

JOHN MAYNARD KEYNES

A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda

Tradução de **Mário R. da Cruz**

Revisão técnica de **Cláudio Roberto Contador**

Inflação e Deflação

Tradução de **Rolf Kuntz**

Apresentação de **Adroaldo Moura da Silva**



1983

EDITOR: **VICTOR CIVITA**

FELIZ - C. S. SIN

UNIDADE

BIBLIOTECA

3.11, 12, 13, 22
5

A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*

Tradução de Mário R. da Cruz

Revisão técnica de Cláudio Roberto Contador

* Traduzido de *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Londres, The Macmillan Press, 1973. Reimpressão de 1978. (N. do E.)

O Estado da Expectativa a Longo Prazo

I

Vimos, no capítulo anterior, que o volume de investimento depende da relação entre a taxa de juros e a curva da eficiência marginal do capital correspondente aos diferentes volumes de investimento corrente, ao passo que a eficiência marginal do capital depende da relação entre o preço de oferta de um ativo de capital e a sua renda esperada. No presente capítulo examinaremos, mais detalhadamente, alguns dos fatores que determinam a renda esperada de um ativo.

As considerações sobre as quais se baseiam as expectativas de rendas esperadas são, em parte, fatos existentes que se pode supor sejam conhecidos mais ou menos com certeza e, em parte, eventos futuros que podem ser previstos com um maior ou menor grau de confiança. Entre os primeiros, destaca-se o volume existente dos vários tipos de bens de capital e os ativos de capital em geral, bem como a intensidade da procura atual dos consumidores no tocante a artigos que requerem, para que sua produção seja eficiente, uma assistência maior de capital. Entre os segundos, figuram as mudanças do tipo e da quantidade do estoque dos bens de capital e as preferências dos consumidores, a intensidade da procura efetiva nos diversos períodos da vida do investimento considerado e, por fim, as variações da taxa de salário em termos nominais que podem ocorrer durante o respectivo período. Podemos resumir o estado da expectativa psicológica resultante dos segundos fatores na expressão *estado da expectativa a longo prazo*, salientando-se que deve ser feita a distinção da expectativa a curto prazo, com base na qual os produtores fazem a estimativa do que poderão obter pelo produto acabado, no caso de decidirem iniciar sua produção hoje, com as instalações existentes e que examinamos no capítulo 5.

II

Seria insensato, na formação de nossas expectativas, atribuir grande importância a tópicos que para nós são muito incertos.¹ É, portanto, razoável que nos deixe-

¹ Quando utilizo "muito incertos" não quero dizer a mesma coisa que "muito improváveis". Cf. minha obra *Treatise on Probability* [JMK, v. VIII]. Cap. 6, "The Weight of Arguments".

mos guiar, em grande parte, pelos fatos que merecem nossa confiança, mesmo se sua relevância for menos decisiva para os resultados esperados do que outros fatos a respeito dos quais o nosso conhecimento é vago e limitado. Por essa razão, os fatos atuais desempenham um papel que, em certo sentido, podemos julgar desproporcional na formação de nossas expectativas a longo prazo sendo que o nosso método habitual consiste em considerar a situação atual e depois projetá-la no futuro, modificando-a apenas à medida que tenhamos razões mais ou menos definidas para esperarmos uma mudança.

O estado da expectativa a longo prazo, que serve de base para as nossas decisões, não depende, portanto, exclusivamente do prognóstico mais provável que possamos formular. Depende, também, da *confiança* com a qual fazemos este prognóstico — à medida que ponderamos a probabilidade de o nosso melhor prognóstico revelar-se inteiramente falso. Se esperarmos grandes mudanças, mas não tivermos certeza quanto à forma precisa com que tais mudanças possam ocorrer, nosso grau de confiança será, então, fraco.

O *estado de confiança*, que é o termo comumente empregado, constitui uma matéria à qual os homens práticos dedicam a mais cuidadosa e desvelada atenção. Todavia, os economistas não analisaram esta matéria com o devido cuidado e se limitaram, no mais das vezes, a discuti-la em termos gerais. Em particular, não se demonstrou com clareza que sua relevância relativamente aos problemas econômicos decorre da considerável influência que exerce sobre a curva da eficiência marginal do capital. Não se trata de dois fatores distintos exercendo influência sobre o fluxo de investimento, ou seja, a escala de eficiência marginal do capital e o estado de confiança. O estado de confiança é relevante pelo fato de ser um dos principais fatores que determinam essa escala, a qual é idêntica à curva da demanda de investimento.

Entretanto, não há muito para se falar, *a priori*, a respeito do estado de confiança. Nossas conclusões devem fundamentar-se, principalmente, na observação prática dos mercados e da psicologia dos negócios. Esta é a razão pela qual a digressão que se segue está colocada em um nível diferente de abstração relativamente à maior parte do presente livro.

Para simplificar a exposição, na discussão que se segue sobre o estado de confiança suporemos que não há nenhuma variação da taxa de juros; discorreremos, nas seções seguintes, como se as variações dos valores de investimento fossem provenientes, exclusivamente, de mudanças nas expectativas de suas rendas esperadas e jamais das variações da taxa de juros sobre cuja base estas rendas prováveis são capitalizadas. É, entretanto, fácil sobrepor o efeito das variações da taxa de juros ao efeito das variações do estado de confiança.

III

O fato de maior importância é a extrema precariedade da base do conhecimento sobre o qual temos que fazer os nossos cálculos das rendas esperadas. O nosso conhecimento dos fatores que regularão a renda de um investimento alguns anos mais tarde é, em geral, muito limitado e, com freqüência, desprezível. Se falarmos com franqueza, temos de admitir que as bases do nosso conhecimento para calcular a renda provável dentro de dez anos de uma estrada de ferro, uma mina de cobre, uma fábrica de tecidos, a aceitação de um produto farmacêutico, um navio transatlântico ou um imóvel no centro comercial de Londres pouco significam e, às vezes, a nada levam. De fato, aqueles que tentam, com seriedade, fazer um

cálculo desta natureza constituem uma pequena minoria, cuja conduta não chega a influenciar o mercado.

Em outros tempos, quando as empresas pertenciam, quase todas, aos que as tinham fundado ou aos seus amigos e sócios, o investimento dependia da existência de um número suficiente de indivíduos de temperamento entusiástico e de impulsos construtivos que empreendessem negócios como uma maneira de viver, sem realmente tomar como base os cálculos precisos de lucros prováveis. Os negócios eram, em parte, uma loteria, embora o resultado final fosse, predominantemente, determinado pelo fato de serem as aptidões e o temperamento dos dirigentes superiores ou inferiores à média. Uns fracassariam, outros seriam bem-sucedidos. Mas, mesmo após o acontecimento, ninguém ficava sabendo se a média dos resultados, em relação às somas investidas, era superior, igual ou inferior à taxa de juros prevalecente; contudo se excluirmos a exploração dos recursos naturais e a dos monopólios, é provável que a média efetiva dos resultados dos investimentos, mesmo em períodos de progresso e prosperidade, tenha frustrado as esperanças que inspiraram tal acontecimento. Os homens de negócio fazem um jogo que é uma mescla de habilidade e de sorte, cujos resultados médios são desconhecidos pelos jogadores que dele participam. Se a natureza humana não sentisse a tentação de arriscar a sorte, nem de sentir a satisfação (excluindo-se o lucro) de construir uma fábrica, uma estrada de ferro, de explorar uma mina ou uma fazenda, provavelmente não haveria muitos investimentos como mero resultado de cálculos frios.

Todavia, as decisões de investir em negócios privados do tipo antigo eram, em grande parte, irrevogáveis não só para a comunidade em geral, como também para os indivíduos. Com a separação entre a propriedade e a gestão que prevalece atualmente e com o desenvolvimento de mercados financeiros organizados, surgiu um novo fator de grande importância que, às vezes, facilita o investimento, mas que, às vezes, contribui sobremaneira para agravar a instabilidade do sistema. Na ausência de bolsas de valores não há motivo para se procurar, com freqüência, reavaliar os investimentos que fazemos. Mas a bolsa de valores reavalia, todos os dias, os investimentos e estas reavaliações proporcionam a oportunidade freqüente a cada indivíduo (embora isto não ocorra para a comunidade como um todo) de rever suas aplicações. É como se um agricultor, tendo examinado seu barômetro após o café da manhã, pudesse decidir retirar seu capital da atividade agrícola entre as dez e as onze da manhã, para reconsiderar se deveria investi-lo mais tarde, durante a semana. Todavia, as reavaliações diárias da bolsa de valores, embora se destinem, principalmente, a facilitar a transferência de investimentos já realizados entre indivíduos, exercem, inevitavelmente, uma influência decisiva sobre o montante do investimento corrente. Isso porque não há nenhum sentido em se criar uma empresa nova a um custo maior quando se pode adquirir uma empresa similar existente por um preço menor, ao passo que há uma indução para se aplicarem recursos em um novo projeto que possa parecer exigir uma soma exorbitante, desde que esse empreendimento possa ser liquidado na bolsa de valores com um lucro imediato.² Destarte, certas categorias de investimento são reguladas pela expectativa mé-

² Em minha obra *Treatise on Money* (v. II, p. 195) [JMK, v. VI, p. 174], observei que, quando as ações de uma empresa são cotadas muito alto, de modo que essa mesma empresa possa aumentar seu capital emitindo novas ações em condições favoráveis, os resultados daí decorrentes são os mesmos que se ela conseguisse obter empréstimos a uma taxa reduzida de juros. Agora, eu descreveria este fato dizendo que uma cotação alta para as ações existentes supõe um aumento na eficiência marginal do tipo correspondente de capital e, portanto, tem o mesmo efeito que uma diminuição na taxa de juros (uma vez que o investimento depende de uma comparação entre a eficiência marginal do capital e a taxa de juros).

dia dos que negociam na bolsa de valores, tal como se manifesta no preço das ações, em vez de expectativas genuínas do empresário profissional.³ Como se realizam, então, na prática, estas reavaliações dos investimentos existentes que ocorrem todos os dias, mesmo todas as horas, e que são de suma importância?

IV

Na prática, concordamos, geralmente, em recorrer a um método que é, na verdade, uma *convenção*. A essência desta convenção — embora ela nem sempre funcione de uma forma tão simples — reside em se supor que a situação existente dos negócios continuará por tempo indefinido, a não ser que tenhamos razões concretas para esperar uma mudança. Isto não quer dizer que, na realidade, acreditemos na duração indefinida do estado atual dos negócios. A vasta experiência ensina que tal hipótese é muito improvável. Os resultados reais de um investimento, no decorrer de vários anos, raras vezes coincidem com as previsões originais. Também não podemos racionalizar a nossa atitude argumentando que para um homem em estado de ignorância os erros em qualquer sentido são igualmente prováveis e que, portanto, subsiste uma esperança estatística baseada em probabilidades iguais. Isso porque podemos facilmente demonstrar que a hipótese de probabilidades aritmeticamente iguais, baseada em um estado de ignorância, conduz a absurdos. Efetivamente, estamos supondo que a avaliação do mercado existente, seja qual for a maneira que ela se chegou, é singularmente *correta* em relação ao nosso conhecimento atual dos fatos que influirão sobre a renda do investimento, e só mudará na proporção em que variar o dito conhecimento, embora no plano filosófico essa avaliação não possa ser univocamente correta, uma vez que o nosso conhecimento atual não nos fornece as bases suficientes para uma esperança matematicamente calculada. De fato, nas avaliações do mercado intervêm toda a espécie de considerações que são de modo algum relevantes para a renda esperada.

Entretanto, o método convencional de cálculo acima indicado será compatível com um considerável grau de continuidade e estabilidade em nossos negócios, *enquanto pudermos confiar na continuação do raciocínio*.

Se existem mercados organizados de investimento e desde que possamos confiar na continuação do argumento o investidor pode, legitimamente, encorajar-se com a idéia de que não corre outro risco senão aquele de uma variação efetiva nas condições do *futuro imediato*, sobre cuja probabilidade pode tentar formar uma opinião pessoal e que não é provável seja cotada em alto nível. Na suposição de que o raciocínio subsista, estas mudanças são as únicas que podem afetar o valor do seu investimento e ele não terá de perder o sono pelo simples fato de não ter nenhuma idéia do valor que o seu investimento terá dez anos mais tarde. Desse modo, o investimento torna-se razoavelmente “seguro” para o investidor individual em períodos curtos e, por conseqüência, para uma sucessão de tais períodos, por mais numerosos que sejam, desde que ele possa razoavelmente confiar na validade do raciocínio e, portanto, tenha a oportunidade de rever suas decisões e modificar o investimento antes que haja tempo suficiente para que ocorram grandes alterações. Assim, os investimentos que são “fixos” para a comunidade tornam-se “líquidos” para o indivíduo.

³ Isto não se aplica, naturalmente, ao tipo de empresas que não podem ser facilmente cotadas na bolsa de valores e para as quais tampouco existam instrumentos de negociação próximos a esses papéis que estamos discutindo. As categorias que se enquadram nessas exceções eram anteriormente numerosas. Todavia, sua importância relativamente ao valor total do novo investimento está diminuindo rapidamente.

Estou certo de que os nossos principais mercados de investimento se desenvolveram baseados em procedimentos parecidos. Todavia, não é de se surpreender que um argumento, em certos aspectos tão arbitrário, apresente seus pontos fracos. É a sua precariedade que cria uma parte considerável do problema contemporâneo de obtenção de um volume suficiente de investimentos.

V

Podem ser mencionados, brevemente, alguns dos fatores que agravam essa precariedade.

(1) Como resultado do aumento gradual da proporção que representam no investimento agregado de capital da comunidade as ações possuídas por pessoas que não dirigem nem têm conhecimento especial das circunstâncias, reais ou esperadas, dos negócios em questão, há uma séria redução do elemento de real conhecimento na avaliação desses investimentos feita pelos que os possuem ou pelos que tencionam adquiri-los.

(2) As flutuações de curto prazo dos lucros nos investimentos existentes, embora sejam manifestamente efêmeras e desprovidas de significação, tendem a exercer sobre o mercado uma influência excessiva e mesmo absurda. Diz-se, por exemplo, que as ações das empresas norte-americanas que fabricam gelo podem ser vendidas a um preço mais elevado no verão, quando os seus lucros são, sazonalmente, elevados, do que no inverno, quando ninguém quer gelo. A ocorrência de feriados bancários mais prolongados pode aumentar o valor de mercado do sistema ferroviário britânico em vários milhões de libras.

(3) Uma avaliação convencional, fruto da psicologia de massa de grande número de indivíduos ignorantes, está sujeita a modificações violentas em consequência de repentinas mudanças na opinião suscitada por certos fatores que na realidade pouco significam para a renda provável, já que essa avaliação carece de raízes profundas que permitam sua sustentação. Em períodos anormais em particular, quando a hipótese de uma continuação indefinida do estado atual dos negócios é menos plausível do que usualmente, mesmo que não existam motivos concretos para prever determinada mudança, o mercado estará sujeito a ondas de sentimentos otimistas ou pessimistas, que são pouco razoáveis e ainda assim legítimos na ausência de uma base sólida para cálculos satisfatórios.

(4) Há, porém, uma característica especial que merece a nossa atenção. Talvez se tenha suposto que a concorrência entre os profissionais competentes, dotados de julgamento mais seguro e de conhecimentos mais amplos do que o investidor privado médio, corrigiria os devaneios do indivíduo ignorante e à mercê de sua própria iniciativa. Sucede, porém, que as energias e as habilidades do investidor profissional e do especulador estão principalmente aplicadas de outra maneira. Com efeito, a maioria deles dedica-se não a fazer previsões abalizadas a longo prazo sobre a renda provável de um investimento por toda sua vida, mas em prever mudanças de curto prazo com certa antecendência em relação ao público em geral. Não se preocupam com o que realmente significa um valor de investimento para o indivíduo que o comprou "para guardar", mas com o valor que lhe atribuirá o mercado dentro de três meses ou um ano sob a influência da psicologia de massas. Ademais, esta conduta não é o resultado de uma propensão mal direcionada, mas

a conseqüência inevitável de um mercado financeiro organizado segundo as normas descritas. Na verdade, seria insensato pagar 25 por um investimento cuja renda esperada, supõe-se, justifica um valor de 30 se, por outro lado, se acredita que o mercado o avaliará em 20, três meses depois.

Dessa maneira, o investidor profissional sente-se forçado a estar alerta para antecipar essas variações iminentes nas notícias ou na atmosfera que, como demonstra a experiência, são as que exercem maior influência sobre a psicologia coletiva do mercado. Este é o resultado inevitável dos mercados financeiros organizados em torno da chamada "liquidez". Entre as máximas da finança ortodoxa, seguramente nenhuma é mais anti-social que o fetiche da liquidez, a doutrina que diz ser uma das virtudes positivas das instituições investidoras concentrar seus recursos na posse de valores "líquidos". Ela ignora que não existe algo como a liquidez do investimento para a comunidade como um todo. A finalidade social do investimento bem orientado deveria ser domínio das forças obscuras do tempo e da ignorância que rodeiam o nosso futuro. O objetivo real e secreto dos investimentos mais habilmente efetuados em nossos dias é "sair disparado na frente" como se diz coloquialmente, estimular a multidão e transferir adiante a moeda falsa ou em depreciação.

Esta luta de esperteza para prever com alguns meses de antecedência as bases da avaliação convencional, muito mais do que a renda provável de um investimento durante anos, nem sequer exige que haja idiotas no público para encher a pança dos profissionais: a partida pode ser jogada entre estes mesmos. Também não é necessário que alguns continuem acreditando, ingenuamente, que a base convencional de avaliação tenha qualquer validade real a longo prazo. Trata-se, por assim dizer, de brincadeiras como o jogo do anel, a cabra-cega, as cadeiras musicais. É preciso passar o anel ao vizinho antes de o jogo acabar, agarrar o outro para ser por este substituído, encontrar uma cadeira vaga antes que a música pare. Estes passatempos podem constituir agradáveis distrações e despertar muito entusiasmo, embora todos os participantes saibam que é a cabra-cega que está dando voltas a esmo ou que, quando a música pára, alguém ficará sem assento.

Para variar um pouco de metáfora, o investimento por parte de profissionais pode ser comparado aos concursos organizados pelos jornais, onde os participantes têm de escolher os seis rostos mais belos entre uma centena de fotografias, ganhando o prêmio o competidor cuja seleção corresponda, mais aproximadamente, à média das preferências dos competidores em conjunto; assim, cada concorrente deverá escolher não os rostos que ele próprio considere mais bonitos, mas os que lhe parecem mais próprios a reunir as preferências dos outros concorrentes, os quais encaram o problema do mesmo ponto de vista. Não se trata de escolher os rostos que, no entender de cada um, são realmente os mais lindos, nem mesmo aqueles que a opinião geral considere realmente como tais. Alcançamos o terceiro grau, no qual empregamos a nossa inteligência em antecipar o que a opinião geral espera que seja a opinião geral. E há pessoas, segundo creio, que vão até o quarto e o quinto grau, ou mais longe ainda.

Talvez o leitor observe que, durante um período bastante longo, um indivíduo inteligente e indiferente ao passatempo da moda pode realizar grandes lucros à custa de outros jogadores se persistir fazendo investimentos de acordo com as suas mais perfeitas expectativas a longo prazo. A isto convém responder, desde logo, que existem, na verdade, pessoas com este tipo de mentalidade séria e que, de fato, para um mercado de investimento haverá uma enorme diferença, dependendo da influência que essas pessoas exerçam sobre a opinião dos jogadores. Mas devemos acrescentar que diversos fatores afetam a predominância de tais pessoas nos modernos mercados de capital. O investimento baseado nas previsões autênticas a longo prazo é hoje tão difícil que mal pode ser posto em prática. Os que tentarem

fazê-lo poderão estar certos de passar dias de trabalho muito intenso e de correr riscos muito maiores que os que tentam adivinhar as reações do público melhor que o próprio público; e, dada igual inteligência, eles podem cometer erros muito mais desastrosos. Não há evidência clara a demonstrar que a política de investimento socialmente mais vantajosa coincida com a mais lucrativa. É preciso mais inteligência para derrotar as forças do tempo e da nossa ignorância sobre o futuro do que para sair na frente. Além disso, a vida não é bastante longa para essa tarefa; a natureza humana exige sucessos imediatos, há um deleite especial em ganhar dinheiro rapidamente e os lucros remotos são descontados pelo homem médio a taxas muito elevadas. O jogo dos investidores profissionais é intoleravelmente fastidioso e demasiado exigente para quem não tenha absolutamente o instinto de jogador; quem o tem há de pagar o correspondente tributo por essa inclinação. Mais ainda, o investidor que se proponha a ignorar as flutuações de muito curto prazo do mercado necessita maiores recursos para a sua segurança e não deve operar em tão larga escala, se é que opera em alguma, com dinheiro emprestado — uma razão a mais para que, dada a igualdade de inteligência e de recursos, lhe seja mais vantajoso dedicar-se ao passatempo. Finalmente, o investidor a longo prazo é aquele que melhor serve o interesse público e é o que, na prática, incorre em maior crítica, ao passo que os fundos de investimento são manejados por comissões ou bancos,⁴ pois, em essência, sua conduta é excêntrica, inconvençãoal e temerária aos olhos da opinião média. Se obtém êxito, isso apenas confirmará a crença geral na sua temeridade; se, no final de contas, sofre reveses momentâneos, poucos serão os que dele se compadecerão. A sabedoria universal indica ser melhor para a reputação fracassar junto com o mercado do que vencer contra ele.

(5) Até agora tivemos em vista principalmente o estado de confiança do próprio especulador ou investidor especulativo e talvez pareça que tenhamos suposto, implicitamente, que, se ele está satisfeito com suas próprias perspectivas, tem acesso ilimitado ao dinheiro à taxa de juro do mercado. Tal não é, evidentemente, o caso. Por isso devemos considerar também outro aspecto do estado de confiança, ou seja, o grau de confiança que as instituições de crédito concedem às pessoas que nelas procuram empréstimos, e que, às vezes, se denominam condições de crédito. Uma baixa violenta no preço das ações, que produz um efeito desastroso sobre a eficiência marginal do capital, pode ser provocada pelo enfraquecimento seja da confiança especulativa seja das condições de crédito. Mas enquanto o debilitamento de qualquer dos dois fatores é suficiente para determinar uma queda violenta, a recuperação exige que ambos sejam restaurados, pois, conquanto o enfraquecimento do crédito seja bastante para levar a uma crise, o seu fortalecimento, embora uma condição necessária da recuperação, não é condição suficiente.

VI

Estas considerações não deveriam sair do campo da análise econômica. Contudo convém colocá-las em sua devida perspectiva. Se me é permitido aplicar o termo *especulação* à atividade que consiste em prever a psicologia do mercado e o termo *empreendimento* à que consiste em prever a renda provável dos bens durante toda sua existência, de modo algum se pode dizer que a especulação sempre

⁴ A prática geralmente considerada prudente, que leva as companhias que administram fundos de investimento ou as companhias de seguros a calcular, com freqüência, não apenas a renda de sua carteira de investimento, mas também a valorização de seu capital no mercado, pode igualmente levar a atribuir importância excessiva às flutuações a curto prazo desse mesmo mercado.

prevaleça sobre o empreendimento. À medida que progride a organização dos mercados de investimento, o risco de um predomínio da especulação, entretanto, aumenta. Num dos maiores mercados de investimento do mundo, a saber, o de Nova York, a influência da especulação (no sentido da palavra acima exposto) é enorme. Mesmo fora do campo das finanças, a tendência dos americanos é atribuir um interesse excessivo na descoberta do que a opinião julga ser a opinião média e este pender nacional encontra seu castigo na Bolsa de Valores. Diz-se ser raro um americano investir, como o fazem ainda muitos ingleses, “para obter uma renda”, e que somente na expectativa de um ganho de capital está disposto a adquirir um título. Isto é apenas outra maneira de dizer que, quando um americano compra um investimento, está colocando suas esperanças não tanto em sua renda provável, mas em uma mudança favorável nas bases convencionais de avaliação, ou seja, que ele é, o sentido dado acima, um especulador. Os especuladores podem não causar dano quando são apenas bolhas num fluxo constante de empreendimento; mas a situação torna-se séria quando o empreendimento se converte em bolhas no turbilhão especulativo. Quando o desenvolvimento do capital em um país se converte em subproduto das atividades de um cassino, o trabalho tende a ser malfeito. A medida do êxito obtido por Wall Street, considerada uma instituição cuja finalidade social precípua é conduzir os novos investimentos pelos canais mais produtivos em termos de rendimento futuro, não pode ser apontada como um dos mais brilhantes triunfos do capitalismo do tipo *laissez-faire* — o que não é de surpreender, se é verdade, como penso, que os mais brilhantes cérebros de Wall Street se orientam, de fato, para um fim diferente.

Estas tendências são uma consequência quase inevitável do êxito de se terem organizado os mercados de investimentos “líquidos”. Admite-se, em geral, que, no próprio interesse do público, o acesso a cassinos deve ser difícil e dispendioso. E, talvez, o mesmo deveria acontecer no caso das Bolsas de Valores. O fato de que os pecados da Bolsa de Valores de Londres tenham sido menores do que os de Wall Street talvez não se deva tanto a diferenças nos temperamentos nacionais como à circunstância de que, para o inglês mediano, Throgmorton Street é inacessível e muito dispendiosa comparada com Wall Street, para o mesmo tipo de norte-americano. A proporção dos “jogadores”, as altas comissões de corretagem e as pesadas taxas sobre transferências que se pagam ao Tesouro, gastos que acompanham todas as transações na Bolsa de Valores de Londres, reduzem a liquidez do mercado (embora a prática das liquidações quinzenais opere em sentido inverso) o suficiente para eliminar grande parte das operações características de Wall Street.⁵ A criação de um elevado imposto sobre as transferências para todas as transações talvez fosse a mais salutar das medidas capazes de atenuar, nos Estados Unidos, o predomínio da especulação sobre o empreendimento.

O espetáculo dos mercados financeiros modernos levou-me, algumas vezes, a concluir que, se as operações de compra de um investimento fossem tornadas definitivas e irrevogáveis, à maneira do casamento, salvo em caso de morte ou por outro motivo grave, os males da nossa época seriam, com grande utilidade, aliviados. Isso obrigaria os investidores a dirigir sua atenção apenas para as perspectivas a longo prazo. Basta, porém, um momento de reflexão para compreender que semelhante método nos leva a um dilema e nos mostra que, se a liquidez do mercado financeiro às vezes dificulta um novo investimento, em compensação facilita-o com mais freqüência; isso porque o fato de cada investidor individualmente considera-

⁵ Diz-se que, quando Wall Street está em período ativo, pelo menos metade das compras e vendas de títulos de investimento se realiza com a intenção, por parte do especulador, de se desfazer desses títulos no mesmo dia. Isto se aplica também, com freqüência, às bolsas de mercadorias.

do ter a ilusão de que participa de um negócio “líquido” (embora isso não possa ser verdadeiro para todos os investidores coletivamente) acalma-lhe os nervos e anima-o muito mais a correr o risco. Se as aquisições individuais de valores de investimento perdessem sua liquidez, daí poderiam resultar sérias dificuldades para os investimentos novos sempre que se oferecessem aos indivíduos outros meios de conservar suas economias. Aqui jaz o dilema. À medida que um indivíduo possa empregar sua riqueza entesourando ou emprestando *dinheiro*, a alternativa de adquirir bens reais de capital não seria bastante atraente (sobretudo para a pessoa que não maneja esses bens e pouco sabe a respeito deles), exceto organizando mercados onde esses bens possam converter-se facilmente em dinheiro.

O único remédio radical para as crises de confiança que afligem a vida econômica do mundo moderno seria restringir a escolha do indivíduo à única alternativa de consumir a sua renda, ou servir-se dele para encomendar a produção de bens específicos de capital, que, embora com evidência precária, se lhe afiguram o investimento mais interessante ao seu alcance. Talvez, em certos momentos, quando se visse, mais do que de costume, assoberbado por dúvidas a respeito do futuro, a perplexidade o levasse a consumir mais e a realizar menos investimentos novos, mas isto evitaria as repercussões desastrosas, cumulativas e de amplo alcance, oriundas do fato de poder abster-se de gastar a sua renda de uma ou de outra forma.

Os que vinham insistindo nos perigos sociais resultantes do entesouramento da moeda tinham em vista, naturalmente, considerações análogas a estas. Contudo, não deram a devida atenção à possibilidade de que o fenômeno pode ocorrer sem modificação alguma, ou pelo menos sem uma variação apreciável, no entesouramento da moeda.

VII

Além da causa devida à especulação, a instabilidade econômica encontra outra causa, inerente à natureza humana, no fato de que grande parte das nossas atividades positivas depende mais do otimismo espontâneo do que de uma expectativa matemática, seja moral, hedonista ou econômica. Provavelmente a maior parte das nossas decisões de fazer algo positivo, cujo efeito final necessita de certo prazo para se produzir, deva ser considerada como manifestação do nosso entusiasmo — como um instinto espontâneo de agir, em vez de não fazer nada —, e não como resultado de uma média ponderada de lucros quantitativos multiplicados pelas probabilidades quantitativas. O empreendedor procura convencer a si próprio de que a principal força motriz da sua atividade reside nas afirmações de seu propósito, por mais ingênuas e sinceras que possam ser. Basta que o empreendimento seja um pouco maior que uma expedição ao Pólo Sul para ser baseado no cálculo exato dos lucros futuros. Dessa maneira, ao se arrefecer o entusiasmo, e ao vacilar o otimismo espontâneo, ficamos na dependência apenas da previsão matemática e aí o empreendimento desfalece e morre — embora o temor da perda seja tão desprovido de base lógica como eram antes as esperanças de ganhar.

Pode-se afirmar, sem receio, que a empresa que depende de esperanças futuras beneficia a comunidade como um todo. A iniciativa individual, porém, somente será adequada quando a previsão razoável for secundada e sustentada pelo dinamismo, de tal maneira que a idéia dos prejuízos finais, que freqüentemente vence os pioneiros, como a experiência prova tanto a nós quanto a eles, é repelida do mesmo modo que o homem saudável repele a probabilidade de sua morte.

Isto significa, infelizmente, que não só as crises e as depressões têm a sua in-

tensidade agravada, como também que a prosperidade econômica depende, excessivamente, de um clima político e social que satisfaça ao tipo médio do homem de negócios. Quando o temor de um governo trabalhista ou de *New Deal* deprime a empresa, esta situação não é, necessariamente, conseqüência de previsões ou de manobras com finalidades políticas; é o simples resultado de um transtorno no delicado equilíbrio do otimismo espontâneo. Ao calcular as perspectivas que se oferecem ao investimento devemos levar em conta os nervos e a histeria, além das digestões e das reações às condições climáticas das pessoas de cuja atividade espontânea ele depende principalmente.

Não devemos concluir daí que tudo depende de ondas de psicologia irracional. Pelo contrário, o estado de expectativa a longo prazo é, no mais das vezes, estável e, mesmo quando não o seja, os outros fatores exercem seus efeitos compensatórios. O que apenas desejamos lembrar é que as decisões humanas que envolvem o futuro, sejam elas pessoais, políticas ou econômicas, não podem depender da estrita expectativa matemática, uma vez que as bases para realizar semelhantes cálculos não existem e que o nosso impulso inato para a atividade é que faz girar as engrenagens, sendo que a nossa inteligência faz o melhor possível para escolher o melhor que pode haver entre as diversas alternativas, calculando sempre que se pode, mas retraindo-se, muitas vezes, diante do capricho, do sentimento ou do azar.

VIII

Há, além disso, outros fatores importantes que tendem a atenuar, na prática, os efeitos da nossa ignorância do futuro. Em virtude do mecanismo do juro composto e da probabilidade de obsolescência com o correr do tempo, existem numerosos investimentos individuais cuja renda provável está legitimamente dominada pelos rendimentos num futuro comparativamente próximo. No caso da principal categoria de investimentos a prazo muito longo, ou seja, a construção, o risco pode ser, freqüentemente, transferido do investidor para o inquilino, ou pelo menos pode ser repartido entre ambos por meio de contratos a longo prazo, ficando o risco compensado na mente do inquilino pela continuidade e segurança de seu direito de inquilinato. No caso de outra classe importante de investimento a longo prazo, as empresas de serviços públicos, uma grande proporção da renda provável está praticamente garantida pelos privilégios de monopólio e pelo direito de aumentar as tarifas na medida necessária para manter certa margem estipulada. Há, finalmente, uma categoria crescente de investimentos empreendida em sociedade ou garantida pelas autoridades públicas, claramente influenciada pela presunção geral de haver vantagens sociais prováveis no investimento, seja qual for seu resultado comercial dentro de uma larga margem e sem procurar saber se a esperança matemática da renda será pelo menos igual à taxa corrente de juros — embora a taxa que a autoridade pública tenha de pagar possa ainda desempenhar um papel decisivo na determinação do volume das operações de investimento a que ela pode-se engajar.

Assim, após haver plenamente assinalado a importância da influência das mudanças a curto prazo no estado das expectativas a longo prazo, independentemente das variações na taxa de juros, ainda devemos voltar-nos a essa última, que exerce, de qualquer modo, em circunstâncias normais, grande influência, embora não decisiva, sobre o fluxo de investimento. Só a experiência, contudo, pode mostrar até que ponto a administração da taxa de juros é capaz de estimular, continuamente, um fluxo de investimento adequado.

Da minha parte sou, presentemente, algo cético quanto ao êxito de uma políti-

ca meramente monetária orientada no sentido de exercer influência sobre a taxa de juros. Encontrando-se o Estado em situação de poder calcular a eficiência marginal dos bens de capital a longo prazo e com base nos interesses gerais da comunidade, espero vê-lo assumir uma responsabilidade cada vez maior na organização direta dos investimentos, ainda mais considerando-se que, provavelmente, as flutuações na estimativa do mercado da eficiência marginal dos diversos tipos de capital, calculada na forma descrita antes, serão demasiado grandes para que se possa compensá-las por meio de mudanças viáveis na taxa de juros.