



Série de Textos para Discussão do Curso de Ciências Econômicas

Texto para Discussão n. 015

Moeda e Acumulação de Capital: O Debate Keynes Versus Robertson Sobre a Poupança Forçada

Sérgio Fornazier Meyrelles Filho

Goiânia

Março de 2010

**Dados Internacionais de Catalogação na Publicação na (CIP)
GPT/BC/UFG**

M615m Meyrelles Filho, Sérgio Fornazier.
Moeda e acumulação de capital: o debate Keynes versus Robertson
sobre a poupança forçada / Sérgio Fornazier Meyrelles Filho. -
Goiânia : UFG/FACE, 2010.
24 f. (Textos para discussão ; n. 15).

Bibliografia.

1. Poupança 2. Moeda 3. Acumulação de capital 4. Robertson,
Dennis 5. Keynes, John Maynard I. Título.

CDU: 336.72

Moeda e Acumulação de Capital: O Debate Keynes Versus Robertson Sobre a Poupança Forçada

Sérgio Fornazier Meyrelles Filho*

Universidade Federal de Goiás

Resumo

Este ensaio tem como objetivo fundamental identificar e recuperar os elementos centrais que definiram o debate protagonizado entre John Maynard Keynes e Dennis Robertson, sobretudo na década de 1930, acerca da Poupança Forçada e sua contraposição à análise keynesiana do multiplicador de investimentos. O ensaio se desenvolve em quatro seções, além de uma introdução e breve epílogo. Como um primeiro passo, consideramos o período pré-Teoria Geral, época de intensa colaboração entre os dois economistas, bem como delineamos a concepção robertsoniana da teoria da poupança forçada. Em seguida passamos à crítica a essas idéias desferida por Keynes a partir do início dos anos 1930 e ao seu ápice no âmbito da própria Teoria Geral. Prosseguindo, discutimos a reação de Robertson a essa crítica e, por fim, o contra-argumento de Keynes, que o levaria a modificar sua teoria da preferência pela liquidez mediante a introdução do motivo *Finance*.

Palavras-chave: moeda, poupança, investimento.

Abstract

This essay's fundamental objective consists in identify and review the main elements defining the debate involving John Maynard Keynes and Dennis Robertson, mainly in the 1930's, about the forced saving theory as opposed to the Keynesian multiplier analysis. The essay consists in four sections, beyond an introduction and concluding remarks. First, we approach the intellectual relationship between the two economists in the period before the General Theory and the Robertsonian development of the forced saving doctrine. Following, the Keynesian criticism to these ideas, culminating with his General Theory. The subsequent section focuses on Robertson's reaction in this context. In the conclusion we present the Keynes's answer and consequent introduction of "finance motive" in his preference liquidity theory.

Key words: money; saving; investment.

* Doutor em Economia pelo Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Universidade Federal de Minas Gerais (CEDEPLAR/UFMG). Professor de Economia da UFG.

1. INTRODUÇÃO

O surgimento, em meados da década de 1930, da Teoria Geral do Emprego, do Juro e da moeda, obra mais influente de J.M. Keynes, representa o marco inicial da moderna análise macroeconômica. Numa ruptura com a tradição clássica do pensamento econômico, em sua essência representado pela lei de *Say*, pela teoria quantitativa da moeda e, no tocante às taxas de juros, pela chamada teoria dos fundos de empréstimo (*loanable funds theory*), desenvolvida, dentre outros, por Marshall, a contribuição proposta por Keynes se assentava em dois pilares fundamentais. O primeiro, a concepção de moeda enquanto ativo, capaz de afetar motivos e decisões, status que se manifesta em uma redefinição da taxa de juros, enquanto fenômeno essencialmente monetário, no âmbito de uma teoria da preferência pela liquidez. O segundo, o princípio da demanda efetiva, que atribuía às decisões de gasto dos agentes econômicos, em particular às decisões de investimento, a primazia no que tange à determinação da dinâmica do produto e do emprego, em antítese à visão dominante de que toda oferta geraria sua própria demanda. Nesse contexto, Keynes propunha, portanto, a superação da visão clássica de que, em nível agregado, a poupança determinaria o investimento, sendo o equilíbrio garantido pelo ajustamento das taxas de juros. De acordo com a nova teoria, a precedência nessa relação caberia ao investimento e o equilíbrio com a poupança garantido a partir da variação do nível de renda, conforme a operação do multiplicador de gastos.

O impacto das idéias de Keynes se fez notar de forma marcante já nos anos iniciais após a publicação da Teoria Geral. Parte importante do debate que se seguiu¹ teve lugar na própria Escola de Cambridge, sendo protagonizado por Keynes e, seu antigo colaborador, Dennis Robertson. A controvérsia centrava-se sobre uma antiga doutrina, originada no início do século anterior, recentemente revisitada e desenvolvida por Robertson no âmbito da análise poupança-investimento, a chamada teoria da poupança forçada (*forced saving doctrine*). O presente ensaio busca recuperar os elementos centrais desse debate, situando suas origens no período anterior à 1936, quando a pareceria entre os dois economistas atingiu seu ponto culminante. Esse período inicial constitui o objeto da primeira seção. Em seguida, na segunda seção, revisitamos o princípio da demanda efetiva e a teoria do multiplicador, conforme desenvolvidos na Teoria Geral, de modo a identificar sua oposição à análise da poupança forçada. A seção seguinte explora a crítica de Robertson ao multiplicador.

¹ Debate esse que, de forma notável para a época, logo transcendeu os limites territoriais da Grã-Bretanha rumo à Europa continental, onde se destacam as discussões com a Escola Austríaca, por intermédio de Hayek, e com a Escola Sueca, aqui representada por Ohlin.

Finalizando, apresentamos o contra-argumento de Keynes a essa crítica, que o levaria a modificar sua função demanda por moeda, e os principais desdobramentos do debate.

2. KEYNES, ROBERTSON E A POUPANÇA FORÇADA: O PERÍODO ANTERIOR À TEORIA GERAL

Em 1910, dois anos após iniciar sua carreira acadêmica em Cambridge, J. M. Keynes travaria o seu primeiro contato com um jovem e promissor aspirante a economista chamado Dennis Robertson. A relação entre o mestre e o pupilo gradualmente se transformaria em uma longa e intensa parceria cujos principais frutos seriam colhidos ao longo da década 1920 e início da década seguinte (Presley, 1979, p. 75-84). Nesses anos, Keynes e Robertson trabalharam arduamente no sentido de desenvolver suas teorias do ciclo integrando-as com uma análise rigorosa do comportamento da poupança e do investimento. Desse trabalho e, em grande medida, da colaboração entre os dois homens, nasceram *A Tract on Monetary Reform* (1923) e *A Treatise on Money* (1930) redigidos por Keynes, assim como *Money* (1922) e *Banking Policy and the Price Level* (1926), de Robertson. Embora nenhum desses livros tenha sido publicado sob dupla autoria, a intensa correspondência entre Keynes e Robertson no período, registrada em *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, (Moggridge, 1987a, 1987b), atesta a importância de sua parceria. Esses documentos revelam, além disso, que em nenhum outro momento a colaboração entre os dois autores foi tão intensa quanto durante a elaboração de *Banking Policy*, em 1925. Nessa ocasião, Robertson buscava analisar os aspectos monetários do ciclo econômico e, em especial, desenvolver a teoria da poupança forçada, embrionariamente apresentada em sua obra anterior, *Money*.

2.1 Poupança Espontânea, Poupança Automática e Poupança Induzida

Fiel à tradição Marshalliana, Robertson acreditava que embora esses fatores não fossem capazes de gerar flutuações cíclicas do produto de maneira isolada, eles poderiam afetar de forma considerável sua amplitude, e que a necessidade de uma análise rigorosa acerca das forças monetárias aí presentes se mostrava cada vez mais premente. Uma condição primordial, ressaltava, deveria ser uma definição criteriosa do conceito de poupança no contexto de uma economia monetária.

Segundo Robertson, um indivíduo estaria poupando (*lacking*) se, durante um dado período, ele consumisse menos do que o valor do seu produto corrente. Imaginemos, por hipótese, a existência de apenas dois períodos de produção sucessivos, $t = 0$ e $t = 1$. Devido

ao fato de que a produção, por hipótese, implicaria um dispêndio de tempo, o produto resultante de um processo produtivo corrente estaria disponível aos diversos indivíduos que dele participaram (direta ou indiretamente), tão-somente ao final desse período de produção, para ser alocado, digamos, entre consumo e poupança no período seguinte. O produto corrente em $t = 1$ seria definido com base no que havia sido produzido no período anterior, ou seja, em $t = 0$. Dessa forma, o volume de poupança (ou despoupança) em $t = 1$ seria determinado a partir da diferença entre o volume de produção em $t = 0$ e o que seria consumido em $t = 1$:

$$S_t = Y_{t-1} - C_t$$

Temos, portanto, a introdução de um importante elemento de defasagem temporal (*time-lag*) que, conforme analisaremos mais adiante, terá importantes desdobramentos em relação à dinâmica do modelo a partir da incorporação de um outro tipo de *time-lag*, qual seja, aquele existente entre o reajuste de determinados rendimentos monetários, sobretudo salários, e o reajuste dos preços.

No modelo robertsoniano existiriam dois tipos principais de capital. O “capital fixo” consistiria no estoque de instrumentos de produção disponível à economia num determinado momento. O “capital circulante”, seria, por sua vez, seria constituído por um conjunto de bens de consumo e matérias-primas, nos mais diversos estágios de produção, que permitiriam que o processo produtivo fosse levado adiante. O capital fixo deveria se financiado por uma “poupança de longo prazo” (*long lacking*). Permanecendo todos os demais fatores constantes, o valor do capital circulante necessário à produção estaria diretamente relacionado com a duração do período de produção. A provisão desse capital deveria ser garantida a partir da oferta daquilo que Robertson denominava de “poupança de curto prazo” (*short lacking*). Dizia ele: “Long Lacking is directed towards providing society with [...] fixed and durable instruments of production: Short Lacking towards enabling society to carry on production - including the production of durable instruments” ([1926]1932, p. 41). Tal esforço de frugalidade, poderia ser, tanto espontâneo quanto compulsório.

Uma vez alcançado este estágio da análise, cabe introduzir o elemento central do modelo proposto pelo autor que nos leva diretamente à sua teoria da poupança forçada, qual seja, a distinção entre poupança espontânea, automática e induzida (*spontaneous*, *automatic* e *induced lacking*). De acordo com Robertson ([1926]1932, p. 47), o termo “poupança espontânea” (*spontaneous lacking*) identificaria aquilo que normalmente era denominado poupança no sentido marshalliano. Assim, a parcela dos recursos correntes de um indivíduo,

num dado período, que ele voluntariamente optara por não consumir naquele período, e cuja magnitude dependeria, *coeteris paribus*, de sua renda e da taxa de juros, seria uma poupança espontânea. Ao contrário, se esse indivíduo consumisse deliberadamente mais do que o valor dos seus recursos correntes, haveria despoupança espontânea (*spontaneous dis-lacking*). Obviamente, a mesma lógica se aplicaria no plano agregado, ou seja, em termos da economia como um todo. Todavia, dizia Robertson, se, por um lado, seria correto afirmar que, em uma situação de equilíbrio monetário, o volume total de poupança disponível para fins de acumulação coincidiria com a poupança espontânea (*spontaneous lacking*), a mesma afirmação, certamente, não poderia ser sustentada em uma situação de desequilíbrio, em que os fluxos monetários estivessem sujeitos a flutuações. Nesse caso, seria necessário considerar não somente a poupança espontânea, mas também a poupança forçada, a qual se apresentaria em duas formas diferentes.

A primeira delas, denominada de “poupança automática”, deveria ser analisada a partir do conceito de “restrição automática” (*automatic stinting*), o qual teria lugar quando um aumento no montante de dinheiro direcionado ao mercado de bens reduzisse o consumo efetivo de certas pessoas (Robertson [1926]1932, p. 47). Esse aumento do fluxo de dinheiro teria origem na decisão de certas pessoas de reduzir seus estoques de moeda, o “desentesouramento” (*dis-hoarding*), ou, então, na criação de dinheiro novo, notadamente, por meio do sistema de crédito. Em ambas as situações, segundo a análise quantitativista, o dinheiro adicional em circulação provocaria um aumento de preços e garantiria aos seus detentores o acesso a uma parcela da produção que, caso contrário, seria consumida por outros indivíduos. Esses indivíduos seriam fundamentalmente aqueles com rendimentos nominais relativamente fixos, como, por exemplo, assalariados. Quando o consumo desses últimos fosse reduzido abaixo do valor inicialmente pretendido, e abaixo também do valor do seu produto corrente, e tão-somente nesse caso, teríamos uma restrição automática que implicaria uma poupança automática. O argumento pode ser resumido da seguinte forma: devido a um aumento na quantidade de moeda encaminhada ao mercado de bens, certos indivíduos seriam obrigados, por força do sistema de preços, a consumir menos, situando o seu nível de consumo em um patamar inferior àquele que havia, prévia e espontaneamente, sido por eles deliberado. Além disso, essa queda no poder de compra derrubaria o seu consumo abaixo do valor dos seus recursos correntes. Tais indivíduos, automática e compulsoriamente, proveriam a sociedade com uma oferta adicional de poupança,

denominada então de poupança automática (confira Presley, 1979, p. 106; Mehta, 1978, p. 112 e Bridel, 1987, p. 112).

Poder-se-ia perguntar: o que ocorreria no caso oposto, ou seja, na hipótese de uma redução do fluxo monetário direcionado ao mercado de bens? Na medida em que essa redução gerasse uma situação em que o consumo de determinados indivíduos fosse expandido em resposta à conseqüente redução nos preços dos bens de consumo, superando o nível espontaneamente preestabelecido, ocorreria o fenômeno denominado por Robertson de “ampliação automática” (*automatic splashing*), ou seja, o contrário de “restrição automática”. Caso o consumo desses indivíduos fosse aumentado de tal forma que superasse tanto o valor inicialmente deliberado, quanto o valor do seu produto corrente, teríamos, então, uma “ampliação automática”, implicando uma “despoupança automática” (*automatic dis-lacking*) (Robertson [1926] 1932, p. 48).

Todavia, existiria ainda um outro tipo de poupança forçada, denominado “poupança induzida” (confira Laidler, 1999, p. 96-98). Vejamos mais de perto esse conceito. Suponhamos, inicialmente, que, devido a um aumento na quantidade de moeda direcionada ao mercado de bens, o nível de preços tenha se elevado e um determinado grupo de indivíduos tenha sido submetido a um processo de poupança automática; suponhamos agora que esse mesmo movimento tenha reduzido o valor dos seus estoques monetários, em termos reais, a um nível inferior àquele considerado por eles como apropriado. Esses indivíduos procurariam, então, recompor o nível ótimo dos seus estoques de moeda, retirando moeda de circulação por meio da redução do seu consumo. Na medida em que eles estivessem, dessa forma, consumindo menos do que o valor do seu produto corrente, ocorreria um processo de poupança induzida:

“Induced Lacking occurs when, the same process that imposes automatic lacking on certain people having also reduced the real value of their money stocks, these people hold money off the market, and refrain from consuming the full value of their current output in order to bring the real value of their money stocks up again to what they regard as an appropriate level (Robertson [1926] 1932, p. 49).”

No caso oposto, se devido a uma contração da quantidade de moeda no mercado, a queda dos preços fizesse com que o valor real dos estoques monetários se situasse acima do valor considerado como apropriado, e as pessoas procurassem recompor esse nível ótimo, consumindo mais do que o valor do seu produto corrente, haveria ocorrido, então, um processo de “despoupança induzida” (*induced dis-lacking*).

2.2 Colaboração e Ruptura

Conforme ressaltado, tais idéias adquiriram sua forma acabada em meados da década de 1920, época em que existia uma notória e produtiva parceria intelectual entre Keynes e Robertson, seu antigo aluno. Com base nesse fato, é interessante questionar: estaria Keynes, nessa época, em acordo com a teoria da poupança forçada proposta por Robertson?

As evidências indicam que Keynes não apenas acreditava na validade dessa teoria como também foi responsável, em certo grau, pelo seu desenvolvimento. Em uma versão preliminar do capítulo 3 de sua obra *A Treatise on Money*, escrita em novembro de 1924, Keynes, ao analisar os efeitos de uma expansão do crédito durante a fase ascendente do ciclo, fez a seguinte alusão à poupança forçada: “It is true, as we shall see later, that rising prices may increase the flow of current saving by inflicting a levy on consumers and wage earners for the advantage of producers” (apud Moggridge, 1987a, p. 22). Entre maio e novembro de 1925, Keynes e Robertson travaram intensas discussões relativas aos esboços de *Banking Policy*, sobretudo em relação às idéias apresentadas nos capítulos 5 e 6. Esses capítulos constituem o cerne do argumento desenvolvido por Robertson e descrevem de forma pormenorizada o mecanismo da poupança forçada. A despeito de certas diferenças iniciais, aos poucos os dois economistas parecem ter chegado a um denominador comum. Em uma carta a Robertson, datada de setembro daquele ano, Keynes afirmava: “I like this latest version, though God know it is concise” (apud Moggridge, 1987a, p. 39). Pouco tempo depois, ele escrevia ainda: “I think your revised chapter v is splendid- most new and important. I think it is substantially right and at last I have no material criticisms” (carta enviada a Robertson em novembro de 1925, apud Moggridge, 1987a, p. 40). Robertson, no capítulo introdutório de *Banking Policy*, reconheceu explicitamente o papel desempenhado por Keynes no desenvolvimento das idéias ali apresentadas:

“I have had so many discussions with Mr. J. M. Keynes on the subject-matter of chapters V and VI; and have re-written them so drastically at his suggestion, that I think neither of us knows how much of the ideas therein contained is his and how much is mine. I should like to, but cannot, find a form of words which would adequately express my debt without seeming to commit him to opinions which he does not hold” (Robertson [1926]1932, p. 5).

No que se refere à teoria da poupança forçada, especificamente, é conhecido o fato de que o conceito de poupança induzida (*induced lacking*), introduzido por Robertson em *Banking Policy* como uma inovação em relação à análise proposta em *Money*, foi a ele sugerido por Keynes em uma carta escrita em maio de 1925 (Moggridge, 1987a, p. 36).

Robertson, em reconhecimento a essa dívida, notou: “Induced Lacking belongs to Mr. Keynes” ([1926]1932, p. 50).

Assim, quando *Banking Policy* foi publicado, havia um total entendimento entre Keynes e Robertson no tocante à teoria da poupança forçada (confira Presley, 1979, p. 115; Bridel, 1987, p. 109-110). Esse consenso parecia ainda existir em fins de 1929. Em agosto desse ano, num esboço do que deveria ser o capítulo 23 do *Treatise*, Keynes demonstrava fé na existência da poupança forçada. Ele afirmava que, se, durante a fase expansiva do ciclo, a demanda por investimentos superasse a oferta genuína (ou voluntária) de poupança, os bancos seriam acionados. A expansão do crédito, por meio da conseqüente elevação do nível de preços, promoveria uma transferência de recursos reais no interior da comunidade, que seria obrigada a restringir o seu consumo para que os empresários pudessem então expandir suas atividades. Keynes dizia ainda que essa poupança forçada seria de dois tipos, os quais Robertson havia denominado de poupança automática e poupança induzida. Segundo as próprias palavras de Keynes:

“...by raising prices it [a expansão do crédito] diverts the command over available income, which would be otherwise accrued to those previously in the possession of money incomes into the hands of entrepreneurs who have liquid goods emerging from the productive process, to whom it accrues as a windfall profit on capital account; and these entrepreneurs are then in a position to place it at the disposal of a new body of ‘productive’ consumers. But not only do those in the possession of money incomes find that their real incomes are diminished; those who are in possession of a stock of money also discover that his stock has less than its previous real value, and may therefore, be induced to save on a greater scale than they would otherwise [...]. Mr. D. H. Robertson has called the first way ‘automatic lacking’, and the second way ‘induced lacking’” (apud Moggridge, 1987a, p. 104-105).

Todavia, para o desapontamento de Robertson,² a versão final do *Treatise*, publicada em outubro de 1930, desconsiderava quase inteiramente a existência da poupança forçada. Keynes continuava acreditando que os montantes de poupança e investimento poderiam ser diferentes e, mais do que isso, dizia que essa divergência seria a principal influência geradora das flutuações cíclicas. No entanto, utilizava novas definições de poupança e investimento e apontava outras causas para a discrepância entre as duas variáveis, independentes da atuação

² No prefácio da edição revisada de *Banking Policy*, publicada em 1949, Robertson expressou claramente esse desapontamento: “While Keynes must at the time [of the publication of *Banking*] have understood and acquiesced in my step-by-step method, it is evident that it never, so to speak, got under his skin; for in his two successive treatments of the saving-investment theme in his two big books he discarded completely. This was naturally a great personal disappointment to me” (apud Bridel, 1987, p. 111).

do sistema bancário. O referido capítulo 23 desaparecera, deixando poucos rastros (confira Keynes [1930]1935, p. 293-299). Além disso, as recomendações de política monetária feitas por Keynes eram claramente conflitantes com as idéias apresentadas em *Banking Policy*. Robertson, como já discutimos, defendia a tese de que, durante a fase expansiva do ciclo, a política monetária, ou bancária, deveria ser conduzida de forma a permitir uma expansão do crédito e uma elevação do nível de preços suficientes para garantir, via poupança forçada, o aumento do nível de atividade justificado pelas condições de utilidade e custos. Esse tipo de flutuação seria, segundo ele, algo inevitável e, até certo ponto, necessário para o progresso econômico. Já Keynes, em *A Treatise*, afirmava que a estabilidade de preços seria o objetivo fundamental da política monetária e, em regra, não deveria ser jamais sacrificada ([1930]1935, p. 297). Em todo caso, não é possível afirmar que houvesse nesse estágio uma total ruptura de Keynes com a doutrina da poupança forçada. No *Treatise*, ainda é possível identificar passagens remissivas dessa idéia, tal como: “A commodity inflation really does increase the resources available for new investments, and serves to augment society’s stock of wealth ([1930]1935, p. 298). O rompimento definitivo com a teoria de Robertson, no entanto, não tardaria a ocorrer.

Nos debates com Robertson, Hawtrey e Hayek, dentre outros, após a publicação do *Treatise*, e ocorridos entre 1931 e 1934, Keynes tornaria cada mais evidente sua busca por novos caminhos para a análise econômica.³ Nessa época, uma certa hostilidade de sua parte em relação ao conceito de poupança forçada já era claramente visível, sobretudo no debate com Hayek (confira Keynes [1931]1987, p. 243-257). Entretanto, nada que pudesse ser comparado ao ataque desferido pouco tempo depois, no contexto da chamada revolução keynesiana.

3. A TEORIA GERAL

Com a publicação de *The General Theory* (1936), Keynes, por fim, adotou uma postura extremamente crítica em relação à doutrina da poupança forçada. Nessa ocasião, ele afirmou

³ Como ressaltado por Presley (1979, p. 81), nesse período, Keynes já preparava seu próximo e mais importante livro, *The General Theory*. Não obstante suas divergências em relação à versão final do *Treatise*, Keynes e Robertson continuavam a trabalhar juntos, muito embora, ao contrário do que acontecera em trabalhos anteriores, Keynes recorresse agora muito menos ao seu antigo parceiro e muito mais a uma nova jovem geração de economistas que compunham o chamado *Cambridge Circus*. Dentre esses novos colaboradores constavam nomes como Joan Robinson, Piero Sraffa, James Meade e Richard Kahn (cf. Dimand, 1988, p. 131-145). A parceria com Robertson chegaria ao fim em 1935, diante da divergência irreparável do mesmo em relação às novas idéias de Keynes.

categoricamente que a existência da poupança forçada não teria um sentido claro a menos que fosse adotada a hipótese, pouco realista, de pleno emprego de recursos produtivos ([1936]1996, p. 104-106). Segundo Keynes, esse teria sido, de fato, o pressuposto originalmente utilizado pelos economistas clássicos no século XIX e resgatado pelos autores neoclássicos⁴ que se interessaram pela teoria. No tocante a esses últimos, ele notou: “De qualquer maneira, pelo que eu saiba nenhum esforço foi tentado pelos autores modernos, que se interessaram pela ‘poupança forçada’, para estender essa idéia a uma situação em que o emprego esteja aumentando” ([1936]1996, p. 106). Poder-se-ia, então, afirmar Keynes, adotar a seguinte definição: “A poupança forçada é o excedente da poupança real sobre o que se pouparia se houvesse pleno emprego numa situação de equilíbrio a longo prazo” ([1936]1996, p. 105). Somente em tal circunstância, ou seja, de inexistência de recursos ociosos, uma expansão do investimento traria consigo uma elevação dos preços e uma redução do consumo, houvesse ou não uma ampliação do crédito bancário. Aquém do pleno emprego, a variável de ajuste entre a poupança e o investimento seria a renda e não o nível de preços. Procuremos entender com a devida propriedade o argumento desenvolvido por Keynes.

3.1 A Demanda Efetiva

O ponto de partida da análise keynesiana era o chamado princípio da demanda efetiva. Esse postulado teórico, em última instância, estabelecia que os volumes de emprego e renda da economia seriam determinados a partir das decisões de despesa dos agentes econômicos (Keynes [1936]1996, p. 59-66). Keynes identificou dois tipos fundamentais de gasto no plano agregado da economia: em primeiro lugar, o consumo e, em segundo, os desembolsos realizados com vistas a ampliar o equipamento de capital da economia, denominados investimentos. As rendas seriam geradas por empresários, produzindo bens e serviços em parte para o consumo e em parte para o investimento. Eles produziriam, dizia Keynes, apenas aquela quantidade de mercadorias que pudesse ser efetivamente vendida com o lucro esperado. Assim, a demanda por parte de consumidores e investidores definiria, em última análise, o que seria produzido e, portanto, o valor da renda agregada.⁵

Mas o que, segundo Keynes, determinaria a magnitude dos gastos em consumo e em investimento? O consumo, dizia ele, seria uma função da renda. Essa relação funcional,

⁴ Inclusive Robertson.

⁵ Uma análise detalhada do princípio da demanda efetiva e de sua relação com as expectativas de curto prazo pode ser encontrada em Bridel (1987, p. 158-169). Ver também Laidler (1999, p. 250-251) e Keynes ([1937a]1987, p. 119-123).

denominada propensão a consumir,⁶ seria governada por uma lei psicológica segundo a qual, quando a renda fosse alterada, o consumo também seria, no mesmo sentido, porém, em menor proporção. Na margem, a relação entre as variações do consumo e da renda agregada foi denominada por Keynes de propensão marginal a consumir. Esse coeficiente, $c = dC/dY$, seria sempre maior que 0 e menor que 1, indicando o fato de que as duas variáveis eram positivamente relacionadas. Por sua vez, o volume de investimento seria definido de acordo com o incentivo para investir, o qual dependeria da relação existente entre a eficiência marginal do capital, definida pelo estado das expectativas a longo prazo, e a taxa de juros. Segundo Keynes, dada a propensão a consumir da comunidade, o nível de atividade econômica dependeria do montante do investimento. E nada garantiria que o seu valor seria suficiente para promover a plena utilização dos fatores produtivos. Na verdade, advertia ele, o equilíbrio com pleno emprego seria algo pouco provável, apenas uma das inúmeras possibilidades às quais estariam sujeitas as economias capitalistas.

Definido esse quadro, deparamo-nos com duas questões de extrema importância para a análise aqui desenvolvida. Primeiramente, que papel desempenharia a variável poupança na teoria de Keynes? Em segundo lugar, qual a relação existente entre a poupança e o investimento nesse arcabouço teórico?

No que se refere ao primeiro questionamento, Keynes entendia que a poupança, definida como o excedente da renda sobre o consumo, nada mais seria do que uma variável residual cujo valor resultaria das decisões de gasto dos agentes econômicos. Essas decisões determinariam a magnitude da renda agregada. A parcela dos rendimentos então gerados não utilizada para o consumo, por definição, constituiria a poupança agregada. O caráter subordinado da poupança foi explicitado por Keynes na seguinte passagem:

“A poupança, de fato, não passa de um simples resíduo. As decisões de consumir e as decisões de investir determinam, conjuntamente, os rendimentos [...]. Uma decisão de consumir ou não consumir está, certamente, ao alcance do indivíduo, o mesmo sucedendo com uma decisão de investir ou não investir. Os montantes da renda agregada e da poupança agregada são resultados da livre escolha dos indivíduos sobre se consumirão ou deixarão de consumir, sobre se farão ou não investimentos” ([1936]1996, p. 91-92).

⁶ De acordo com Keynes ([1936]1996, p. 113-131) essa função seria bastante estável. A função consumo, segundo ele, poderia sofrer uma influência transitória de variáveis, como a taxa de juros e a distribuição da renda. Entretanto, essas influências teriam uma importância secundária em sua análise.

A proposição acima nos leva também a uma resposta para nossa segunda questão. Considerando-se que a renda agregada seria determinada pela soma dos gastos com consumo e com investimento, e que a poupança seria o excedente da renda sobre o consumo, então a poupança e o investimento agregados seriam montantes necessariamente iguais (confira Lerner [1938]1952, p. 619-625; [1939]1952, p. 626-633). Assim, em flagrante contraste com sua tese, em *A Treatise on Money*, Keynes afirmou, em *The General Theory*, que uma não igualdade entre essas duas grandezas seria algo impossível.⁷ Segundo suas próprias palavras: “A preponderância da idéia de que a poupança e o investimento, tomados em seu sentido literal, podem ser diferentes só se explica, no meu entender, por uma ilusão de ótica” ([1936]1996, p. 106). Ou, ainda, em outra passagem:

“Embora o montante da poupança agregada seja o resultado do comportamento coletivo dos consumidores individuais, e o montante do investimento, o resultado do comportamento coletivo dos empresários, esses dois montantes são necessariamente iguais, visto que qualquer um deles é o excedente da renda sobre o consumo” ([1936]1996, p. 91).

Essa necessária igualdade ocorreria independentemente do nível vigente da taxa de juros. Em outras palavras, ao contrário do que propunham Marshall e os seus seguidores, a taxa de juros não seria o fator que, em última instância, asseguraria o equilíbrio entre poupança e investimento. Nesse contexto, os conceitos de taxa natural de juros, ou taxa quase-natural, como apresentado por Robertson, não teriam o menor sentido. A própria idéia de uma curva de oferta de poupança independente da curva de demanda por investimentos, dizia Keynes, seria um erro lógico (confira Lerner [1944]1952, p. 634-654; e também Milgate, 1982, p. 79-89). Esse autor, com sua teoria da preferência pela liquidez, afirmava que a taxa de juros era um fenômeno puramente monetário (Keynes [1936]1996, p. 173-179; 197-208). Ela era o prêmio pelo não-entesouramento, ao invés do preço pelo uso do capital ou a recompensa pela poupança ([1936] 1996, p.186; [1937a]1987, p.115-119).

De acordo com Keynes, aquém do pleno emprego, a igualdade entre a poupança e o investimento seria sempre garantida pela variação da renda agregada ([1936]1996, p. 107-108). Dada a propensão a consumir do público, o montante do investimento agregado determinaria a poupança agregada. Variações no nível de investimento corrente seriam automaticamente e instantaneamente acompanhadas por variações, no mesmo sentido e de

⁷ Essa afirmação de Keynes gerou uma série de críticas por parte de autores como Hawtrey e Bertil Ohlin. Segundo eles, a abordagem utilizada por Keynes era uma mera tautologia, nada dizendo a respeito da relação de causalidade entre poupança e investimento. Uma análise dessas críticas pode ser encontrada em Bridel (1987, p. 160-161).

mesma magnitude, do volume de poupança devido à operação do mecanismo multiplicador de gastos.

3.2 A Análise do Multiplicador e a Poupança Forçada

A teoria do multiplicador, desenvolvida por Keynes ([1936]1996, p. 133-146) a partir de um artigo escrito por Richard Kahn em 1931,⁸ postulava que, dada a propensão a consumir, existiria uma relação quantitativa definida entre a renda e o investimento realizado na economia durante certo período. Assim, as variações no investimento teriam um efeito multiplicador sobre a renda agregada. A magnitude desse multiplicador estaria diretamente relacionada com a propensão marginal a consumir da comunidade. Em termos simplificados, poderíamos escrever: $\Delta Y = k\Delta I$, onde o multiplicador $k = 1/(1-c)$. Entretanto, independentemente do seu valor, o multiplicador garantiria, sempre que houvesse recursos ociosos na economia, que a variação da renda agregada decorrente de um aumento do investimento seria suficiente para assegurar um acréscimo no volume de poupança equivalente ao investimento adicional. Vejamos com mais detalhes essa questão.

Suponhamos, inicialmente, um equilíbrio, aquém do pleno emprego, entre a poupança e o investimento. Imaginemos, em seguida, que os empresários desejassem ampliar seu estoque de capital. Os investimentos adicionais gerariam, então, um acréscimo na renda, visto que, diante do aumento da demanda por seus produtos e da existência de recursos ociosos na economia, os produtores de bens de capital, assim como todos os demais produtores, poderiam expandir sua produção, ocasionando um aumento equivalente da renda. Essa renda adicional seria em parte consumida e em parte poupada, de acordo com a propensão marginal a consumir do público. O maior consumo resultaria na geração de um montante adicional de renda. Novamente, esse acréscimo de renda seria dividido entre poupança e consumo, e esse último provocaria uma nova ampliação dos rendimentos. Esse processo continuaria, com reajustes progressivamente menores da renda, até um ponto em que o efeito multiplicador enfim cessasse. Quando isso acontecesse haveria ocorrido um aumento do volume da poupança agregada correspondente à ampliação verificada inicialmente no investimento. Dessa forma, o equilíbrio entre as duas variáveis estaria preservado, mas, agora, em um nível superior de renda.

⁸ KAHN, R.F. The relation of home investment to unemployment. **Economic Journal**, Cambridge, v. 41, p. 173-198, Jun. 1931. Uma discussão detalhada acerca da estreita colaboração entre Keynes e Kahn, no tocante ao desenvolvimento da teoria do multiplicador, pode ser encontrada em Dimand (1988, p. 124-145). Ver também Patinkin (1976, p. 54-82).

Keynes acreditava que o processo de ajustamento da poupança ao investimento via multiplicador seria instantâneo e ocorreria sem que houvesse uma alteração do nível de preços, pois, havendo recursos desempregados, a oferta de bens e serviços seria perfeitamente elástica frente a uma ampliação da demanda. Portanto, diante da expansão do investimento, o produto e a renda responderiam e não os preços. Um aumento dos gastos em bens de capital geraria, devido ao seu efeito sobre o nível de renda, um acréscimo voluntário do volume de poupança suficiente para garantir a viabilização desses investimentos. Não haveria, portanto, necessidade de interferência do sistema bancário e, tampouco, de qualquer tipo de poupança forçada. Apenas em uma situação hipotética de pleno emprego, afirmava Keynes, poder-se-ia conceber que uma ampliação do investimento conduziria a uma contração compulsória do consumo via sistema de preços. Mesmo assim, esse quadro não necessariamente dependeria da expansão do crédito.

Dessa forma, Keynes desferia um violento ataque à validade da teoria da poupança forçada que outrora ele mesmo havia contribuído para desenvolver. Essa teoria, como vimos, ocupava um lugar de destaque na análise de Robertson sobre as flutuações econômicas. Assim, diante da ofensiva keynesiana, não tardaria para que Robertson contra-atacasse, criticando duramente o multiplicador. Sua reação às posições de Keynes serão tratadas a seguir.

4. A RESPOSTA DE ROBERTSON

Segundo Robertson, a teoria do multiplicador, tal como desenvolvida por Keynes, padecia de uma grave deficiência, qual seja, sua natureza estática. Em uma carta a Keynes, escrita em dezembro de 1936, ele observou: “The ‘multiplier’ only becomes interesting when, in Hick’s phrase, it has wings, i.e. is used to analyse a dynamic process” (apud Moggridge, 1987b, p. 97). A análise keynesiana, afirmava Robertson, havia ignorado completamente o papel desempenhado pelo sistema monetário no financiamento do processo de acumulação de capital. Isso, por duas razões: primeiramente, por pressupor um ajustamento instantâneo, via renda, da oferta voluntária de poupança ao volume de investimentos realizados na economia e, além disso, por desconsiderar a existência de uma interação entre o multiplicador e o acelerador de investimentos.

Robertson não questionava o fato de que uma expansão dos investimentos levaria a um aumento gradativo do nível de renda da economia e que, *ceteris paribus*, a oferta

voluntária de poupança seria progressivamente ampliada nesse processo. Entretanto, afirmava ele, existiria um importante elemento de defasagem temporal inerente ao mecanismo multiplicador. Conforme discutimos no capítulo anterior, Robertson defendia a idéia de que a produção implicaria um dispêndio de tempo e não poderia, desse modo, ser expandida de forma instantânea. Nesse sentido, diante de um aumento da demanda por capital, levaria tempo para que fosse gerado um acréscimo do produto e da renda suficiente para garantir o volume de poupança adequado para financiar esse investimento. Robertson reconhecia que, uma vez esquecido esse período de transição, a questão do financiamento do investimento se resolveria por si mesma: “...si nos sentirmos dispuestos a olvidarnos, como Mr. Kahn, del período de transición, podemos declarar que el problema de la financiación del proceso de inversion se resuelve por si mismo” ([1936]1956, p. 128). Porém, afirmava ele, uma análise realista acerca dos fenômenos econômicos não poderia se resumir a um mero exercício de estática comparativa dessa natureza.

Mas, de acordo com Robertson, admitido o fato de que o período de transição não poderia ser desconsiderado e que o multiplicador seria incapaz de promover um ajustamento instantâneo entre poupança e investimento, haveria, ainda, um outro problema a ser considerado. Nada garantiria que a poupança voluntária adicional, eventualmente gerada via multiplicador, seria destinada a financiar o aumento original do investimento. O multiplicador, afirmava Robertson, interagiria ao longo do tempo com um outro mecanismo denominado por ele acelerador de investimentos.⁹ O aumento do investimento estimularia um consumo adicional e esse acréscimo na demanda por bens de consumo ocasionaria também uma expansão adicional do investimento, tendo em vista seu efeito positivo sobre as perspectivas de lucro na economia (confira Laidler, 1999, p. 291-292). Robertson descreveu o processo da seguinte maneira: “... porque el crecido gasto en articulos de consumo normalmente procurará um estímulo a la mayor inversión, así como la mayor inversión dará lugar al mayor consumo. El perro mueve la cola, y la cola mueve al perro” ([1936]1956, p. 131). O investimento adicional assim ocasionado competiria pela poupança gerada pelo investimento original. Esse movimento cumulativo, dizia ele, tenderia, portanto, a agravar o quadro de insuficiência de poupança voluntária no contexto de uma expansão econômica.

⁹ Segundo Presley (1981, p. 180-181), o acelerador foi mencionado por Robertson pela primeira vez em *A Study*, sob influência de Aftalion. No entanto, por essa época, ao contrário do que aconteceria na década de 1930, Robertson não demonstrava muita simpatia pela idéia.

Consideradas essas questões, Robertson levantava o seguinte problema: diante da insuficiência da poupança voluntária, de que forma, então, seria financiada uma intensificação da acumulação de capital na economia? Segundo ele, esse questionamento necessariamente levaria à teoria da poupança forçada. Um aumento dos investimentos seria financiado não apenas via multiplicador, mas também por intermédio de uma expansão do crédito bancário, assim como pelo desentesouramento de moeda. A expansão dos fundos de empréstimo causaria uma divergência entre a taxa quase-natural e a taxa monetária de juros e, daí, uma elevação do nível de preços. Nesse processo, seria produzida uma poupança forçada, mesmo havendo recursos ociosos na economia.¹⁰ Por fim, a convergência da taxa de juros para o seu nível quase-natural garantiria o equilíbrio entre a oferta e a demanda por poupança.

Dessa forma, de acordo com Robertson, seria um erro grave interpretar o multiplicador de um ponto de vista estático e, com isso, julgar que a sua existência implicaria uma condenação da doutrina da poupança forçada, tal como fizera Keynes. Por consequência, seria equivocada a afirmação keynesiana de que a taxa de juros não desempenharia qualquer papel no processo de ajustamento entre a poupança e o investimento. Keynes, contudo, logo reagiria às críticas de Robertson. Vejamos, então, em linhas gerais, quais os desdobramentos desse debate.

5. DESDOBRAMENTOS DO DEBATE: KEYNES E O “MOTIVO *FINANCE*”

Em resposta à afirmação feita por Robertson de que a participação do sistema monetário no processo de financiamento do investimento havia sido negligenciada em sua análise do multiplicador, bem como às críticas dirigidas à teoria da preferência pela liquidez, Keynes, em seu artigo *Alternative Theories of The Rate of Interest*, publicado no *Economic Journal*, em junho de 1937, introduziu o conceito de meios financeiros (*finance*) ([1937b]1987, p. 206-211).¹¹ A seu ver, antes de tudo, seria de fundamental importância a distinção entre o investimento planejado e o realizado. Keynes reconhecia que as decisões de investir, isto é, os investimentos planejados, implicariam uma demanda temporária por moeda a título de provisão financeira contra os possíveis gastos associados às novas atividades. Esses meios

¹⁰ Conforme discutimos no capítulo 3, Robertson jamais havia pressuposto que seria necessário o pleno emprego de recursos para que a poupança forçada fosse gerada. Segundo ele, a questão fundamental a ser considerada era a impossibilidade de que a produção reagisse instantaneamente a um aumento da demanda por bens e serviços. Em virtude dessa relativa inelasticidade, é que os preços seriam elevados diante de uma expansão monetária, gerando uma transferência de recursos reais na comunidade.

¹¹ Ver, também, Keynes ([1938]1987, p. 229).

financeiros seriam necessários, por assim dizer, para cobrir eventuais despesas ocorridas no intervalo entre o momento em que os investimentos haviam sido planejados e a sua efetiva realização. Em suas palavras: “...there has, therefore, to be a technique to bridge this gap between the time when the decision to invest is taken and the time when the correlative investment [...] occur” ([1937b]1987, p. 208). Keynes reconhecia assim a existência de uma fonte adicional de demanda por moeda, não vislumbrada em *The General Theory*. Essa demanda, para fins financeiros, da mesma forma que a demanda para transações, por precaução, e aquela para especulação, poderia exercer influência sobre a taxa de juros, determinada, segundo Keynes, pela demanda e oferta de moeda.

De acordo com sua nova idéia, a provisão de meios financeiros seria garantida, principalmente, por intermédio dos bancos.¹² Considerando-se que o ritmo de acumulação de capital na economia fosse constante, essa provisão poderia ser realizada a partir de um fundo rotativo (*revolving fund*) de magnitude mais ou menos constante. À medida que um empresário replanejasse sua demanda financeira, tendo em vista um novo projeto de investimento, ao mesmo tempo, outro estaria exaurindo a sua própria demanda em virtude do pagamento de um empréstimo anterior possibilitado pela realização do investimento planejado. Assim, o montante do fundo ou, em outras palavras, a parcela do estoque de moeda da economia, comprometida com a demanda por meios financeiros, poderia ser considerado como constante, conforme explicou Keynes na seguinte passagem:

“If investment is proceeding at a steady rate, the finance (or the commitments to finance) required can be supplied from a revolving fund of a more or less constant amount, one entrepreneur having his finance replenished for the purpose of a projected investment as another exhausts his on paying for his completed investment” ([1937b]1987, p. 209).

Entretanto, uma aceleração da acumulação de capital na economia, por hipótese, envolveria uma demanda adicional de recursos monetários para provisão financeira que, claramente, não poderia ser satisfeita por meio de um fundo rotativo de magnitude constante. Assim sendo, os bancos deveriam ampliar a oferta monetária da economia, caso contrário a insuficiência de meios financeiros se refletiria em uma elevação da taxa de juros. Diante de um aumento dos juros, a expansão dos investimentos pretendida pelos empresários seria bloqueada, ou seja, os investimentos efetivamente realizados ficariam aquém do inicialmente planejado. Nas palavras de Keynes:

¹² Segundo Keynes ([1937b]1987, p. 208), as emissões acionárias também teriam um papel a desempenhar nesse processo.

“But if decisions to invest are increasing, the extra finance involved will constitute an additional demand for money. Now, a pressure to secure more finance than usual may easily affect the rate of interest through its influence on the demand for money; and unless the banking system is prepared to augment the supply of money, lack of finance may prove an important obstacle to more than a certain amount of investment decisions being on the tapis at the same time” ([1937b]1987, p. 209).

Dessa forma, Keynes admitia que o sistema bancário desempenharia um papel importante no sentido de viabilizar uma ampliação do investimento na economia, a qual poderia ter um efeito direto sobre a taxa de juros. Esse efeito, contudo, não comprometeria a validade de sua teoria da preferência pela liquidez. Conforme Keynes, a provisão de meios financeiros por intermédio dos bancos nada teria a ver com a oferta de poupança, ao contrário do que pressupunha Robertson. Esses recursos seriam, tão-somente, em última análise, registros creditícios que permitiriam aos empresários seguir adiante com segurança em seus planos de investimento. Nesse estágio financeiro dos procedimentos, afirmava ele, nenhuma poupança adicional haveria sido ainda realizada, assim como nenhum novo investimento:

“But ‘finance’ has nothing to do with saving. At the ‘financial’ stage of the proceedings no net saving has taken place on anyone’s part, just as there has been no net investment. ‘Finance’ and ‘commitments to finance’ are mere credit and debit book entries, which allow entrepreneurs to go ahead with assurance” (Keynes [1937b]1987, p. 209).

Uma vez que o sistema bancário houvesse garantido a adequada oferta de meios financeiros, os investimentos planejados seriam então realizados e, em consequência, seria gerada, automaticamente, via aumento da renda, uma oferta adicional de poupança equivalente a esses investimentos. Os preços permaneceriam inalterados¹³ e essa poupança nada teria de forçada. Keynes continuava assim a sustentar a validade de sua teoria do multiplicador, e a idéia de que a poupança e o investimento agregados seriam de montantes necessariamente iguais. Portanto, em sua própria descrição:

“...no amount of actual investment, however great, can exhaust and exceed the supply of savings, which will always exactly keep pace[...] if the banking system chooses to make the finance available and the investment projected [...] takes place, the appropriate level of incomes will be generated out of which there will necessarily remain over an amount of saving exactly sufficient to take care of the new investment” ([1937b]1987, p. 210).

¹³ Na verdade, a variável nível de preços não foi sequer mencionada por Keynes nessa ocasião. Mas, conforme já discutimos, ele defendia a tese de que, alguém do pleno emprego, o produto e a renda responderiam aos estímulos da demanda e não os preços. Uma discussão detalhada acerca dessa questão pode ser encontrada em Dimand (1988, p. 87-123).

Com relação a uma possível interação entre o multiplicador e o acelerador de investimentos, Keynes escreveu muito pouco. Em todo caso, ele acreditava que a existência do acelerador em nada comprometeria sua análise acerca do equilíbrio entre poupança e investimento. No artigo *The General Theory of Employment*, publicado no *Quarterly Journal of Economics*, em fevereiro de 1937, ele já havia insinuado: “The fact that an increase in consumption is apt in itself to stimulate this further investment merely fortifies the argument” ([1937a]1987, p. 121).

Robertson reagiu à análise keynesiana sobre os meios financeiros (*finance*) de duas formas principais. Por um lado, afirmou que essa análise eliminava uma grave deficiência presente no argumento originalmente apresentado por Keynes em *The General Theory*, ou seja, o não reconhecimento de que a demanda por investimentos poderia exercer uma influência direta sobre a taxa de juros (Robertson, 1937, p. 432; 1938, p. 315-318; [1939]1956, p. 13-24). Segundo Robertson, com essa concessão, Keynes havia recuado em direção à teoria marshalliana muito mais do que imaginara. No artigo *Mr. Keynes and The Rate of Interest*, de 1939, Robertson salientou: “...según creo, [Keynes] ha dado un salto atrás mucho más largo de lo que él se imagina, hacia la tesis ortodoxa de ser el módulo de productividad marginal de los fondos prestables el determinante principal del tipo de interés” ([1939]1956, p. 14). Por outro lado, ele argumentou também que Keynes havia sido extremamente confuso em suas afirmações, obscurecendo o papel desempenhado pela variável poupança na determinação da taxa de juros: “Al analizar el concepto de ‘medios financieros’ de Mr. Keynes, ya he derivado hacia mi tema inmediato. Su fórmula parece propicia para llevar a los que la utilicem a la incertidumbre respecto del papel que juega el ahorro en la determinación del tipo de interés”. ([1939]1956, p. 19; confira Robertson, 1937, p. 432-433).

6. EPÍLOGO

Keynes, respondendo a Robertson, descartou veementemente que houvesse de sua parte qualquer reaproximação com relação à teoria ortodoxa. Na opinião de Keynes, as dificuldades experimentadas por Robertson em compreender a análise dos meios

financeiros originavam-se de sua incorrigível confusão entre o fundo rotativo de moeda e a oferta de poupança (confira Keynes [1938]1987, p. 232-233). Robertson permaneceria convencido da validade de suas críticas, bem como da teoria da poupança forçada (Presley, 1979, p. 89-91). Sua resistência em aceitar as idéias de Keynes e a força da chamada revolução keynesiana motivaram, em grande medida, sua saída de Cambridge, em 1939, para lecionar na *London School of Economics*. Pouco tempo depois, com o início da Segunda Guerra Mundial, o debate entre Keynes e Robertson seria por fim interrompido. Os dois economistas voltariam a trabalhar juntos, como membros da delegação britânica, durante a Conferência Internacional de Bretton Woods, em 1944. Todavia, não haveria tempo para uma retomada de suas controvérsias teóricas. Com o fim da guerra, Robertson retornou a Cambridge para assumir o lugar de Pigou, que se aposentara, como titular da cadeira de economia política. Keynes faleceu em 21 de abril de 1946.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRIDEL, Pascal. *Cambridge monetary thought: development of saving-investment analysis from Marshall to Keynes*. New York: St. Martin's Press, 1987.

DEUTSCHER, Patrick. *R.G. Hawtrey and the development of macroeconomics*. Michigan: The University of Michigan Press, 1990.

DIMAND, Robert W. *The origins of the keynesian revolution: the development of Keynes' theory of employment and output*. Stanford: Stanford University Press, 1988.

ESHAG, Eprime. *From Marshall to Keynes: an essay on the monetary theory of the Cambridge School*. New York: Augustus Kelley, 1965.

KAHN, Richard F. The relation of home investment to unemployment. *Economic Journal*, Cambridge, v. 41, p. 173-198, Jun. 1931.

KEYNES, John Maynard. *A treatise on money*. New York: Harcourt, Brace and Company, 1935 (obra publicada originalmente em 1930).

KEYNES, John Maynard. The pure theory of money: a reply to Dr Hayek (artigo publicado originalmente em 1931). In: MOGGRIDGE, Donald. (Ed.). *The collected writings of John Maynard Keynes: the general theory and after: part I- preparation*. London: MacMillan Press, 1987. v. XIII. p. 243-256.

KEYNES, John Maynard. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Nova Cultural, 1996 (obra publicada originalmente em 1936).

KEYNES, John Maynard. The general theory of employment (artigo publicado originalmente em 1937a). In: MOGGRIDGE, Donald. (Ed.). *The collected writings of John Maynard*

Keynes: the general theory and after: part II- defence and development. London: MacMillan Press, 1987. v. XIV. p. 109-123.

KEYNES, John Maynard. Alternative theories of the rate of interest (artigo publicado originalmente em 1937b). In: MOGGRIDGE, Donald. (Ed.). *The collected writings of John Maynard Keynes: the general theory and after: part II- defence and development.* London: MacMillan Press, 1987. v. XIV. p. 201-215.

KEYNES, John Maynard. Mr Keynes and 'finance' (artigo publicado originalmente em 1938). In: MOGGRIDGE, Donald. (Ed.). *The collected writings of John Maynard Keynes: the general theory and after: part II- defence and development.* London: MacMillan Press, 1987. v. XIV. p. 229-233.

LERNER, Abba. Saving equals investment (artigo publicado originalmente em 1938). In: HARRIS, Seymour. (Ed.). *The new economics: Keynes' influence on theory and public policy.* New York: Alfred Knopf, 1952. p. 619-625.

LERNER, Abba. Saving and investment: definitions, assumptions, objectives (artigo publicado originalmente em 1939). In: HARRIS, Seymour (Ed.). *The new economics: Keynes' influence on theory and public policy.* New York: Alfred Knopf, 1952. p. 626-633.

LERNER, Abba. Alternative formulations of the theory of interest (artigo publicado originalmente em 1944). In: HARRIS, Seymour (Ed.). *The new economics: Keynes' influence on theory and public policy.* New York: Alfred Knopf, 1952. p. 634-654.

MEHTA, Ghanshyam. *The structure of the keynesian revolution.* New York: St. Martin's Press, 1978.

MILGATE, Murray. *Capital and employment: a study of Keynes's economics.* London: Academic Press, 1982.

MOGGRIDGE, Donald. (Ed.). *The collected writings of John Maynard Keynes: the general theory and after: part I - preparation.* London: MacMillan Press, 1987a. v. XIII.

MOGGRIDGE, Donald. (Ed.). *The collected writings of John Maynard Keynes: the general theory and after: part II - defence and development.* London: MacMillan Press, 1987b. v. XIV.

PATINKIN, Don. *Keynes' monetary thought: a study of it's development.* Durham: Duke University Press, 1976.

PRESLEY, John R. *Robertsonian economics: an examination of the work of Sir D.H. Robertson on industrial fluctuation.* New York: Holmes & Meier, 1979.

ROBERTSON, Dennis Holme. *Money.* Cambridge: Cambridge University Press, 1922.

ROBERTSON, Dennis Holme. *Banking policy and the price level: an essay in the theory of the trade cycle.* London: P.S. King & Son, 1932 (obra publicada originalmente em 1926).

ROBERTSON, Dennis Holme. La fluctuación industrial y el tipo natural de interés (artigo publicado originalmente em 1934). In: _____. *Ensayos sobre teoría monetaria*. Madrid: Aguilar, 1956. p. 92-100.

ROBERTSON, Dennis Holme. La demanda efectiva y el multiplicador (artigo publicado originalmente em 1936). In: _____. *Ensayos sobre teoría monetaria*. Madrid: Aguilar, 1956. p. 124-132.

ROBERTSON, Dennis Holme. Alternative theories of the rate of interest: rejoinder. *Economic journal*, Cambridge, v. 47, p. 428-436, Sept. 1937.

ROBERTSON, Dennis Holme. Mr. Keynes and 'finance'. *Economic journal*, Cambridge, v. 48, p. 314-318, Jun. 1938.

ROBERTSON, Dennis Holme. Mr. Keynes y el tipo de interés (artigo publicado originalmente em 1939). In: _____. *Ensayos sobre teoría monetaria*. Madrid: Aguilar, 1956. p. 3-43.