de desconto” (“*rate of discount*”).

⁵² Não há seção referente ao tema do preço dos bens de investimento no capítulo “A equação fundamental” deste *draft* que, de acordo com a disposição do *TM*, deveria contê-lo,

Na seção III do capítulo 10 da *TM*, Keynes considera o preço dos bens de investimento como equivalente ao preço das ações determinado no mercado financeiro.⁵³ Esta associação decorre, primeiramente, da utilização do termo “investir” significando a “compra de ações por membros da população” (*TM*, 127, n. 1).⁵⁴ A princípio Keynes toma o cuidado de distinguir, em nota de rodapé, este uso do termo “investir” do conceito tradicional de “investimento” como valor da variação do capital. Mas a seguir os dois significados são novamente confundidos, e o preço dos bens de investimento é tomado como um equivalente do preço das ações (*TM*, 128).⁵⁵

A determinação do preço das ações, e que de agora em diante designaremos também como o preço dos bens de investimento, explica-se na passagem:

“Quando um indivíduo está mais disposto a manter sua riqueza na forma de depósitos poupança e menos disposto a mantê-la sob outra forma, (...) isto significa que ele privilegia os depósitos de poupança, (por quaisquer motivos que sejam) mais do que antes, ao preço corrente das outras ações” (*TM*, 127).

Como se nota, esta passagem refere-se à demanda por “depósitos de poupança” dos indivíduos. Subseqüentemente, em diversas outras passagens da seção em questão, o autor desenvolve o mesmo argumento, substituindo o conceito “depósitos de poupança” pelo conceito de “depósitos bancários”, referindo-se à “escolha entre ‘depósitos bancários’ e ‘ações’” (*TM*, 127). O conceito de “depósitos bancários”, por sua vez, abarca tanto os “depósitos de poupança” quanto os “depósitos à vista” (*TM*, 31-32). Frente a esta ambigüidade de análise, acreditamos que o sentido a ser favorecido seja o de “depósitos bancários”, de acordo com o comentário de Keynes: “Estou ignorando aqui as complicações, que não afetam a essência do argumento, advindas da possibilidade de transferências entre depósitos de poupança e depósitos à vista” (*TM*, 129, n. 1).

Ademais, os depósitos bancários são virtualmente empregados como sinônimos de moeda em geral (*TM*, 130).⁵⁶ Com isto, a passagem acima seria referente a uma demanda

⁵³ Contraditoriamente, a relação entre o preço das ações e o preço dos bens de investimento também foi *negada* por Keynes no *TM*, na seguinte passagem: “o preço das ações existentes não depende de modo algum no curto-prazo do custo de produção ou do preço do capital fixo novo” (*TM*, 222). Esta contradição foi notada por Robertson (1931).

⁵⁴ No original, a palavra da língua inglesa que designa este novo significado de investimento é “investing”, enquanto que a palavra da língua inglesa que designa o antigo significado é “investment”. Mas não se trata de conceitos distintos, conforme o próprio Keynes indica (*TM*, 127, n. 1).

⁵⁵ A rigor, Keynes considera que o preço das ações e o preço dos bens de investimento sejam determinados do *mesmo modo*, o que talvez não seja equivalente a se considerar que sejam o *mesmo preço*. Para efeitos analíticos, entretanto, estas duas situações são indiferentes.

⁵⁶ Ao longo do texto, empregaremos de modo indistinto os termos “moeda” e “depósitos bancários”.

individual por moeda. Desconsiderando-se as dificuldades decorrentes do processo de agregação destas demandas individuais, podemos representar formalmente a passagem acima como
$$P = \frac{M}{A} \quad (2.5)$$
, em que M é a quantidade de moeda, e A é a “atração relativa” entre moeda e ações (*TM*, 128). Esta “atração relativa” é um termo equivalente ao estado de “*bearishness*” do público (*TM*, 129), à “escala de preferência entre depósitos de poupança e outras ações a diferentes níveis de preços das ações” (*TM*, 130, n. 1), e à “disposição do público a ‘entesourar’ moeda” (*TM*, 130). O preço dos bens de investimento P corresponde a um inverso desta função A , representável por

$$(2.5).$$

Evidentemente, a assertiva de Keynes vai além da relação expressa pela equação (2.5), pois implica também em uma hierarquia de determinação. Ou seja, os fatores expressos por M e A são a *causa* dos preços dos investimentos. O nível de preço dos bens de investimento seria “o nível de preço no qual o desejo do público de possuir depósitos de poupança equivale à quantidade de depósitos de poupança que o sistema bancário está disposto e é capaz de criar” (*TM*, 129).

Ademais, deve-se notar que a equação (2.5), que determina o preço dos bens de investimento, evidentemente não equivale à anterior (2.4). Em (2.4), o preço dos bens de investimento relacionava-se à atração por rendimentos, sendo que em (2.5) o preço dos bens de investimento refere-se à fuga em relação à liquidez. A princípio, a importância dos rendimentos e da taxa de juros não necessariamente estaria ausente nesta nova abordagem, pois não é impossível que os elementos r e i pudessem influenciar a “atração relativa” A . Por exemplo, Keynes considera uma possível influência de r sobre A , admitindo que “a taxa de juros oferecida pelo sistema bancário sobre os depósitos-poupança também é, evidentemente, um fator de influência na sua atratividade relativa” (*TM*, 128, n. 1). Mas esta influência de r sobre A não possui nenhum papel de destaque no *TM*. Ademais, sobre o impacto da estimativa do rendimento do capital k sobre a “atração relativa”, Keynes não faz qualquer menção.

A seção III do capítulo 10, além apresentar a abordagem de P que Keynes favorece na CBP, traz também dois outros elementos posteriormente presentes na controvérsia. O primeiro refere-se ao conceito de “entesouramento”, que terá grande importância na CBP. Nesta seção, porém, o entesouramento não possui grande destaque, sendo relevante em somente duas passagens. A primeira passagem, que já foi exposta acima, refere-se à descrição de P como a

“disposição do público ao ‘entesouramento’ de moeda” (*TM*, 130), e que posteriormente na CBP seria denominada “disposição a entesourar” ou “propensão a entesourar”. A segunda passagem que menciona o entesouramento é a seguinte:

“Quando um homem decide que proporção de sua renda poupar, ele está escolhendo entre o consumo presente e a posse de riqueza. Se ele decide em favor do consumo, ele deve necessariamente comprar bens – porque ele não pode consumir moeda. Mas se ele decide em favor da poupança, ainda há outra decisão a ser feita. Pois ele pode possuir riqueza ou na forma de moeda (ou do ativo líquido equivalente à moeda), ou em outras formas de empréstimo ou capital real. Esta segunda decisão pode ser convenientemente descrita como a escolha entre ‘entesouramento’ (*hoarding*) e ‘investimento’ (*investing*), ou, alternativamente, como a escolha entre ‘depósitos bancários’ (*bank deposits*) e ‘ações’ (*securities*)” (Keynes, 1930, 127).

O entesouramento é então descrito como a escolha por depósitos bancários, e poderia ser considerado equivalente à variação no estoque de moeda. Este trecho será comentado detalhadamente no capítulo 4.

O segundo elemento da seção III posteriormente discutido na CBP refere-se à ênfase na independência entre os preços e . Keynes resumiu a análise dos preços do seguinte modo:

“O nível geral de preços (...) [depende] de quatro fatores – (1) a taxa de poupança, (2) o custo do novo investimento, (3) o estado de “*bearish*” do público, (4) o volume de depósitos de poupança” (*TM*, 129).

Evidentemente, os fatores (1) e (2) – e (ou), respectivamente – referem-se ao preço dos bens de consumo , enquanto que os fatores (3) e (4) – e , respectivamente – referem-se ao preço dos bens de investimento .⁵⁷ Como Keynes considera estes quatro fatores independentes entre si, conclui que: “uma queda no preço dos bens de consumo devido a um excesso da poupança sobre o [custo do investimento] não necessita (...) requerer qualquer mudança oposta no preço dos novos bens de investimento” (*TM*, 130-131).⁵⁸ Portanto, a independência entre si destes fatores indicaria que os preços e também seriam

⁵⁷ Esta passagem trata de modo heterogêneo o preço dos bens de consumo e o preço dos bens de investimento, pois enquanto os fatores indicado em (3) e em (4) são suficientes para determinar o nível do preço de bens de investimento propriamente dito, , os fatores indicados em (1) e em (2) determinam a diferença entre o preço dos bens de consumo e o custo unitário de produção multiplicados pela quantidade de bens de consumo, . Pode-se afirmar, entretanto, que, os fatores (1) e (2) são suficientes para determinar a *signal* da diferença do preço dos bens de consumo em relação ao custo unitário.

⁵⁸ No original, a expressão entre colchetes [custo do investimento] aparece somente como “investimento”. Isto seria um lapso, pois o *TM* claramente postula que o preço dos bens de consumo relaciona-se com a diferença da poupança frente ao custo do investimento (*TM*, 129).

independentes entre si.⁵⁹

Keynes considera a proposição da independência entre r e w como uma “conclusão que possa ser aceita pelos leitores com alguma dificuldade” (*TM*, 131). Adiante, veremos como este ponto foi abordado na CBP, na qual Keynes também acusou Robertson de estar rejeitando esta independência, ao considerar que r e w se comportassem como “baldes em um poço”.

⁵⁹ Bridel (1987, 125) acredita que os dois elementos descritos acima – a determinação do preço dos bens de investimento e a relação de independência na determinação do preço dos bens de investimento e do preço dos bens de consumo sejam indissociáveis. Ademais, o autor considera o segundo elemento como a “novidade central” do *TM* (Bridel, 1987, 125). Uma visão diferente desta é apresentada no capítulo 4.

3. A controvérsia dos “baldes em um poço”

3.1. Introdução

Este capítulo apresenta a controvérsia dos “baldes em um poço” por meio das passagens consideradas mais relevantes em “Mr. Keynes’s theory of money” e “Saving and hoarding” de Robertson, e em “A Rejoinder” de Keynes. Como neste momento não estamos interessados em interpretações teóricas do debate, a serem feitas no Capítulo seguinte, pretende-se abordar os argumentos de Keynes e de Robertson do modo mais próximo possível de seus enfoques originais.

A seção 3.2 apresenta a resenha de Robertson sobre o *TM*, “Mr. Keynes’s theory of money” (1931), a seção 3.3 traz a resposta de Keynes, em “A Rejoinder” (1931), e a seção 3.4 refere-se as principais idéias do artigo posteriormente escrito por Robertson, “Saving and hoarding” (1933).

3.2. “Mr. Keynes’ theory of money” (1931), de Robertson

Como foi dito no capítulo 1, o conteúdo da resenha de Robertson sobre o *TM* é amplo e variado, mas Keynes privilegiou em sua resposta somente alguns aspectos que julgava serem mais importantes. Portanto, para acessar a CBP, parece ser adequado focar nesta parte de “Mr. Keynes’s theory of money” selecionada por Keynes, referente à determinação do preço dos bens de investimento e ao conceito de entesouramento.⁶⁰

Em relação à proposta keynesiana de determinação do preço dos bens de investimento por meio do mercado de ações, Robertson considerou equivocada a seguinte proposição que atribuiu a Keynes, e que nomeou ser o “paradoxo de Mr. Keynes”:

“Se r diminui devido a um excesso de M sobre D , então, *ainda que não haja nenhum aumento na disposição a entesourar moeda não gasta*, não é necessário que haja um aumento compensatório de M , e haverá uma queda em r , o preço do produto como um todo” (Robertson, 1931, 400).

Segundo a opinião de Robertson, oposta a este “paradoxo”, uma situação em que

⁶⁰ Robertson também considerou e criticou as diversas versões apresentadas por Keynes para a determinação do preço dos bens de investimento no *TM*. Por exemplo, o conteúdo do §6. (pp. 403-405) refere-se à segunda abordagem de Keynes da determinação do preço dos bens de investimento. Nesta parte, Robertson considera a posição de Keynes a de que o principal determinante de r seria a taxa de juros de longo-prazo (Robertson, 1931, 403).

diminui e não se altera somente seria possível concomitantemente a um aumento da “disposição a entesourar moeda”. Caso contrário, se esta “disposição a entesourar” se mantivesse constante, então ao ocorrer uma queda de também seria constatado um aumento de .

Neste momento, é possível fazer três observações a respeito dos conceitos utilizados por Robertson em “Mr. Keynes’s theory...”. A passagem acima deixa claro que, frente a uma manutenção da propensão a entesourar, a variação de considerada teria a extensão necessária para compensar a queda de , de modo que o nível geral de preços se mantivesse constante. Portanto, o argumento pode ser desenvolvido considerando-se diretamente o comportamento de em relação à propensão a entesourar. O ponto controverso entre Keynes e Robertson poderia então ser expresso da seguinte forma: para Robertson, uma variação de dependeria de uma variação da propensão a entesourar, enquanto que Keynes teria desconsiderado esta dependência.

A segunda observação refere-se ao fato de que Robertson aparentemente está trabalhando com o arcabouço do *TM*, ou seja, com o conceito de poupança expresso, por exemplo, na equação (2.3) acima. Então, de acordo com (2.3), a “variação” dos preços deve ser tratada em relação ao custo unitário de produção , e não em relação ao preço pretérito . Como veremos a seguir, entretanto, Robertson pareceu não estar totalmente consciente destas sutis questões conceituais.

A terceira observação refere-se ao termo “disposição a entesourar”, que deve ser considerado como uma expressão mais sintética do termo “disposição do público ao ‘entesouramento’ de moeda” de Keynes (*TM*, 130), e referente ao conceito representado por no capítulo 2.⁶¹ Nota-se, porém, que Robertson se refere à situação de mudança na disposição a entesourar como um “ato de entesouramento” (Robertson, 1931), sem tornar explícita a correlação entre a “disposição” e o entesouramento propriamente dito. Deve-se notar que o “entesouramento” se refere a uma *quantidade* monetária, enquanto a “disposição a entesourar” remete a um coeficiente de uma *preferência* em relação à certa quantidade moeda. No geral, e apesar de a passagem acima utilizar o conceito de “disposição a entesourar”, pode-se dizer que o termo privilegiado no artigo seria o de “entesouramento”, por ser o mais empregado por Robertson para justificar sua posição.

Estas três observações conceituais tornam o argumento original de Robertson

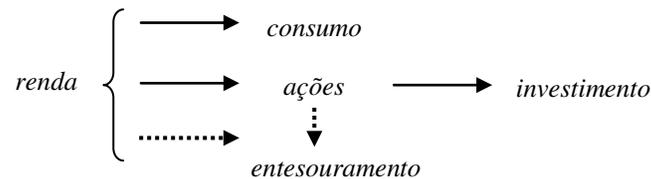
⁶¹ Esta expressão encontra-se ainda em determinadas passagens como “desejo de entesourar” (Robertson, 1931, 401), que consideramos ser uma expressão equivalente a “disposição a entesourar”.

equivalente à seguinte proposição: a ocorrência de entesouramento determina uma queda do nível geral de preços em relação ao custo unitário.

Adiante em “Mr. Keynes’s theory...”, Robertson considera dois “fluxos monetários” que “irradiam do público” (“radiate outwards from ‘the public’”): o fluxo de consumo, equivalente ao consumo, e o fluxo de ações, que, em equilíbrio, representa um fluxo direcionado aos “negociadores de ações” (*dealers in securities*), e repassado às companhias promotoras de investimento, e destas direcionadas aos produtores de bens de investimento (ou produtores de “máquinas novas”). Se houvesse equilíbrio, quer dizer, se a poupança fosse igual ao investimento, então o fluxo de ações seria igual à poupança (Robertson, 1931, 400-401). Portanto, em equilíbrio estes fluxos “irradiados” pelo público corresponderiam à sua renda (no sentido do *TM*), ou seja, à soma do consumo e da poupança [ver equação (2.1)].

Em uma situação de desequilíbrio, porém, o fluxo de ações poderia ser interrompido, tanto pelo público quanto pelos negociadores de ações (Robertson, 1931, 400-401). Segundo Robertson, esta última situação somente ocorreria se estivesse havendo um “aumento no desejo de ‘entesourar’ por parte de alguém” (Robertson, 1931, 401), quer dizer, se houvesse entesouramento.

Figura 3.1: Fluxos monetários de Robertson



A Figura 3.1 representa graficamente a descrição dos “fluxos monetários” de Robertson, em que as setas tracejadas representam uma interrupção do fluxo de ações, ou seja, representam o entesouramento. Nota-se que a renda é alocada de modo exaustivo entre consumo, investimento e entesouramento, ou seja, $R = C + I + S$, em que S é o entesouramento. Por meio da definição de poupança em (2.1), infere-se então que a poupança seria igual à soma do investimento e do entesouramento, $P = I + S$, ou alternativamente, o entesouramento corresponderia à parte da poupança que não foi destinada ao investimento,

$$(3.1).$$

A equação (3.1) pode ainda ser transformada, com o auxílio de (2.3), em

(3.1).⁶²

Por meio de (3.1), verifica-se a relação, anteriormente aludida, do entesouramento com queda de frente ao custo unitário de produção.

As relações (3.1) e (3.1) pretendem representar o conceito de entesouramento de Robertson válido para o arcabouço conceitual do *TM*, ou seja, em relação ao conceito de poupança do *TM*. A rigor, entretanto, Robertson não forneceu uma definição específica ou rigorosa do conceito de “entesouramento” em “Mr. Keynes’s theory...”, uma falha que foi comentada posteriormente por Keynes.⁶³ Mas acreditamos que a equação (3.1) pode ser considerada equivalente a uma definição robertsoniana de “entesouramento”, por dois motivos. Primeiramente, a “análise de fluxos” acima, que é o suporte para a inferência de (3.1), não representa apenas um exemplo de uma situação de entesouramento, mas uma explicação conceitual. Isto se deve ao fato de que a “análise de fluxos” está de acordo com um método de exposição muito utilizado por Robertson em *BPPL*, ao qual poderíamos denominar uma “apresentação estilizada” de um conceito. Estas “apresentações estilizadas” constituem situações simplificadas, mas suficientemente gerais para, presumivelmente, apresentarem todos os elementos necessários para a compreensão de um conceito. Robertson não define um conceito, mas ele explica como este conceito “funciona” na economia. No caso em questão, o objetivo de Robertson parece ser a explicação do “entesouramento” frente à possibilidade da alocação de riqueza em ações, que faz parte do cenário teórico proposto por Keynes, a fim de checar se esta situação “funciona em termos dos conceitos antigos” (Robertson, 1931, 402).⁶⁴

O segundo motivo para se considerar (3.1) como equivalente a uma definição de “entesouramento” de Robertson em “Mr. Keynes’s theory...” refere-se à compatibilidade desta equação com “pseudo-definições” de “entesouramento”, quer dizer, com passagens que possuem certo aspecto de definição, mas que, de fato, não têm no texto o destaque necessário para esta posição. Podemos destacar duas destas “pseudo-definições”. A primeira afirma que entesourar seria “reter sem gastar parte do fluxo de moeda que *normalmente* é gasto” (Robertson, 1931, 400,

⁶² Note-se que a variação do nível geral de preços novamente é expressa como uma variação em relação ao custo unitário, o que se deve ao uso dos conceitos de “renda” e de “poupança” do *TM*. Sobre este assunto, ver a seção 3.4.

⁶³ Robertson tentaria remediar esta falha em “Saving and hoarding” (1933).

⁶⁴ Os “conceitos antigos” de Robertson referem-se aos apresentados em *Banking policy* (1926), que apresenta um arcabouço em que não se considera a compra e venda de ações. Deve-se entender esta passagem como sendo referente às “relações” entre os conceitos antigos, e não com referência aos conceitos em si, já que estivemos supondo que Robertson utiliza o “novo” conceito de poupança do *TM*.

itálicos adicionados). Partindo-se de uma situação de equilíbrio de preços

) e de estacionariedade da produção, , então o “que normalmente é gasto” refere-se ao gasto pretérito ,⁶⁵ que neste caso também equivale à renda (). Portanto, o entesouramento seria a parte da renda que não fosse gasta, , o que é equivalente a (3.1).

Em uma segunda “pseudo-definição”, Robertson diz que entesourar seria “*manter recursos ociosos* sob a forma de depósitos bancários” (Robertson, 1931, 401, itálicos adicionados). Esta passagem é relevante por fazer referência à associação entre “entesouramento” e os depósitos bancários, que também estava presente no *TM*. Entretanto, apresenta uma linguagem um pouco obscura, à qual proporemos a seguinte interpretação: sendo evidentemente que a noção de entesouramento deva representar uma *variação* dos depósitos bancários, a expressão “manter recursos ociosos” deve ser compreendida como “variar os recursos ociosos”. Ou ainda, poderia ser interpretada como: “manter recursos de modo a torná-los ociosos”, como se para que um recurso não ficasse ocioso fosse necessária ação inversa à de “mantê-lo”. Mas como um recurso se tornaria ocioso? Em nossa interpretação, isto ocorreria quando uma unidade de moeda normalmente gasta (, em equilíbrio) passasse a ser retida.⁶⁶ Sendo esta quantidade retida igual a , então, esta pseudo-definição seria equivalente à anterior, e também corroboraria a equação (3.1).

As considerações de Robertson acerca do entesouramento em “Mr. Keynes’s theory...” são ainda suplementadas por um exemplo numérico simplificado, que apresentaremos a seguir (Robertson, 1931, 402). O exemplo distingue quatro agentes na economia: os fatores de produção, os especuladores, os empresários do setor de bens de consumo e empresários dos bens de investimento.⁶⁷ Os fatores de produção recebem uma renda monetária, à qual dão dois destinos: compra de bens de consumo e compra de ações. Os especuladores intermedeiam a compra e a venda de ações das indústrias de bens de consumo, financiando, deste modo, seu investimento. Robertson considera a situação em que, a partir de uma situação de equilíbrio,

⁶⁵ Estamos supondo que o investimento possa ser considerado um “gasto com investimento”.

⁶⁶ Relembramos a intenção expressa na nota de rodapé 56 de considerar depósitos bancários e moeda como termos funcionalmente equivalentes.

⁶⁷ Na apresentação deste exemplo, estamos re-nomeando os agentes originais de Robertson. Originalmente, os “fatores de produção” são apresentados como o “público”, os “investidores” são apresentados como “promotores de investimento”, e os “empresários de bens de consumo” são apresentados como “sapateiros”, ou “*bootmakers*”.

ocorre um aumento voluntário da poupança por parte do público, ou seja, uma “campanha de poupança”. Este aumento da poupança reduz o preço dos bens de consumo, trazendo prejuízos para os empresários do setor, que compensam suas perdas de caixa com a venda de ações ao público.⁶⁸

O dia 1 representa uma situação de equilíbrio, prévio à campanha de poupança. Os fatores de produção recebem uma renda monetária no valor de Y ,⁶⁹ da qual Y_c provêm do setor de bens de consumo, e Y_i do setor de bens de investimento. Esta renda é alocada pelos fatores de produção em dois destinos: Y_c são gastos em consumo e Y_i , correspondentes à poupança, são aplicados em ações. As empresas de bens de consumo estão emitindo ações no valor de Y_c para comprar os bens de investimento, sendo que o valor de vendas dos bens de investimento é usado pelas empresas de bens de investimento para cobrir seus custos de produção. As ações são vendidas aos fatores de produção, por meio dos especuladores.

No dia 2 tudo permanece igual, exceto por uma mudança na poupança e no gasto com ações dos fatores de produção, que aumentam para Y_c' , e uma queda no consumo para o valor de Y_c'' . Ou seja, a poupança aumenta e passa a exceder o investimento, que se mantém no mesmo nível, e os empresários de bens de consumo sofrem perdas no valor de $Y_c - Y_c'$. Os especuladores vendem os $Y_c - Y_c'$ em ações para o público, mas recebem somente Y_c'' em ações das empresas de bens de consumo. A diferença de $Y_c - Y_c''$ sairia das “reservas dos especuladores” (Robertson, 1931, 402), que diminui em termos de ações, mas aumenta em termos de caixa. Segundo Robertson, os $Y_c - Y_c''$ de moeda com os especuladores representariam um “entesouramento”.

No dia 2, os fluxos do dia 1 se repetem, a não ser pelas empresas de bens de consumo, que passam a emitir $Y_c - Y_c''$ extra para recuperarem suas perdas de caixa. Deve-se notar que as empresas de bens de consumo estão recuperando suas perdas de caixa do período 2, e não as perdas de caixa ocorridas no período 1. A conclusão é que “os $Y_c - Y_c''$ entesourados pelos especuladores no dia 1 permanecem à parte”. Portanto, o fato de que o preço dos bens de consumo tenha se reduzido enquanto o preço dos bens de investimento se manteve constante é

⁶⁸ Este exemplo será denominado daqui por diante como “campanha de poupança”. Ele também foi abordado por Bibow (2000).

⁶⁹ No exemplo original, Robertson não oferece explicitamente o valor da renda, que nesta apresentação está sendo inferido por meio dos valores do consumo e da poupança.

atribuído, por Robertson, à ocorrência de entesouramento no dia 1.

É digno de nota que os preços dos bens de consumo dos dias 1 e 2 são os mesmos, e inferiores ao preço dos bens de consumo no dia 0. Portanto, há uma queda de preços do dia 0 para o dia 1, mas o preço se mantém do dia 1 para o dia 2. Ademais, Robertson identifica entesouramento somente no dia 1, referente à reserva dos especuladores.

Podemos avaliar o quanto as sutilezas terminológicas dos conceitos de poupança e de variação de preços foram infelizes para Robertson neste exemplo. Nota-se que os conceitos de renda e de poupança utilizados no exemplo são compatíveis com suas acepções do *TM*, e como foi visto anteriormente, o conceito de variação de preços adequado à diferença entre o investimento e a poupança nas acepções do *TM* refere-se a uma diferença em relação ao custo unitário, e não em relação ao custo pretérito. Mas Robertson se preocupa com a variação dos preços ao preço pretérito, e não em relação ao custo unitário de produção, e por isto identifica o efeito do entesouramento no dia 1, mas não no dia 2 – pois no dia 2, apesar de preço dos bens de consumo estar abaixo do custo unitário, ele seria igual ao preço no período prévio. É por isso que no dia 2, em que a poupança também excede o investimento, Robertson deixa de considerar estar havendo entesouramento.⁷⁰

Mas como, então, se poderia considerar a ocorrência de entesouramento no dia 2, no qual os especuladores não apresentam um aumento de estoques monetários? A resposta talvez possa ser encontrada em uma variação do exemplo, presente na nota de rodapé 2 da p. 402, que Robertson cogita ser “preferida” por Keynes (Robertson, 1931: 402 n. 2). Nesta variação, Robertson supõe a hipótese de que no dia 2 os empresários de bens de consumo pretendam recuperar as perdas de caixa oriundas dos prejuízos tanto do dia 1 quanto do dia 2. Para isto, as empresas emitiriam ações extras em ações a serem comprados pelos especuladores, que assim deixariam de ter uma reserva monetária à parte. Robertson conclui que “o entesouramento dos especuladores foi transferido para os [empresários de bens de consumo]” (Robertson, 1931: 402 n. 2).

Do nosso ponto de vista, esta variação do dia 2 possui uma vantagem e uma desvantagem para a argumentação de Robertson. Ela é vantajosa porque permite considerar-se a possibilidade conceitual de também estar havendo entesouramento no dia 2 (da primeira versão),

⁷⁰ Na seção 3.4, veremos como a variação dos preços em relação ao período passado seria coerente com a modificação dos conceitos de “poupança” e de “renda”.

mesmo que os especuladores não estivessem obtendo aumento de caixa. Isto porque também seria possível considerar subentendido neste caso estar havendo uma transferência de entesouramento, dos especuladores para os empresários de bens de consumo. A desvantagem desta abordagem, entretanto, é que se fica sem saber por que teria havido este “entesouramento” transferido dos especuladores aos fatores de produção, visto que todos os agentes terminam o período com a mesma quantidade de moeda com a qual iniciaram.

3.3. “A Rejoinder” (1931), de Keynes

Em sua resposta a “Mr. Keynes’s theory...” no “Rejoinder” de 1931, Keynes reitera sua crítica à posição de Robertson que interpreta do seguinte modo: se a disposição a entesourar não se modificar ou quando não houver entesouramento, então o preço dos bens de consumo e o preço dos bens de investimento se moveriam em direções opostas – o que Keynes considera ser o argumento dos “baldes em um poço”. Entretanto, Keynes não retoma o argumento, usado no *TM* para basear sua crítica, de que as variáveis causais do preço dos bens de consumo e do preço dos bens de investimento seriam distintas. Diferentemente, o autor transfere foco crítico para o uso dos conceitos “disposição a entesourar” e “entesouramento”.

No “Rejoinder”, Keynes fornece mais esclarecimentos a respeito de seu conceito de “disposição a entesourar”, ou de “estado de *bearishness*”, que no capítulo 2 representamos por . Uma contribuição deste artigo é a escolha de um termo mais conveniente para , que passa a se denominar a “propensão a entesourar” (Keynes, 1931, 413).⁷¹ De resto, as explicações acerca deste conceito não passam de uma descrição mais detalhada, em termos de um gráfico cartesiano, da função anteriormente expressa em (2.5).

Diferentemente do *TM* e de “Mr. Keynes’s theory...” de Robertson, no “Rejoinder” Keynes destaca a diferença entre os conceitos de “propensão a entesourar” e de “entesouramento”. Parece claro que, para Robertson, uma variação do *seu* conceito (de Robertson) de entesourar e a ocorrência do *seu* conceito (de Robertson) de entesouramento sejam, presumivelmente, situações equivalentes. Portanto, a proposição de Robertson seria

⁷¹ O termo “propensão a entesourar” também seria usado na *TG*, em conexão com uma teoria um pouco modificada. Na *TG*, ao invés do preço dos bens de investimento, a taxa de juros é que desempenha o papel de equilibrar “o desejo de possuir riqueza na forma monetária com a quantidade de moeda disponível” (*TG*, 167). Aparentemente, este equilíbrio ainda depende do preço das ações (ou “*bond-prices*”, mas não “*security prices*”, como no *TM*) (*TG*, 199-200). Mas não há na *TG* referência direta sobre a conexão entre o preço das ações e o preço dos bens de investimento, tal como no *TM*.

referente ao comportamento do nível geral de preços em relação à propensão a entesourar ou, *equivalentemente*, em relação ao entesouramento. Mas, para Keynes, uma variação do *seu* conceito (de Keynes) de entesourar e a ocorrência do *seu* conceito (de Keynes) não seriam situações equivalentes. Portanto, para que Keynes refute completamente a posição de Robertson, é necessário defender *duas* proposições distintas: a proposição de que a variação do nível geral de preços não responde diretamente à modificação da *propensão a entesourar* (no conceito de Keynes), e a proposição de que a variação do nível geral de preços não responde diretamente à ocorrência do *entesouramento* (no conceito de Keynes).

Em relação à primeira proposição, a propensão a entesourar, como foi dito anteriormente, é um índice que representa a escala de preferência dos indivíduos entre moeda e outra variável de alocação alternativa. No caso de Keynes, esta variável alternativa corresponde às ações, e o índice que regula a preferência entre moeda e ações é o preço destas ações. A propensão a entesourar de Robertson, como veremos a seguir, baseia-se no coeficiente - Cambridge (, que sintetiza as preferências entre estoques monetários e gasto (com produtos, e não com ações). As diferentes propensões a entesourar de Keynes e Robertson representam teorias alternativas quanto à preferência pela moeda, baseadas em diferentes pressupostos teóricos a respeito do *comportamento* do público (supondo, evidentemente, que o público aja de acordo com suas preferências). Portanto, é evidente que Keynes atribui uma relação entre o nível geral de preços e a propensão a entesourar diferente da de Robertson, porque os pressupostos relacionados aos conceitos de propensão e entesourar são formulados de modos distintos pelos dois autores.

Mas a relação entre o nível geral de preços e a ocorrência do *entesouramento*, como foi dito anteriormente, é uma questão inteiramente diversa da questão referente à relação entre o nível geral de preços e a variação da propensão a entesourar. Pois a divergência quanto à ocorrência ou não de entesouramento não pode ser atribuída a diferentes pressupostos teóricos: é necessário supor que (pelo menos) um dos autores esteja articulando o conceito de entesouramento erroneamente, ou que ambos estejam trabalhando com conceitos de entesouramento distintos. Faz-se necessário, portanto, averiguar qual o conceito de entesouramento usado por Keynes no “Rejoinder”, para contrapô-lo ao de Robertson.

No Capítulo 2, vimos que no *TM* o conceito de “entesouramento” é apresentado de modo ambíguo, referindo-se ora à variação de depósitos de poupança, ora à variação de depósitos

bancários em geral. Argüimos então que a segunda acepção seria a privilegiada por Keynes naquele contexto. No “Rejoinder”, entretanto, Keynes decide-se pelo conceito de entesouramento enquanto variação dos depósitos de poupança, denominados “depósitos inativos”, e presume que Robertson também possua o mesmo conceito. Keynes rearticula então o argumento a da desconexão entre a queda do nível de preços e a ocorrência de entesouramento, como um argumento da desconexão entre o excesso da poupança sobre o investimento (que provoca queda do nível de preços) com a variação na quantidade de depósitos inativos (que seria equivalente à ocorrência de entesouramento). Keynes alega que:

“[O excesso de poupança sobre o investimento] não tem qualquer tendência a causar uma mudança no volume de depósitos inativos, exceto se o sistema bancário for influenciado pelas mudanças nos depósitos de negócios [ou depósitos ativos], de modo a mudar a quantidade de depósitos inativos” (Keynes, 1931a, 415).

Esta passagem indica claramente que se a quantidade de depósitos totais não for alterada, então o excesso de poupança sobre o investimento seria equivalente à variação de depósitos inativos – ou seja, se $\Delta D_{\text{totais}} = 0$ então a equação (3.1) seria válida.⁷² Provavelmente, isto decorreria da compreensão do excesso da poupança sobre o investimento como uma redução dos depósitos ativos (ou depósitos à vista), $\Delta D_{\text{ativos}} < 0$, em que $\Delta D_{\text{inativos}} > 0$ são depósitos ativos. Como a variação dos depósitos ativos corresponde à variação dos depósitos totais subtraída da variação dos depósitos inativos, $\Delta D_{\text{ativos}} = \Delta D_{\text{totais}} - \Delta D_{\text{inativos}}$, então, se não houver variação na quantidade de depósitos totais, uma diminuição dos depósitos ativos seria equivalente ao aumento dos depósitos ativos, ou seja, $\Delta D_{\text{ativos}} < 0$, ou $\Delta D_{\text{ativos}} > 0$. Resumindo: a posição de Robertson seria verdadeira se (i) $\Delta D_{\text{ativos}} < 0$ sempre fosse válido, e se (ii) $\Delta D_{\text{ativos}} > 0$ ocorresse, ainda que fortuitamente. Nesta passagem, (i) é apresentado como sendo verdadeiro, enquanto que (ii) seria uma pressuposição a respeito do comportamento do sistema bancário.

A nota de rodapé que segue à passagem também nos parece relevante. Ela diz:

“Esta qualificação não me parece importante, porque em geral não se pode dizer em que direção os depósitos de negócios [depósitos ativos] se modificarão, ou como uma mudança neles influenciará o comportamento do sistema bancário” (Keynes, 1931a, 415 n. 1).

Diferentemente da passagem anterior, nesta nota Keynes nega a relação necessária entre poupança, investimento e depósitos *ativos* proposta em (i). Ademais, Keynes também critica a

⁷² Mantém-se o entendimento, também presente no capítulo 2, de que os depósitos bancários totais poderiam ser interpretados como a quantidade de moeda.

condição de (ii), pois lhe parece que o comportamento do sistema bancário implícito nesta condição não seja provável.

O questionamento das propostas em (i) e (ii) ocorre ainda em outra passagem:

“Uma mudança no preço dos bens de consumo pode concebivelmente, mas não necessariamente, envolver uma mudança na mesma direção do volume de depósitos ativos, com o resultado de que, se o sistema bancário escolher manter o *total* de depósitos (...) a um nível constante, haverá uma mudança na direção oposta do volume de depósitos inativos” (Keynes, 1931, 414).

A referida queda no preço dos bens de consumo (frente a preços de bens de investimento constantes, presume-se) decorre do excesso da poupança sobre o investimento. A passagem considera, portanto, a relação como “concebível”, mas não “necessária”. Logo Keynes não consideraria (i) como verdadeiro.

Antes de prosseguirmos, gostaríamos de comentar o que Keynes estabeleceu como sendo o “comportamento” ou a “escolha” do sistema bancário. Keynes parece supor que os bancos não determinariam simplesmente a quantidade de depósitos bancários totais, deixando a cargo do público a distinção entre depósitos ativos e depósitos inativos. Ou seja, o sistema bancário ofereceria diretamente os depósitos ativos e os depósitos inativos como tais.⁷³ Este parece ser o fundamento da proposição de Keynes segundo a qual, havendo uma redução dos depósitos ativos, para que a quantidade de depósitos totais se mantivesse, o sistema bancário deveria “reagir” ofertando depósitos inativos.

Passando a outro ponto importante do “Rejoinder”, tem-se o comentário de Keynes sobre o exemplo da “campanha de poupança” de Robertson. Keynes toma como base a variação sobre o dia 2, na qual os empresários de bens de consumo recuperam o seu caixa, o que, de acordo com Robertson, é feito através da transferência de entesouramento dos especuladores. Keynes questiona: “Não está claro (...) porque se deve considerar que os [empresários de bens de consumo], que terminam com a mesma quantidade de moeda com que começaram, estejam entesourando” (Keynes, 1931a, 417 n. 1). Note-se, entretanto, que Keynes não utiliza a variação na quantidade de “depósitos inativos” para julgar se houve ou não entesouramento, mas a variação da “quantidade de moeda” (equivalente aos depósitos totais) com que os agentes

⁷³ Apresentamos duas passagens, das quais se infere esta proposição atribuída a Keynes: “A quantidade de depósitos inativos é determinada pelo sistema bancário, já que é equivalente ao excesso do total de moeda bancária sobre o que é requerido pelos depósitos ativos” (Keynes, 1931, 413); e: “A quantidade de depósitos inativos oferecida pelo sistema bancário...” (Keynes, 1931, 413).

terminam o período. Isto se assemelha uma retomada de seu conceito de entesouramento no *TM*, que havia sido modificado no “Rejoinder”.

3.4. “Saving and hoarding” (1933), de Robertson

Em “Saving and hoarding”, Robertson reformula sua posição de “Mr. Keynes’s theory...”, focando mais na variação da propensão a entesourar (e não o entesouramento), como a contrapartida da variação do nível de preços. Mas há ainda outro objetivo neste artigo, pelo qual ele também é mais reconhecido: a reformulação do de “poupança” de Robertson. A partir de “Saving and hoarding”, Robertson substituiu sua análise baseada nos conceitos de *lacking* de *BPPL* por uma mais focada nos conceitos de poupança e de investimento.⁷⁴ Justifica-se, desta forma, o duplo propósito do artigo, anunciado no título: “poupança”, pela reformulação deste conceito, e “entesouramento”, pela retomada da controvérsia com Keynes.

Em “Saving and hoarding” é desenvolvida a conhecida *day-technique* de Robertson, que utiliza o conceito de “dia” como sendo um período temporal “finito, mas tão curto”, que uma “peça monetária” somente poderia ser trocada pelos “constituintes da renda ou do produto reais” uma única vez durante o período (Robertson, 1933: 399). Decorre dessa definição que “a renda que um homem recebe em um dia não pode ser alocada durante o seu curso [do dia] para qualquer uso particular” (Robertson, 1933, 399). Robertson define então a “renda disponível” como “a renda recebida não no mesmo dia, mas no dia anterior” (Robertson, 1933, 399).⁷⁵ Em “Saving and hoarding”, “diz-se que um homem está poupando se ele gasta com consumo menos do que a sua renda disponível” (Robertson, 1933, 399). A poupança seria, portanto, igual a

$$(3.2),$$

em que S é a poupança de Robertson em “Saving and hoarding”, e R é a renda recebida em t e disponível em $t-1$.⁷⁶

Comparando as equações da poupança no *TM* [equação (2.1), $S = Y - C$], e a equação da poupança em “Saving and hoarding” em (3.2), nota-se que a diferença entre os conceitos de

⁷⁴ “Saving and hoarding” ainda menciona o conceito de “*lacking*” desenvolvido em *BPPL* e que, a partir de então, praticamente deixaria de ser utilizado por Robertson.

⁷⁵ O conceito de “dia” já havia aparecido em *BPPL* (1926), mas isto não implica que ele houvesse desenvolvido o conceito de renda disponível (e de poupança a partir da renda disponível) em conexão com este termo. Nesta ocasião, a única função do “dia” é servir de unidade de medida para S , o “período de circulação” (Robertson, 1926, 59).

⁷⁶ Note-se que, por definição o valor da renda ou produto representado por R deve ser referentes à renda e ao produto de um “dia”.

poupança deve-se exclusivamente à diferença entre os conceitos de “renda” no *TM* () e de “renda disponível” em Robertson ().⁷⁷

A equação (3.2) pode ser reescrita como:

$$(3.2).$$

Sendo , (3.2) implica que a diferença entre o investimento e a poupança (de Robertson) equivale à variação do valor do produto, ou seja,

$$(3.3).$$

Já o entesouramento propriamente dito (e não a propensão a entesourar) abordado em “Saving and hoarding” na seguinte passagem:

“A causa e a extensão de uma queda no nível de preços em qualquer dia pode ser definida alternativamente em termos do entesouramento feito naquele dia, ou em termos do excesso da poupança sobre o investimento naquele dia” (Robertson, 1933, 402).

Aparentemente, o entesouramento poderia então ser descrito como o excesso da poupança sobre o investimento, , em que é o conceito de entesouramento relevante em “Saving and hoarding”. Se esta relação fosse verdadeira, o conceito de entesouramento seria similar ao de “Mr. Keynes’s theory...” [equação (3.1)], descontando-se, evidentemente, diferenças em relação ao conceito de poupança.

Entretanto, esta passagem sobre da relação entre entesouramento, poupança e investimento é contradita pelo próprio Robertson no parágrafo seguinte à citação acima. Robertson apresenta então uma situação em que haveria uma “injeção de moeda” na economia, simultaneamente à ocorrência de entesouramento, e na mesma extensão deste. Neste caso, segundo Robertson, a poupança seria igual ao investimento, *apesar da ocorrência de entesouramento*, porque este teria sido compensado pela injeção monetária. Portanto, o que de fato expressa a diferença entre poupança e investimento em “Saving and hoarding” é o entesouramento subtraído da variação da quantidade de moeda, ou seja,

⁷⁷ Para Seccareccia (2004, 286), com o conceito de “poupança” do *TM*, Keynes teria “ligeiramente” se desviado do conceito de poupança de Robertson, que Seccareccia identifica como sendo o conceito presente em “Saving and hoarding”. A rigor, entretanto, isto seria impróprio, pois o *TM* é anterior a “Saving and hoarding”. Mas Seccareccia parece crer que o conceito de “poupança” em “Saving and hoarding” já estivesse presente em *BPPL*, utilizando como evidência disto a definição de “dia” que aparece neste livro. Mas acreditamos que o conceito de renda disponível só tenha sido formulado em “Saving and hoarding”, apesar do conceito de “dia” estar presente em *BPPL* (ver nota 75). Parece então mais apropriado crer que o conceito de “poupança” Robertson é que tenha se desviado ligeiramente do conceito de “poupança” do *TM*.

(3.4).⁷⁸

Juntando-se (3.3) e (3.4), obtém-se

(3.4).

Nota-se que todas as equações a respeito de “Saving and hoarding” acima apresentadas possuem equações correspondentes em relação ao arcabouço do *TM*, em relação a “Mr. Keynes’s theory...”.⁷⁹ As diferenças conceituais básicas entre os dois trabalhos podem, portanto, ser resumidas em: (a) o conceito associado ao cálculo da poupança em “Mr. Keynes’s theory...” é o custo de produção no *TM*, [equações (2.1) e (2.1)], enquanto que em “Saving and hoarding” este conceito é a “renda disponível” ou renda do período pretérito, [equações (3.2) e (3.2)]; e (b) o equivalente à poupança subtraída do investimento em “Mr. Keynes’s theory...” seria o entesouramento [equação (3.1)], enquanto que em “Saving and hoarding” o equivalente seria o entesouramento menos a variação na quantidade de moeda [equação (3.4)].

A diferença conceitual em relação aos conceitos de renda em (a) indica um resultado diferente para a diferença entre a poupança e o investimento. No *TM*, a diferença entre poupança e investimento implicaria em uma variação do nível geral de preços em relação ao custo unitário de produção [equação (2.3)], enquanto que em “Saving and hoarding”, a diferença entre poupança e investimento significa uma variação do valor do produto [equação (3.3)].

A diferença entre as análises é atenuada por um pressuposto, assiduamente empregado na análise de Robertson, que considera constante a quantidade produzida, Este pressuposto está presente em *todos* os exemplos de “Saving and hoarding”.⁸⁰ A constância da quantidade produzida transforma a variação no valor do produto, no produto vezes a variação do nível geral de preços, . Deste modo, a diferença entre os arcabouços poupança-investimento do *TM* e de “Saving and hoarding” passa a se concentrar no parâmetro utilizado para avaliar a variação do nível geral de preços, que no *TM* é o custo unitário de produção ,

⁷⁸ Nota-se que esta equação é equivalente à equação dos fundos emprestáveis, , em que seria a ofertas de fundos e seria a demanda por fundos. Ver, por exemplo, Lerner (1938).

⁷⁹ As equações (3.2), (3.2), (3.3), (3.4) e (3.4) podem ser interpretadas como as correspondentes no arcabouço de Robertson das equações (2.1), (2.1), (2.3), (3.1) e (3.1), baseadas no arcabouço de Keynes no *TM*.

⁸⁰ O autor não indica claramente este pressuposto, mas utiliza, em seus exemplos, como o “produto em *todos* os dia” (“the output on *any* day”) (Robertson, 1931, 401, *itálicos* adicionados).

enquanto que em “Saving and hoarding” é o valor pretérito do nível geral de preços .⁸¹
Robertson parecia estar consciente desta diferença, tendo afirmado:

“Na minha definição, a poupança e o investimento não são necessariamente iguais, e é da diferença entre eles que depende o *movimento* do nível de preços (e não, como no esquema de Mr. Keynes, o *estado* do nível de preços em comparação a um estado normal)” (Robertson, 1933, 411).

Presumivelmente, o “estado normal” do nível geral de preços seria o custo unitário de produção.⁸²

Esta diferença conceitual entre Keynes e Robertson é responsável por alguns resultados diferentes nas análises dos autores. Por exemplo, a partir de uma situação de equilíbrio, se o preço se desviar de seu custo de produção no dia 1, e mantiver este desvio no dia 2, então, com os conceitos do *TM*, a poupança e o investimento teriam entrado em descompasso tanto no dia 1 quanto no dia 2, mas, nos conceitos de “Saving and hoarding”, não teria ocorrido esta diferença no dia 2, em que o preço se mantém no mesmo nível do período pretérito. Esta análise explica o equívoco de interpretação de Robertson acerca da “campanha de poupança” em “Mr. Keynes’s theory...”, comentado anteriormente. Neste caso Robertson não considerou estar havendo entesouramento no dia 2, porque o nível de preços não seria alterado, apesar de a poupança estar divergindo do investimento então. Colocando o problema de outro modo: as análises dos dois arcabouços somente são equivalentes no período de desequilíbrio subsequente a um período de equilíbrio, no qual o custo de produção equivale ao preço pretérito. Na campanha de poupança, esta situação ocorreria somente no dia 1.

A segunda diferença conceitual apontada em (b) acima considera a introdução da variação da moeda como um elemento adicional na relação entre poupança, investimento e entesouramento em (3.4). Esta diferença ganha relevância especial considerando-se os comentários de Keynes no “Rejoinder”, acerca da importância da manutenção dos depósitos totais (moeda total) para a referida relação entre poupança, investimento e variação dos depósitos inativos (o equivalente da ocorrência de entesouramento). Nota-se que, sendo o entesouramento de fato igual à variação dos depósitos inativos, , então (3.4) permite formular-se a

⁸¹ Percebe-se claramente como a modificação no conceito de “poupança” faz com que uma divergência entre a poupança e o investimento se transforme de uma variação do preço em relação ao custo unitário em uma variação em relação ao preço pretérito. Esta é a modificação de conceitos a que a nota 70 se refere.

⁸² Este argumento corresponde a uma transposição para o “nível geral de preços” de um argumento de Marshall, desenvolvido para uma mercadoria em particular (produzida com retornos constantes de escala): “o nível normal em torno do qual o preço de mercado flutua será este custo de produção (monetário)” (Marshall, 1890, V-III-29).

variação entre a poupança e o investimento como o oposto da variação da quantidade de depósitos ativos, . Isto corroboraria o item (i) na seção anterior. Mas (3.4) e (3.4) também estão em desacordo com a proposição acerca de uma relação direta entre a ocorrência do entesouramento e a variação do nível de preços, que, conforme vimos na seção 3.2, era a base do argumento inicial de Robertson na CBP. Para que este argumento seja válido, faz-se necessário agora supor-se .

Vamos agora seguir outra definição de entesouramento em “Saving and hoarding”:

“Diz-se que alguém está ‘entesourando’ se este alguém tomar atitudes para aumentar a proporção que encontra no início do período entre seus estoques bancários e sua renda disponível” (Robertson, 1933, 400, *itálicos adicionados*).

A rigor, esta não seria uma definição do conceito de “entesouramento”, mas uma regra para a constatação da ocorrência de entesouramento. Um conceito de “entesouramento”, como foi dito anteriormente, refere-se a uma quantidade monetária, que informa não só *quando* estaria ocorrendo entesouramento na economia, mas também, evidentemente, de *quanto* seria o valor deste entesouramento. Constatamos anteriormente (seção 3.3) que a ocorrência de entesouramento para Robertson seria equivalente à variação da disposição ou da propensão a entesourar. A passagem acima é, portanto, uma afirmação desta equivalência, pois indica que alguém esteja entesourando quando sua disposição a entesourar (a proporção entre estoques bancários no início do período e a renda disponível) se eleva. Esta proporção refere-se a no início do período (a proporção no início do período entre os estoques bancários e a renda disponível); ou ainda, refere-se a , simplesmente, que é o na fórmula da equação quantitativa da moeda de Cambridge, . Portanto, a passagem acima indica que um indivíduo estaria entesourando se houvesse aumento de seu .

Para chegar-se a uma conformidade entre essa acepção da ocorrência de entesouramento, e o conceito de entesouramento em (3.4), considere-se a equação quantitativa da moeda de Cambridge, com o produto constante :

(3.5).

Tomando-se a diferença desta equação e rearranjando-a, obtém-se:

Devemos agora retomar um pressuposto adotado por Robertson, o de que “no início de nossa investigação, o estoque de moeda muda de mãos uma vez em relação aos constituintes (“*constituents*”) da renda ou do produto real da comunidade” (Robertson, 1933, 399). Em outras

palavras, Robertson supõe que o valor inicial do produto seria igual à quantidade de moeda inicial, $\frac{M}{P} = Y$, o que, à luz de (3.5), significa que o $\frac{M}{P}$ inicial seria igual à unidade,

.⁸³ Aplicando-se este pressuposto à relação obtida anteriormente, tem-se

$$(3.5).$$

Comparando-se (3.5) com (3.4), sob a hipótese de produto constante, então é possível identificar o entesouramento com a seguinte expressão: $\frac{M}{P} = Y$.⁸⁴ Chegou-se então à

verificação da proposição, atribuída a Robertson, de que a ocorrência do entesouramento significaria uma modificação da disposição ou propensão a entesourar $\frac{M}{P}$.

Em “Saving and hoarding” (§6), Robertson também aplicou sua definição do conceito de entesouramento ligado à variação do coeficiente $\frac{M}{P}$ ao exemplo da “campanha de poupança”. Sobre esta situação, Robertson justifica a sua constatação da ocorrência de entesouramento em termos totalmente diversos dos de “Mr. Keynes’s theory...”, como se nota a seguir:

“Se os empresários dos bens de consumo não houvessem vendido ações enquanto o público permanecesse indisposto a deixar a poupança extra tomar a forma de entesouramento, o público teria que direcionar a quantidade extra de poupança à compra de novos instrumentos, aumentando a renda de alguns empresários [de bens de investimento] da mesma forma que houvesse diminuído a renda de outros [empresários de bens de consumo], fazendo com que o nível de preço do produto como um todo permanecesse o mesmo. É o entesouramento dos empresários dos bens de consumo que previne este resultado” (Robertson, 1933, 404).

Portanto, o entesouramento dos empresários de bens de consumo não se verificaria, como insinuou Keynes no “Rejoinder”, pelo nível de seus estoques monetários: seria necessário relacioná-lo à renda. Os empresários de bens de consumo, que recuperam seus estoques monetários com a venda de ações, nem por isso deixariam de estar sofrendo uma queda em suas rendas,⁸⁵ elevando, portanto, o valor de seus coeficientes $\frac{M}{P}$.⁸⁶

⁸³ Este pressuposto pode ser inferido na passagem: “a forma de nossa análise será bastante simplificada se identificarmos este ‘dia’ com o período durante o qual, no início de nossa investigação, o estoque de moeda muda de mãos uma vez em relação à troca final dos constituintes da renda ou produto real da comunidade” (Robertson, 1933, 399). Portanto, Robertson pressupõe que no “início da investigação”, ou seja, em $\frac{M}{P} = Y$, a quantidade de moeda seja igual ao valor do produto, $M = PY$. A equação quantitativa a moeda nos indica claramente que isto seria equivalente a supor-se $\frac{M}{P} = Y$. Este pressuposto também é utilizado em todos os exemplos, sendo referido por Robertson como “nossa hipótese simplificadora a respeito da duração do dia” (Robertson, 1933, 401).

⁸⁴ Caso não fosse adotado o pressuposto $\frac{M}{P} = Y$, seria necessário supor que $\frac{M}{P} = Y$, para obter-se uma expressão similar: $\frac{M}{P} = Y$.

⁸⁵ Esta situação é curiosa, pois sendo a renda negativa para os empresários de bens de consumo, então a manutenção do valor de $\frac{M}{P}$ implicaria em um estoque monetário negativo. Esta conclusão pouco intuitiva não aparece em Robertson, o que se deve a uma pequena “falha” do autor: a de considerar a “renda” como equivalente à receita, que sempre é positiva. Esta conotação pode ser percebida na p. 401, em que Robertson considera a “renda” como uma

4. Análises acerca da controvérsia

4.1. Introdução

Neste capítulo propõe-se uma análise da CBP, baseada na exposição do capítulo 3. A análise orienta-se com o objetivo de responder à questão: o debate teria sido teórico ou terminológico? Neste capítulo, pretende-se lançar as bases para uma resposta.

Na seção 4.2, são formuladas quatro questões a respeito da CBP, que parecem não terem sido completamente respondidas por Keynes e por Robertson durante o debate. O objetivo das seções seguintes é fornecer uma resposta a estas questões. A seção 4.3 considera o debate acerca do entesouramento entre os autores, e a relação entre poupança, investimento e o desequilíbrio do setor bancário. A seção 4.4 considera o tema dos “baldes em um poço” abordado por Keynes. Nesta seção, procurou-se desenvolver a importância das diferentes teorias de demandas por moeda dos dois autores no debate, e a relação deste tema com os demais.

4.2. Um debate terminológico ou teórico?

A CBP inscreve-se em um contexto teórico da tradição dos “ciclos de crédito”, na qual poupança e investimento são usados para explicar a mudança no nível de preços. Seriam consideradas equivalentes, portanto, as situações em que ocorrem:

- (I) uma mudança no nível geral de preços, ou
- (II) uma diferença entre poupança e investimento.

A aceitação da equivalência entre (I) e (II) está presente tanto em Keynes no *TM* [equação (2.3)] quanto em Robertson [equação (3.3)].⁸⁶ A CBP revela, entretanto, uma divergência dos autores a respeito da equivalência de (I) e (II) com uma terceira proposição, a saber:

contrapartida do “gasto”. A mudança de acepção de “renda” para “receita” não traz, entretanto, outras implicações relevantes.

⁸⁶ Este exemplo parece desmentir a visão de Bridel (1987), que considerou que a correção do “o lapso entre a poupança e o investimento” estaria relacionado ao “mecanismo de oferta-e-demanda (...) por trás da equação quantitativa ortodoxa” (Bridel, 1987, 136). Diferentemente, o exemplo mostra uma situação em que a oferta e a demanda por moeda estão em equilíbrio, ainda que haja diferença entre a poupança e o investimento.

⁸⁷ Novamente, nota-se que o *TM* desenvolve o elemento (I) como uma mudança dos preços em relação ao custo (e não necessariamente em relação ao preço pretérito), o que se torna coerente com a sua definição de poupança, utilizada em (II).

(*III*) uma variação da propensão a entesourar ou a ocorrência de entesouramento.

Como foi visto no Capítulo 3, é possível inferir que Robertson considerava que uma mudança no nível de preços, ou uma diferença entre poupança e investimento, somente poderia ocorrer mediante entesouramento ou variação da propensão a entesourar. Portanto, Robertson teria considerado uma equivalência entre (*I*), (*II*) e (*III*). Keynes, entretanto, teria negado esta equivalência.

Duas considerações são importantes a respeito de (*III*). Primeiramente, conforme se argumentou no Capítulo 3, a variação da propensão a entesourar e a ocorrência de entesouramento seriam duas situações equivalentes, presentes em (*III*), somente em relação aos conceitos de Robertson. Como nos conceitos de Keynes estas situações não são equivalentes, para refutar a equivalência entre (*I*), (*II*) e (*III*) utilizando seus conceitos, Keynes teve que fazer a duas argumentações distintas: uma em relação à propensão a entesourar, a outra em relação ao entesouramento. A segunda consideração refere-se à restrição para a defesa da equivalência entre (*I*), (*II*) e (*III*) por parte de Robertson, abordada na seção 3.4, às situações em que a quantidade total de moeda ou de depósitos fosse constante. Reformula-se (*III*), então, como:

(*III .A*) uma variação na propensão a entesourar, se a quantidade de moeda for constante.⁸⁸

(*III .B*) uma variação nos depósitos inativos, se a quantidade de moeda for constante; ou uma variação nos depósitos ativos em qualquer situação.

Conclui-se que a equivalência das proposições (*III .A*) e (*III .B*) com (*I*) e (*II*) constituem o núcleo da defesa de Robertson contra a análise de Keynes.

Adicionalmente, os textos selecionados para a CBP contêm duas outras questões relacionadas a este núcleo, que também merecem atenção. A primeira questão, suplementar à anterior, refere-se ao exemplo controverso da “campanha de poupança”, no qual Robertson e Keynes discordaram a respeito de ter havido ou não entesouramento. A segunda questão, por sua vez, remete à posição de Keynes no *TM*, sobre a independência entre o preço de bens de consumo e o preço de bens de investimento.

⁸⁸ Ver nota 84.

Feito este resumo dos principais argumentos da CBP, resta-nos analisá-los, em relação: ao modo como cada autor desenvolveu seu ponto de vista, à importância das questões debatida, e a como os diversos argumentos se relacionam entre si. Para facilitar a análise, formulam-se quatro questões acerca da CBP.

Primeiramente, vamos dar destaque ao debate em torno da ocorrência do “entesouramento”, expresso em (III) e em (III.B). Embora Robertson não tenha fornecido uma definição clara deste conceito em termos de “depósitos ativos” ou “inativos”, consideramos que o entesouramento para Robertson pode ser considerado equivalente a uma variação dos depósitos inativos. No caso de Keynes, entretanto, o conceito de “entesouramento” parece ter mudado de significado, entre o *TM* e o “Rejoinder”. Em relação ao primeiro, notamos uma ambigüidade do conceito, ora se referindo à variação dos depósitos bancários como um todo, ora referindo-se à variação dos depósitos inativos propriamente ditos. No “Rejoinder”, entretanto, Keynes parece ter optado definitivamente pela segunda definição, que seria a mesma utilizada por Robertson (ainda que na “campanha de poupança” tenha recorrido ao conceito anterior).

A partir destas considerações, pergunta-se preliminarmente: seria então lícito supor que não houvesse diferença terminológica entre os dois autores em relação ao conceito de “entesouramento”? Nossa resposta seria: não, pois a conformidade terminológica entre os conceitos de “entesouramento” de Keynes e de Robertson depende, ainda, da conformidade entre os conceitos de “depósitos inativos” dos dois autores. Portanto, uma primeira questão para a interpretação da CBP é:

(a) quais conceitos de “depósitos ativos e “depósitos inativos” estão sendo utilizados?

Vimos também, no Capítulo 3, que Keynes defende que a diferença entre a poupança e o investimento não necessariamente acarretaria variações dos depósitos ativos [item (i)]. Argumentamos que a visão de Keynes sobre o comportamento do sistema bancário pressupunha que os depósitos ativos e inativos seriam já seriam ofertados pelo sistema como tais. Este argumento foi mais claramente defendido por Keynes em resposta a Hayek, ao afirmar:

“Em minha opinião, a poupança e o investimento (do modo como os defino) podem entrar em descompasso sem que o sistema bancário deixe de agir com ‘neutralidade’ (...), meramente como resultado da mudança da taxa de poupança do público ou da mudança da taxa de investimento dos empresários” (Keynes. 1931b, 393, *italicos adicionados*).

No caso, a “neutralidade do sistema bancário” deve ser compreendida como uma manutenção da quantidade de depósitos ativos. Esta quantidade de depósitos ativos seria, portanto, uma decisão dos bancos, e não do público e dos empresários. Logo, segundo Keynes, estes três conceitos – poupança, investimento, depósitos ativos – não poderiam ter uma relação de determinação conjunta. A correção deste argumento depende, portanto, da resposta à seguinte pergunta:

(b) quem ou o quê decide a quantidade de “depósitos ativos”?

Outro ponto da CBP refere-se à relação entre o nível geral de preços e a propensão a entesourar, presente em (III .A). Em ambos os autores, o conceito de “propensão a entesourar” reflete uma teoria da demanda por moeda. Mas, para Keynes, o estoque de moeda seria avaliado em relação à alocação de riqueza, enquanto que, para Robertson e para a teoria quantitativa da moeda, o estoque de moeda se contraporía ao gasto com a produção. Portanto, é certo haver distintos significados dos conceitos de “propensão a entesourar” entre Keynes e Robertson, havendo o último utilizado este conceito em conexão com a teoria quantitativa da moeda.

O que pode causar certo estranhamento, entretanto, é o fato de que uso da “propensão a entesourar” no contexto da teoria quantitativa da moeda esteja claro em Robertson, enquanto a relação entre poupança, investimento e entesouramento esteja obscura. Parece-nos, então, importante questionar:

(c) qual a relação entre a teoria quantitativa da moeda e o arcabouço poupança-investimento?

Por fim, retrocedemos ao argumento inicial do *TM*, segundo o qual o preço dos bens de consumo e o preço dos bens de investimento se determinariam de modo independente. Isto implica em se considerar os determinantes destes “preços” como os determinantes do nível geral de preços, fazendo com que não haja uma causa direta associada ao nível de preços em geral. Como a teoria quantitativa da moeda parece ser incompatível com esta abordagem, pois promove justamente a associação entre o nível geral de preços e o valor da propensão a entesourar. Portanto, parece ser um motivo controverso a seguinte questão:

(d) quem ou o quê decide o nível geral de preços?

O objetivo das próximas seções é responder às quatro perguntas formuladas acima, com o fim de analisar a CBP. As duas primeiras questões, associadas ao “entesouramento” e aos

depósitos ativos, serão abordados na seção 4.3. As duas últimas questões, que focam no uso da propensão a entesourar no contexto da teoria quantitativa da moeda, são objeto da seção 4.4.

4.3. A questão do “entesouramento”

Nesta seção, procuraremos esclarecer questões obscuras da CBP acerca do conceito de “entesouramento”, assim como abordar a discordância entre Keynes e Robertson sobre a ocorrência ou não de entesouramento no exemplo da “campanha de poupança”. Iniciaremos com o tema da questão (a), a respeito da definição “depósitos ativos” e “depósitos inativos”. Embora em “Saving and hoarding” Robertson não faça uso dos conceitos “depósitos ativos” e “depósitos inativos” privilegiados por Keynes no “Rejoinder”, o conceito robertsoniano de “dia” é propício para uma distinção entre estes dois tipos de depósitos bancários. Distinguem-se as moedas ou depósitos bancários de uma economia em dois tipos: aqueles que realizam um “trabalho” (*job*) em um “dia”, e aqueles que não realizam um “trabalho” em um “dia”. O primeiro tipo de depósitos bancários pode ser considerado como o que até agora foi denominado “depósitos ativos”, e o segundo tipo de depósitos bancários (de moedas “ociosas”), como o que foi denominado “depósitos inativos”. Considere-se como a renda monetária de um dia. Sendo o “trabalho” de uma moeda referente a uma troca em relação aos “constituintes da renda ou do produto reais”, então, de acordo com estas definições, a quantidade de depósitos ativos em um dia equivale ao valor do produto de um dia, $\sum_{i=1}^n p_i x_i$. Tem-se então diretamente a partir de (3.3) que o excesso do investimento sobre a poupança equivale ao aumento do valor do produto, ou ao aumento da quantidade de depósitos ativos, $\sum_{i=1}^n p_i x_i - \sum_{i=1}^n p_i y_i$. Alternativamente, isto significa que o excesso da poupança sobre o investimento equivale à diminuição dos depósitos ativos, $\sum_{i=1}^n p_i y_i - \sum_{i=1}^n p_i x_i$. Isto equivale ao item (i) do capítulo anterior, rejeitado por Keynes, e que decorre diretamente dos conceitos de depósitos ativos associados ao conceito de “dia” de Robertson.

Nota-se, entretanto, que para que haja diferença entre um depósito ativo e um depósito inativo nestes termos, requer-se que o “trabalho” de uma moeda se refira a uma troca em relação ao *produto*. Portanto, supondo-se que o agente i compre um bem do agente j , o depósito envolvido na operação está contido em $\sum_{i=1}^n p_i x_i$. Mas se a transação envolver a compra de uma ação, então o depósito continuará sendo considerado inativo em relação ao produto, e estará contido em $\sum_{i=1}^n p_i y_i$. Portanto, em se tratando de compras e vendas de ações, um depósito pode mudar de mãos

diversas vezes em um mesmo “dia”. Da mesma forma, um depósito, tendo participado de compras e vendas de ações, pode também ser trocada em relação a um produto, sendo, neste caso, um depósito ativo.

A análise acima implicaria em uma relação constante entre a quantidade de depósitos ativos e valor do produto. Isto seria proveniente diretamente da definição de depósitos ativos como aqueles que estariam realizando um “trabalho” em um “dia”. Este conceito, que estamos considerando compatível com a análise de Robertson, embora o próprio autor não o tenha explicitado desta forma, não parece, entretanto, ser compartilhado por Keynes. Como vimos na seção anterior, Keynes chegou a cogitar no “Rejoinder” uma relação como esta [item (i)], mas negou-a declarando-a “concebível”, mas não “necessária”.

Estes conceitos de depósitos ativos e inativos podem ser utilizados para se avaliar o exemplo da “campanha de poupança” debatido por Keynes e por Robertson. No dia 2 deste exemplo, os empresários de bens de consumo auferem prejuízos, e compensam suas perdas de caixa com a venda de ações ao público por intermédio dos especuladores. Nesta situação, teria havido entesouramento segundo o conceito de Robertson.⁸⁹ Mas para Keynes, como os agentes da economia teriam finalizado o período com o mesmo volume de caixa com que começaram, então não teria havido entesouramento.

Nota-se que a moeda recebida em troca de ações não foi envolvida na compra de bens de consumo e de bens de investimento, sendo, portanto, um depósito inativo. Se não houvesse havido a “campanha de poupança”, os empresários estariam com a mesma quantidade de moeda, mas tendo recebido-as em troca da venda de produtos, o seu estoque de moeda seria composto por depósitos ativos. Esta interpretação seria coerente com a posição de Robertson, de que estaria ocorrendo entesouramento nesta situação em que a poupança excede o investimento.

Como foi visto anteriormente, neste exemplo da “campanha de poupança”, Keynes baseia sua defesa do “Rejoinder” fato de que não estaria ocorrendo entesouramento, porque os agentes terminam o período com a mesma quantidade de moeda ou de depósitos bancários com a qual começaram. Nesta oportunidade, Keynes não faz referência ao fato de que, neste artigo, o conceito de entesouramento esteja sendo considerado em relação aos depósitos inativos, e não em relação aos depósitos bancários em geral. A interpretação de Keynes, portanto, pode ser analisada

⁸⁹ Estamos considerando uma versão “corrigida” na análise de Robertson, conforme explicado na seção 3.4.

de dois modos distintos. No primeiro modo de análise, seria considerado que Keynes não utiliza o conceito de “trabalho” de Robertson para distinguir entre depósitos ativos e inativos. Portanto, as moedas utilizadas para a compra de ações, apesar de não estarem realizando nenhum “trabalho”, poderiam ainda ser consideradas depósitos ativos.

Outro modo de análise da posição de Keynes na “campanha de poupança” lhe atribuiria um “regresso” do conceito de entesouramento àquele defendido no *TM*, referente à variação dos depósitos bancários em geral. Esta acepção de entesouramento é a que está implícita na seguinte passagem do *TM*, conforme veremos a seguir:

“Quando um homem decide que proporção de sua renda poupar, ele está escolhendo entre o consumo presente e a posse de riqueza. Se ele decide em favor do consumo, ele deve necessariamente comprar bens – porque ele não pode consumir moeda. Mas se ele decide em favor da poupança, ainda há outra decisão a ser feita. Pois ele pode possuir riqueza ou na forma de moeda (ou do ativo líquido equivalente à moeda), ou em outras formas de empréstimo ou capital real. Esta segunda decisão pode ser convenientemente descrita como a escolha entre ‘entesouramento’ (*hoarding*) e ‘investimento’ (*investing*), ou, alternativamente, como a escolha entre ‘depósitos bancários’ (*bank deposits*) e ‘ações’ (*securities*)” (Keynes, 1930, 127).

Nesta passagem, Keynes menciona duas decisões: a decisão entre consumir e poupar, e a decisão entre “entesourar” ou “investir” (no sentido que Keynes quis dar aos termos então), sendo que a segunda decisão incide sobre o valor poupado resultante da primeira. Deve-se notar que “investir” significa compra de ações, o que possivelmente representa uma escolha pouco feliz do autor, pois o termo “investimento” possui também outra conotação tradicional, referente ao valor da variação do capital. O próprio Keynes admite que estes conceitos não seriam equivalentes, e elucida em uma nota de rodapé a nova acepção do termo.⁹⁰ Ademais, a possibilidade de a poupança ser alocada, como depósitos bancários ou como investimento no sentido de ações, exclui a possibilidade desta vir a se tornar diretamente investimento, em seu sentido tradicional. Esta passagem está pressupondo, portanto, que todo o investimento é financiado através de ações, ou seja, que fica excluída a possibilidade de financiamento de investimento através de caixa próprio das empresas.⁹¹

Mas embora, do ponto de vista individual, os dois sentidos de “investir” (compra de

⁹⁰ Nota-se, entretanto, que Keynes usa a palavra “*investing*” ao invés de “*investment*”. Acrescentamos que da mesma forma que poupança não equivale aos depósitos poupança, investimento também não equivale investimento financeiro.

⁹¹ Ficaria também excluída a possibilidade de contratação de financiamentos que não por meio da venda de ações, ou seja, fica excluída a possibilidade de empréstimos.

ações ou compra de equipamentos) seja distinto, no agregado os dois sentidos são equivalentes (se não houver variação da quantidade de depósitos bancário totais, ou seja, se as empresas não venderem ações aos bancos). Sendo todo o capital financiado através de ações, então a empresa somente pode emitir novas ações com o aumento de seu capital, ou seja, com o investimento. A compra e venda de ações antigas representam, portanto, ações que se anulam no agregado, sendo a variação total da quantidade de ações igual ao valor do investimento.

Feita esta consideração, a passagem de Keynes parece indicar que a poupança agregada pode ser alocada alternativamente em entesouramento (no sentido de Keynes) ou em investimento agregado, ou seja, $\Delta W = \Delta K$, em que ΔW é o entesouramento de Keynes no *TM*. A equação (3.1), de fato, considera que a poupança é igual ao entesouramento no conceito de Robertson em “Mr. Keynes’s theory...” somado ao investimento, $\Delta W = \Delta K + \Delta I$. Esta análise levaria, portanto, à conclusão de que Keynes e Robertson possuíam o mesmo conceito de entesouramento, $\Delta W = \Delta K$.

O erro desta interpretação da passagem acima é considerar que a decisão entre entesouramento e investimento, feita a partir da poupança, incidiria *somente* sobre a poupança. Pois na passagem Keynes utiliza a poupança para ilustrar uma situação em que houvesse aumento da “posse de riqueza”. O que Keynes estaria descrevendo seria a alocação da variação da riqueza, entre aumento de estoques monetário ou aumento de ações. No agregado, isto equivale a

$$\Delta W = \Delta K + \Delta I \quad (4.1),$$

em que ΔW é a variação total da riqueza na economia e ΔK é o conceito de entesouramento de Keynes.

Ademais, há duas fontes de riqueza na economia: a poupança e os lucros extraordinários.⁹² Portanto, $\Delta W = \Delta K + \Delta I + \Delta P$. Adicionando-se isto à explicação a respeito das ações, então a equação (4.1) transforma-se em

$$\Delta W = \Delta K + \Delta I + \Delta P \quad (4.1)$$

Evidentemente, (4.1) indica que a variação da riqueza é a variação do valor do capital, ou o investimento, $\Delta W = \Delta K + \Delta I$. Portanto, o entesouramento é nulo, $\Delta W = \Delta K$, tal como defendido por Keynes.⁹³

⁹² Os lucros extraordinários, ou simplesmente lucros (*profits*) no *TM*, correspondem ao valor produto subtraído de seu custo de produção, $\Delta P = \Delta Y - \Delta C$, ou simplesmente $\Delta P = \Delta Y - \Delta C$ (*TM*, 136).

A comparação entre (4.1) e a formulação “robertsoniana” permite uma compreensão da diferença entre os conceitos de entesouramento de Keynes e de Robertson. Para Keynes, é possível entesourar a partir da moeda auferida enquanto lucros extraordinários, enquanto que para Robertson somente seria possível entesourar a partir da poupança. Esta diferença remete diretamente à distinção entre depósitos ativos e depósitos inativos, pois a poupança representa uma quantia monetária que ainda não foi transacionada por bens de consumo ou por bens de investimento, e que, portanto, ainda é passível de ser considerada “ociosa”, ou seja, ainda pode se tornar um depósito inativo. A variação da riqueza, utilizada por Keynes, não tem esta característica, e os “lucros extraordinários” representam uma quantidade monetária que já estaria incorporada nos depósitos ativos, e que portanto não poderia ser entesourada no sentido de estamos atribuindo a Robertson. Desta análise, podemos deduzir que a diferença entre o conceito de entesouramento de Robertson e de Keynes deve-se, desta forma, à diferença quanto à distinção entre depósitos ativos e inativos.

Podemos nos voltar agora à questão (b) levantada acima, a respeito de quem ou o quê determina o entesouramento ou a quantidade de “moeda ativa”. Keynes é claro ao considerar que a quantidade de depósitos ativos seria decidida pelo sistema bancário. Desdobrando-se esta análise de Keynes, poderíamos dizer que os agentes econômicos não-financeiros que utilizam estes depósitos ativos determinariam somente a “velocidade” destes na economia.

No conceito de “depósitos ativos” desenvolvido para atrelar-se à análise de Robertson, o público não pode determinar a velocidade dos depósitos ativos, pois esta seria constante, mas não por causa do comportamento dos agentes econômicos em questão, mas devido à própria definição do conceito de “depósitos ativos”. Mas se o público não-bancário não pode determinar a *velocidade* dos depósitos ativos, a moeda ativa, ele pode, em contrapartida, determinar a *quantidade* destes depósitos ativos. Em outras palavras, a quantidade de moeda ativa seria um *resíduo* das decisões de poupança e de investimento, e não uma decisão do sistema bancário.

Do mesmo modo, dizer-se que a não variação dos depósitos ativos implica em um sistema bancário agindo com “neutralidade”, como Keynes expressou em resposta a Hayek, não significa necessariamente que o sistema bancário esteja “decidindo” a respeito da quantidade de

⁹³ Nota-se que supomos anteriormente que a quantidade de depósitos totais não variasse para que a emissão de ações fosse equivalente ao investimento. Retirando-se esta restrição, obter-se-ia para (4.1) a equação $\frac{dM}{dt} = \frac{dM}{dt} - \frac{dM}{dt}$, ou seja, $\frac{dM}{dt} = \frac{dM}{dt}$. Isto equivale a $\frac{dM}{dt} = \frac{dM}{dt}$, o que significa que o entesouramento no *TM* seria a variação dos depósitos totais, conforme vimos anteriormente.

depósitos ativos. A descrição da “ação” dos bancos não passa, neste caso, de um recurso retórico. Pois se os bancos possuíssem perfeito conhecimento a respeito das curvas de poupança e de investimento em relação à taxa de juros, além de possuírem a capacidade de determinar esta taxa de juros, poderiam, através desta determinação, induzir a poupança e o investimento na economia, e deste modo poderiam “agir” ou “não agir” com “neutralidade”. Mas nesta interpretação, o sistema bancário não decidiria diretamente a quantidade de depósitos ativos: ele somente decidiria o valor de uma variável relevante para a decisão dos agentes econômicos.

Mas que diferença faz para o público e para os empresários o modo como seu estoque de moeda se comporiam de acordo com esta classificação de depósitos ativos e inativos? Talvez a resposta seja: não faz nenhuma diferença para o público e para os empresários, mas faz diferença para o *sistema bancário*, que deve administrar suas necessidades de encaixes bancários. Por sua vez, estas necessidades de encaixes bancários podem ser compreendidas como uma relação entre o montante de reservas bancárias e o volume de transações monetárias na economia.

Para apresentar este argumento, admitiremos, como pressuposto simplificador, que as únicas transações monetárias que causam pressão sobre as reservas bancárias são as que envolvem criação de valor, ou seja, as que se realizam em relação a componentes do produto.⁹⁴ Portanto, do ponto de vista formal, o coeficiente de reservas pode ser expresso como

$$(4.2),$$

em que são as reservas bancárias.

Foi considerado anteriormente que a quantidade de depósitos ativos equivale ao produto de um dia, . Considerando-se que o público e os empresários somente têm interesse na posse de moeda que estão utilizando em atividades de transação, então os depósitos inativos são aqueles depositados no sistema bancário, compondo as reservas bancárias. Portanto, , e então . Feitas estas considerações, o conceito de coeficiente de reservas em (4.2), transforma-se em:

$$(4.2).$$

Havendo um nível ideal ou de equilíbrio da razão , representado por , então as reservas seriam excessivas se estiver acima do valor ideal , e as reservas seriam escassas se estiver abaixo do valor ideal ; No primeiro caso, o sistema bancário estaria perdendo

⁹⁴ Esta suposição é necessária para a que o denominador do coeficiente de reservas seja .

oportunidades de empréstimo, e, no segundo caso, estaria trabalhando com um risco excessivamente elevado.

A necessidade de recomposição das reservas bancárias também está presente na análise original de Wicksell (1934), pois é esta necessidade que motiva o sistema bancário a ajustar a taxa bancária de juros em direção ao valor da taxa natural de juros. O coeficiente de reservas ideal estaria associado à taxa natural de juros, enquanto o valor efetivo de seria determinado pela taxa efetiva ou bancária de juros. De acordo com (4.2), este coeficiente de reservas ideal estaria associado a uma quantidade de depósitos ativos ideal.

Portanto, uma discrepância entre a poupança e o investimento, na medida em que seja equivalente à variação dos depósitos ativos, implicaria em insatisfação do sistema bancário com o seu coeficiente de reservas. O sistema bancário então reagiria tentando ajustar a taxa de juros ao seu valor natural, ou seja, tentando promover a igualdade entre a poupança e o investimento.

Conclui-se, portanto, que os conceitos de depósitos ativos e inativos desenvolvidos acima são propícios para uma análise em que a discrepância entre a poupança e o investimento signifique uma situação de desequilíbrio bancário. Keynes, ao supor que a discrepância entre a poupança e o investimento não envolveria uma variação dos depósitos ativos, estaria evidentemente trabalhando com conceitos distintos. De modo algum sua análise implicaria, entretanto, em erro ou inadequação da acima proposta.

4.4. Os “baldes em um poço” e a demanda por moeda

Investigaremos agora o argumento dos “baldes em um poço” atribuído por Keynes a Robertson, segundo o qual, se não houvesse uma variação na propensão a entesourar ou entesouramento, e se moveriam em direções opostas. Keynes também defendeu no *TM* independência na determinação de em relação a , ao afirmar que “uma queda no preço dos bens de consumo (...) não *requer* qualquer mudança oposta no preço dos novos bens de investimento” (*TM*, 130-131, *itálico adicionado*).

Seria, então, o argumento dos “baldes em um poço” um corolário do argumento da dependência na determinação de e ? Uma apreciação cautelosa revela que tais argumentos não seriam, necessariamente, antagônicos. A independência entre e remete à discussão das suas “causas”, enquanto o equivalente dos “baldes em um poço” poderia estar descrevendo meramente o comportamento de e . Neste caso, o argumento dos “baldes em um poço”

seria equivalente a: se, e somente se, r e w estivessem se movendo (fortuitamente) em direções opostas, então seria verificada a não ocorrência de entesouramento.⁹⁵

Mas também seria possível argumentar que a dependência na determinação entre r e w significaria que estes se moveriam como “baldes em um poço”. Isto se justificaria se o nível geral de preços estivesse sendo determinado *a priori* pela propensão a entesourar (mantida constante). Nesta situação, dado r e estando w definido por r (e por uma quantidade de moeda e de produto constantes), então w será uma variável residual, *induzida* a se comportar como um “balde em um poço”.

Estas considerações nos remetem diretamente à questão (d) proposta acima, a respeito das forças que causam ou determinam o nível geral de preços. Há duas respostas para esta questão, para o caso da teoria de Robertson. Primeiramente, considera-se, tal como em (2.3), que o que determina o nível geral de preços seja a diferença entre a poupança e o investimento, sendo estas duas variáveis determinadas previamente (dado o valor taxa de juros). A poupança e o investimento são *duas* variáveis, que além de determinar o nível geral de preços, determinam também r e w , *separadamente* (dadas as quantidades produzidas de bens de consumo e de bens de investimento). Portanto, neste caso, haveria independência na determinação destes preços.

A segunda resposta para a determinação do nível de preços em Robertson refere-se à oferta e demanda por moeda, de acordo com a teoria quantitativa em (3.5). Neste caso, entretanto, o nível geral de preços seria determinado diretamente pela propensão a entesourar (mantidos constantes a quantidade de moeda e de produção). Estando w determinado *a priori*, seria impossível, portanto, garantir a independência entre r e w .

Nota-se, também, que nestas duas respostas à questão (d) o *status* teórico do entesouramento é distinto. No primeiro caso, o entesouramento pode ser visto como um *resíduo* das decisões dos agentes econômicos, relativos à poupança e ao investimento [equação (3.1)]. No segundo caso, entretanto, o entesouramento, ou melhor, a propensão a entesourar seria uma “causa” do nível geral de preços. De fato, em “Saving and hoarding” Robertson refere-se ostensivamente à propensão a entesourar como uma decisão dos indivíduos, com por exemplo ao

⁹⁵ Note-se também que Robertson não afirmou que os preços se comportariam como “baldes em um poço”: ele achava que, havendo uma mudança no preço dos bens de consumo, então o preço dos bens de investimento permaneceria constante, e ocorreria entesouramento. Robertson afirmou: “Nunca declarei que no curso de mudanças cíclicas os preços dos bens de consumo e dos bens de investimento provavelmente se moverão em direções opostas” (XIII, 271, carta de Robertson a Keynes, 4 de outubro de 1931).

dizer que “um homem está entesourando quando *toma atitudes* para aumentar a proporção []” (Robertson, 1933, 400, itálicos adicionados). Evidentemente, dada a vinculação entre a propensão a entesourar e o entesouramento propriamente dito, isto seria equivalente a dizer que os indivíduos “escolhem” o valor do entesouramento.

Vimos, portanto, que o mecanismo poupança-investimento e a teoria quantitativa da moeda não oferecem a mesma resposta em relação à causa do entesouramento e do nível geral de preços. Este ponto responde à questão (c) acima proposta da seguinte forma: *haveria uma incompatibilidade entre a teoria poupança-investimento a teoria quantitativa da moeda baseada no -Cambridge*. Aparentemente, Robertson defendeu a decisão autônoma sobre o nível de entesouramento, sem atender à preocupação de qual o tratamento teórico a ser dado à poupança e ao investimento.

A questão da incompatibilidade entre a teoria poupança-investimento com a teoria - *Cambridge* pode ainda ser constatada por dois modos: de ponto de vista puramente formal, ou por meio do exemplo da “campanha de poupança”. Do ponto de vista formal, combinando-se (3.5) e (4.2), e considerando-se que , então se tem

$$(4.3).^{96}$$

A equação (4.3) indica que uma variação na proporção-reserva deve estar acompanhada por uma variação em . Como foi visto anteriormente, na teoria poupança-investimento é uma variável em função da taxa bancária de juros, enquanto que na teoria quantitativa é uma variável exogenamente determinada. Portanto, uma modificação na taxa de juros afetaria e não afetaria , o que entra em conflito com (4.3). A questão não se resolve considerando-se dependente da taxa bancária de juros, pois enquanto pode ou não ser sensível à taxa bancária de juros, necessariamente o é. Isto significa que mesmo que seja em função da taxa de juros, ela não representa os mesmos fatores que afetam , e somente por fruto de mera coincidência a equivalência entre as duas proporções seria restabelecida. Vendo a questão sob outro ângulo, as teorias da poupança-investimento e a teoria da demanda são incompatíveis porque ambas são duas formas diferentes para determinar o valor do produto: a

⁹⁶ Nota-se que o que uma mudança de a partir de uma situação de equilíbrio () equivale ao desvio da razão em relação ao seu valor de equilíbrio, ou seja, . De fato, um aumento de ao mesmo tempo reduz e aumenta , criando uma dupla pressão para o aumento de . Como Robertson considerou em “Saving and hoarding” uma modificação de partindo-se de uma situação de equilíbrio como equivalente ao entesouramento, então o entesouramento refere-se a uma situação de desequilíbrio do coeficiente de reservas .

primeira através da relação [por meio de (2.3)], e a segunda através de [por meio de (3.5)].

É possível identificar-se a incompatibilidade entre as teorias também por meio da “campanha de poupança”. Na abordagem do exemplo em “Saving and hoarding”, Robertson descreve a situação em que, após uma queda no preço dos bens de consumo, os empresários do setor que sofreram uma redução de caixa e recuperam-no vendendo ações ao público. Neste caso, antes da recomposição de caixa, os empresários mantêm os seus w , e depois da recomposição, os empresários elevam os seus w (porque a recomposição de caixa foi feita frente a uma queda da renda). Esta alteração, entretanto, não parece “autônoma” ou *a priori*, mas é motivada pela necessidade de recompor o caixa da empresas. Mas se o comportamento das empresas for definido pelas suas necessidades de caixa de modo absoluto, e não pelas suas proporções w , então se está fora do domínio da teoria quantitativa. Robertson aventa ainda a possibilidade de que as empresas não queiram recompor o caixa, e público não queira reter o excesso de moeda advindo do aumento da poupança. Isto significaria que o w da economia estaria mantido. Mas então o público teria que “devotar a quantia extra poupada para a compra de novos bens instrumentais” (Robertson, 1933), quer dizer, para o investimento. Portanto, não estando o investimento determinado *a priori* pela taxa de juros, então neste caso se está fora do domínio da teoria poupança-investimento. Portanto, não é possível, sob os pressupostos adotados anteriormente, adotar simultaneamente uma teoria da demanda por moeda baseada no w -Cambridge e uma teoria poupança-investimento, em que estes são concebidos como variáveis autônomas.

Conclusão

Mas, afinal, a CBP teria sido teórica ou terminológica? A análise do capítulo 4 nos permite projetar uma resposta a esta questão. Antes, porém, vamos retomar de modo resumido os argumentos de Keynes e de Robertson na controvérsia.

O principal argumento de Robertson na CBP é: supondo-se que a quantidade de depósitos totais (ou quantidade de moeda) e o produto sejam constantes,⁹⁷ então a variação do nível geral de preços estaria direta e univocamente relacionada à “variação da propensão a entesourar”, ou à “ocorrência de entesouramento”. Nota-se que, para Robertson, uma “variação da propensão a entesourar” e uma “ocorrência de entesouramento” referem-se a situações equivalentes. Há, entretanto, uma possível diferença no uso desses termos. O termo “propensão a entesourar” para Robertson geralmente está relacionado ao *Cambridge*, o que evoca uma teoria de demanda por moeda. O termo “entesouramento”, por sua vez, parece ligar-se à diferença entre a poupança e o investimento, o que evoca uma teoria de cunho wickselliana.

Keynes interpretou este argumento de Robertson como sendo equivalente ao de que, se não houvesse variação na propensão a entesourar ou entesouramento, o preço dos bens de consumo e preço dos bens de investimento se moveriam como “baldes em um poço” (se o preço dos bens de consumo diminuísse, o preço dos bens de investimento aumentaria, por exemplo). Esta interpretação de Keynes, por sua vez, também pode ser interpretada de dois modos: um modo causal e um modo não-causal. No modo causal, Robertson estaria afirmando que a situação dos “baldes em um poço” justificaria uma *causa* para o preço dos bens de investimento (dado o preço dos bens de consumo), que dependeria do nível geral de preços determinado *a priori*. Não haveria, portanto, independência entre os preços setoriais (preço dos bens de consumo e o preço dos bens de investimento). Nesta interpretação, o argumento de Keynes seria justo com a primeira versão do argumento de Robertson acima, relacionada à demanda por moeda. Neste caso, uma “variação da propensão a entesourar”, além de concomitante à variação do nível geral de preços, seria também a *causa* desta variação. Como o nível geral de preço possuiria uma única causa, ele estaria determinado *a priori* dos preços setoriais, e faria com que estes se comportassem forçosamente como “baldes em um poço”.

Mas o argumento dos “baldes em um poço” também poderia ser interpretado de modo a

⁹⁷ Estes pressupostos serão mantidos adiante.

representar a concomitância, mas não a casualidade, de uma queda do preço dos bens de consumo, uma elevação do preço dos bens de investimento e a não ocorrência de variação na propensão a entesourar ou de entesouramento. De outro modo, os preços setoriais estariam sendo determinados independentemente um do outro; mas se, fortuitamente, fosse constatado um comportamento como o descrito pelos “baldes em um poço”, então também se constataria não ter havido variação da propensão a entesourar ou entesouramento. Esta interpretação de Keynes pode ser corroborada pela segunda versão do argumento de Robertson acima, que relaciona o entesouramento com a diferença entre a poupança e o investimento. Neste caso, a “ocorrência de entesouramento”, apesar de concomitante à variação do nível de preços, não seria a causa desta. Ao contrário, ambos estariam sujeitos a *duas* causas em comum: os valores das variáveis poupança e investimento. Estas duas causas, por sua vez, determinam os preços setoriais separadamente: dadas as quantidades produzidas de bens de consumo e de bens de investimento, a poupança seria a causa do preço dos bens de consumo, e o valor do investimento seria a causa do preço dos bens de investimento. Neste caso, o nível geral de preços, e o entesouramento, é que seria um resíduo das variações dos preços “setoriais”.

Paralelamente a essa “dualidade” do argumento de Robertson, apresentada acima, há também certa “dualidade” nas posições alternativas defendidas por Keynes. Primeiramente, ao modificar o pressuposto teórico acerca da demanda por moeda, Keynes ofereceu uma nova versão para a “propensão a entesourar”, relacionada ao nível de preço das ações, considerado equivalente ao nível de preço dos bens de investimento. O segundo modo de contraposição a Robertson refere-se à dissociação entre uma diferença entre a poupança e o investimento (responsáveis pela variação do nível de preços), e a “ocorrência de entesouramento”.

Em nossa análise da CBP, argumentamos que os dois modos de contraposição de Keynes não se implicam mutuamente. Ou seja, a nova teoria da demanda por moeda de Keynes não representa uma dissociação entre a poupança, investimento, entesouramento. Isto se deve ao fato de que Keynes questionou a relação entre uma variação do nível de preços e uma “variação da propensão a entesourar” na primeira contraposição, enquanto que na segunda questionou a relação entre esta variação do nível de preços e a “ocorrência de entesouramento”. De fato, como argumentamos anteriormente, uma “variação da propensão a entesourar” é equivalente à “ocorrência de entesouramento” – *mas somente para Robertson, e não para Keynes*. Portanto, a dissociação pretendida por Keynes entre variação do nível de preços, de um lado, e a “variação

da propensão a entesourar” e a “ocorrência de entesouramento”, de outro, são dois argumentos distintos.

Ademais, as duas versões para o argumento de Robertson – uma com a “propensão e entesourar” e a teoria da demanda por moeda, a outra com o “entesouramento” e a teoria poupança-investimento – são incompatíveis entre si. Esta incompatibilidade não fica clara nos argumentos do autor, devido ao uso ambíguo do conceito de “entesouramento”: ora determinando o nível geral de preços (principalmente quando associado ao conceito de “propensão a entesourar”), e ora se referindo a um resíduo das decisões determinantes do nível geral de preços.

Podemos concluir com a pergunta: a CBP foi teórica ou terminológica? Nossa resposta seria: a CBP foi tanto teórica quanto terminológica, dependendo de qual argumento de Keynes e Robertson se considera. Em relação à teoria quantitativa da moeda, a controvérsia revela uma diferença teórica. Mas em relação à poupança, investimento e entesouramento, a CBP baseou-se em aspectos meramente terminológicos.

Bibliografia

- AMADEO, E. J. (1989) *Keynes's Principle of Effective Demand*. Edward Elgar.
- BIBOW, J. (1995) Some reflections on Keynes's 'finance motive' for the demand for money. *Cambridge Journal of Economics*, 19, 647-666.
- BIBOW, J. (2000) The loanable funds fallacy in retrospect. *History of Political Economy*, 32:4, 789-831.
- BIBOW, J. (2001) The loanable funds fallacy: exercises in the analysis of disequilibrium. *Cambridge Journal of Economics*, 25, 591-616.
- BIGG, R. J. (1990) *Cambridge and the Monetary Theory of Production – The Collapse of Marshallian Macroeconomics*. Macmillan.
- BLAUG, M. (1962) *Economic Theory in retrospect*. Cambridge University Press.
- BLAUG, M. (1991) Second thoughts on the Keynesian revolution. *History of Political Economy*, 23:2, 171-192.
- BOIANOVSKY, M.; PRESLEY, J. R. (2009) The Robertson connection between the natural rates of interest and unemployment. *Structural Change and Economic Dynamics*, 20, 136-150.
- BRIDEL, P. (1987) *Cambridge monetary thought: The development of saving-investment analysis from Marshall to Keynes*. MacMillan Press.
- CESARANO, F. (1983) On the role of the history of economic analysis. *History of Political Economy*, 15:1, 63-82.
- DIMAND, R. W. (1986) The macroeconomics of the *Treatise on money*. *Eastern Economic Journal*, 12:4, 431-441.
- DIMAND, R. W. (1988) *The origins of the Keynesian revolution*. Stanford University Press.
- FLETCHER, G. A. (1987, 1989) *The Keynesian revolution and its critics*. MacMillan, second edition.
- FLETCHER, G. A. (2000) *Understanding Dennis Robertson: The man and his work*. Cheltenham, Edward Elgar.
- GAYNOR, W. B. (1992) The transformation of the natural rate of interest into *The general theory's* state of long-term expectations. *Cambridge Journal of Economics*, 16, 55-68.

- GIOVANNETTI, G. (1984) The role of the rate of interest: From Wicksell to Keynes's *Treatise on money*. *Economic Notes*, 1:1, 66-85.
- HAYEK, F. A. (1931a) Reflections of the pure theory of money of Mr. J. M. Keynes. *Economica*, 33, 270-295.
- HAYEK, F. A. (1931b) A rejoinder to Mr. Keynes. *Economica*, 34, 398-403.
- HAYEK, F. A. (1932) Reflections of the pure theory of money of Mr. J. M. Keynes (continued). *Economica*, 35, 22-44.
- JOHNSON, H. G. (1951-2) Some Cambridge controversies in monetary theory. *Review of Economic Studies*, 19:2, 90-104.
- KEYNES, J. M. (1930. 1973) *A treatise on money: I The pure theory of money.. The collected writings of John Maynard Keynes*, v. V. MacMillan.
- KEYNES, J. M. (1931a) [Mr. Keynes' theory of money]: A Rejoinder. *The Economic Journal*, 41:163, 412-423.
- KEYNES, J. M. (1931b) The pure theory of money: A reply to Dr. Hayek. *Economica*, 34, 387-397.
- KEYNES, J. M. (1936, 1973) *The general theory on money, interest and employment. The collected writings of John Maynard Keynes*, v. VII. MacMillan.
- KEYNES, J. M. (1937) Alternative theories of the rate of interest. *Economic Journal*, 47:186, 241-252.
- KEYNES, J. M. (1973) *The general and after: Part I Preparation. The collected writings of John Maynard Keynes*, v. XIII. MacMillan.
- KUHN, T. S. (1962, 2001) *A estrutura das revoluções científicas*. Editora Perspectiva.
- LAKATOS, I. (1978, 1986) *The methodology of scientific research programmes*. Cambridge University Press.
- LEIJONHUFVUD, A. (1981) The Wicksell connection: Variations on a theme. In LEIJONHUFVUD, A. *Information and Coordination*. Oxford University Press.
- LEIJONHUFVUD, A. (1987) Natural rate and market rate. In: EATWELL, J.; MILGATE, M.; NEWMAN, P. (orgs). *New Palgrave – A Dictionary of Economics*, 608-610.
- MARCUZZO, M. C. (2002) The demise of the Quantity Theory of Money. *History of Economic Ideas*, 10:1, 49-62.

- LERNER, A. P. (1938) Alternative formulations of the theory of interest. *The Economic Journal*, 48:190, 211-230.
- MARCUZZO, M. C., ROSELLI, A. (eds.) (2005) *Economists in Cambridge: A study through their correspondence, 1907-1946*. Routledge.
- MARSHALL, A. (1890, 1961) *Principles of economics*. Macmillan& Co.
- MILLMOW, A. J. (1992) The evolution of J. M. Keynes' wage and employment theory, 1920-1946. *History of Economic Review*, 17, 47-78. Reimpresso em: WOOD, J. C. (ed.) *John Maynard Keynes, Critical assessments, Second series*, v. VIII, 497-534.
- MIZEN, P.; PRESLEY, J. R. (1995) Robertson and persistent negative reactions to Keynes's *General Theory*: Some new evidence. *History of Political Economy*, 27:4, 639-651.
- MOGGRIDGE, D. E. (1973a) From the *Treatise* to *The general theory*: An exercise in chronology. *History of Political Economy*, 5, 72-88.
- MOGGRIDGE, D. E. (1973b) *The collected writings of John Maynard Keynes v. XIII*. MacMillan.
- PRESLEY, J. R. (1978) *Robertsonian Economics*. Macmillan Press.
- ROBERTSON, D. H. (1922) *Money: The Cambridge Economic Handbooks*. Bisbet and Co.
- ROBERTSON, D. H. (1926, 1949) *Banking policy and the price level*. Augustus M. Kelley Publishers.
- ROBERTSON, D. H. (1931) Mr. Keynes' theory of money. *The Economic Journal*, 41:163, 395-411.
- ROBERTSON, D. H. (1933) Saving and hoarding. *The Economic Journal*, 43:171, 399-413.
- ROBERTSON, D. H. (1934) Industrial fluctuation and the natural rate of interest. *The Economic Journal*, 44:176, 650-6.
- ROBINSON, J. (1933) The theory of money and the analysis of output. *The Review of Economic Studies*, 1:1, 22-6.
- SANFILIPPO, E. (2005) Keynes's valuable opponent and collaborator: The correspondence between Keynes and Robertson. In: MARCUZZO, M. C.; ROSELLI, A. (eds.) *Economists in Cambridge*. Routledge.
- SECCARECCIA, M. (2004) Aspects of a new conceptual integration of Keynes's *Treatise on Money* and the *General Theory*: Logical time units and macroeconomic price formation.

- In: ARENA, R.; SALVADORI, N. (eds.) *Money, credit and the role of the state*. Ashgate, 285-310.
- WICKSELL, K. (1901, 1934). *Lectures on Political Economy, v. I e II*. George Routledge and Sons. Traduzido para o português: *Lições de Economia Política v. I e II*, Nova Cultural.
- ZOUACHE, A. (2003) Le problem de la coordination dans la controverse Hayek-Keynes. *Recherches Économiques de Louvain/Louvain Economic Review*, 69:4, 459-80.