

Investimento e especulação de Keynes até 1930: rumo à teoria dos Ciclos de Crédito*

Investment and Speculation from Keynes until 1930: Towards the Theory of Credit Cycles

Joás Evangelista Lima e Douglas Alcantara Alencar**

Resumo: Desde o começo da década de 1980, os estudos acerca do comportamento de Keynes enquanto investidor vêm chamando atenção tanto em seu debate epistemológico quanto nos desdobramentos de suas ações nas bolsas de valores em suas obras e vice-versa. Partindo de uma investigação histórica, teórica e analítica cujos escritos do autor serão partes essenciais dos *The Collected Writings*, reunidos por Donald Moggridge e Elizabeth Johnson em 1971, além das referências bibliográficas de maior peso nos estudos do comportamento e das práticas de Keynes como investidor e especulador financeiro. Nesse sentido, alguns apontamentos serão feitos sobre seus primeiros anos como participante da Bolsa de Valores, relacionando as estratégias de investimento com suas crenças e observações do ciclo de comércio dos bens investidos. Desse modo, o presente estudo busca apontar a existência de uma estreita relação entre as estratégias de investimento em commodities e nos mercados cambiais do autor entre guerras, de acordo com a própria concepção do mesmo sobre o ciclo de crédito, que foi concretizado na Teoria do Ciclo de Crédito.

Palavras-chave: Especulação Financeira. Keynes. Teoria do Ciclo de Crédito. Pós-Keynesianismo.

Abstract: Since the early 1980s, studies on Keynes's behavior as an investor have drawn attention both in their epistemological debate and in the developments of his actions in stock markets as reflected in his works and vice-versa. Based on a historical, theoretical, and analytical investigation, Keynes's writings will be essential parts of *The Collected Writings*, compiled by Donald Moggridge and Elizabeth Johnson in 1971, along with the most significant bibliographic references on Keynes's behavior and practices as a financial investor and speculator. In this sense, some notes will be made about his early years as a stock market participant, relating investment strategies to his beliefs and observations of the trade cycle of the invested goods. Thus, this study aims to highlight the existence of a close relationship between Keynes's investment strategies

* Submissão: 09/02/2023 | Aprovação: 28/04/2024 | DOI: 10.5380/re.v45i86.89724

** Respectivamente: (1) Doutorando em Economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), Brasil | ORCID: 0000-0003-2306-7657 | E-mail: joas.lima@ppge.ie.ufrj.br | (2) Professor Adjunto do departamento de Economia da Universidade Federal do Pará (UFPA), Brasil | ORCID: 0000-0002-6077-998X | E-mail: dougsky@gmail.com



in commodities and foreign exchange markets during the interwar period, according to his own conception of the credit cycle, which was later formalized in the Theory of Credit Cycles.

Keywords: Financial Speculation. Keynes. Credit Cycle Theory. Post-Keynesianism.

JEL: B12. B22. E12.

1. Introdução

O comportamento especulativo de Keynes foi fundamental para sua experiência como investidor (em especial, nos mercados cambiais e nas *commodities*), assim como também as recomendações de políticas econômicas e estudos teóricos que partem do regime de reservas tampão até a Teoria do Ciclo do Crédito. Moggridge, (1992) e Kregel (2010) ressaltam que, em nome da faculdade de Cambridge, Keynes costumava negociar no mercado financeiro para os amigos e para ele mesmo, embora não fossem aprofundados os seus estudos a respeito da sua influência e relação como investidor.

Assim, várias pesquisas sobre mercados financeiros e a teoria keynesiana ganharam destaque ao longo dos anos, pois encontravam-se inseridas em perspectivas totalmente atreladas ao circuito macroeconômico tradicional – ou seja, desconectadas das atividades especulativas do autor. Skidelsky (1983) chama atenção para o ressurgimento das pesquisas sobre os hábitos especulativos de Keynes a partir dos anos oitenta do século passado. Não obstante, o autor destaca o retorno dos escritos originais e historicamente significativos sobre Keynes, cuja produção serviu como incentivo para a busca de uma abordagem alternativa à teoria econômica convencional a respeito dos mercados financeiros e, principalmente, aos estudos que objetivamente tratavam sobre sua prática enquanto operador na bolsa de valores, além do entendimento e funcionamento da mesma no começo do século XX, a partir de uma perspectiva keynesiana (Moggridge, 1992)

Desse modo, acreditou-se que as pesquisas sobre os investimentos em Keynes não seriam mais possíveis, levando as ações de Keynes enquanto especulador e investidor a uma incerteza. Trabalhos mais recentes como de: Fantacci (2012), Marcuzzo (2012), Roselli (2017), Cavalli *et al.* (2012), Chambers *et al.* (2015), Marcuzzo e Sanfilippo (2022), Cristiano *et al.* (s.d.), Cristiano e Marcuzzo (2018), Accominotti e Chambers (2016) e Woods (2020) demonstraram um grande avanço nas pesquisas teóricas sobre as estratégias de investimento de Keynes dentre os mais diversos mercados em que o mesmo atuou, com destaque para os mercados ligados à especulação de *commodities* e cambiais.

Sendo assim, a partir da edição dos *The Collected Writings of John Maynard Keynes* realizada por Moggridge e Johnson em 1971, novos trabalhos buscaram reexaminar uma gama de estratégias e abordagens utilizadas por Keynes,

partindo do gerenciamento de portfólios ressaltado por Woods (2018) até as especulações nos mercados futuros de *commodities* de Fantacci *et al.* (2010; 2012); implicando no aprofundamento e investigação de inúmeras situações tomadas por Keynes para o processo de decisões econômicas nos mercados de curto, médio e longo prazo, indo de encontro da abordagem convencional de racionalidade e cujos trabalhos demonstraram a evolução do autor ao longo dos anos, possibilitando enxergar a localização da Teoria do Ciclo de Crédito, que influenciou boa parte de suas decisões nos mais diversos mercados na bolsa além dos demais trabalhos substituídos após a crise de 1929.

A *Teoria do Ciclo de Crédito* surgiu a partir das experiências práticas de Keynes (1930; 1978a, p. 264; 1978b), proveniente de suas observações sobre os movimentos cíclicos dos mercados de *commodities* na bolsa com a especulação dos tomadores de empréstimos bancários e dos impactos de suas decisões, partindo do impacto dos níveis de preços e dos custos sobre os investimentos e o nível de poupança, cujo fenômeno estava diretamente ligado à disponibilidade de crédito e das taxas de juros vigentes. Sendo assim, as análises econômicas de Keynes (1930) e, principalmente, as estratégias no mercado financeiro não poderiam ser desassociadas da sua visão sobre o movimento do Ciclo do Crédito. Tais estratégias foram bem especificadas e tratadas no *Treatise on Money*, sendo partes essenciais, mesmo de maneira indireta, para posterior análise teórica na TG (acrônimo de *Teoria Geral do Emprego, Juros e da Moeda*) sobre o comportamento e funcionamento das expectativas e os estados de confiança dos empresários (Keynes, 2017, p. 167).

Neste trabalho, observou-se a localização do Ciclo de Crédito, a partir das ações e estratégias de Keynes como investidor na bolsa; no entanto, buscou-se estabelecer não somente uma discussão sobre *Investment Management*¹ Keynesiana, mas delimitar o percurso que fora percorrido pelo autor até chegar à *Teoria do Ciclo de Crédito*, e, assim, demonstrar os impactos da especulação e gestão de tal teoria dentro da concepção original keynesiana sobre os investimentos; enfatizando essa estratégia a partir dos mercados de *commodities* por parte do autor.

¹ Em português, Gestão de Investimentos.

Em razão disso, partimos de uma investigação histórica, teórica e analítica, cujos escritos originais do autor encontram-se reunidos em *The Collected Writings*, além das demais referências bibliográficas de maior peso nos estudos do comportamento e das práticas de Keynes como investidor e especulador financeiro em seus primeiros anos como participante da Bolsa de Valores; relacionando as estratégias de investimento com as crenças e observações do ciclo de comércio dos bens investidos e implicações sobre todo o circuito macroeconômico.

Assim, a estrutura deste artigo está delineada da seguinte maneira: além desta introdução, o segundo segmento abordará a Análise de Keynes com base no Ciclo de Crédito de curto prazo, explorando as discussões em torno da compreensão e relevância dos primeiros anos de investimento do autor. No terceiro tópico, será destacada a importância dos investimentos nos mercados futuros e seu papel fundamental na concepção de Keynes sobre o sistema financeiro de longo prazo. Isso também inclui a significância crucial desses mercados para a formulação da estratégia do autor no mercado de valores, culminando na elaboração da Teoria do Ciclo de Crédito. Por fim, o estudo é concluído com uma síntese abrangente das questões discutidas ao longo deste trabalho.

2. A Análise do Ciclo de Crédito de Keynes e a Construção da Estratégia de Investimento Keynesiana

As preocupações de Keynes no campo da economia durante as décadas de 20 e 30 do século XX podem ser resumidas em duas propostas básicas: i) fornece uma análise sobre a moeda, ciclos e crédito; ii) propor análises relevantes como alicerce para a intervenção pública. Essas preocupações não estavam dissociadas da prática de investimento na bolsa, pois partem das propostas em análises que eram direcionadas para explicar os ciclos de contração e expansão da economia (Skidelsky, 1983, p. 209). Skidelsky (1983), inclusive, ressalta que, no começo da década de 20 do século XX, já existiam vários estudos e pesquisas que buscavam explicar a alternância das expansões e retrações das atividades econômicas das

quais Keynes teria tido acesso, como, por exemplo, as de Wicksell^{2 3}; que em 1898 havia escrito *Juros e Preços*⁴, obra-chave que também influenciou o economista e professor britânico Dennis Holme Robertson (1926), contemporâneo e debatedor de Keynes.

Para uma melhor compreensão a respeito da construção da análise de Keynes sobre o ciclo de crédito, é imprescindível atentar-se à compreensão de Wicksell sobre o comportamento dos ciclos de negócios, em especial, dos níveis de preços e das taxas de juros. O termo-chave da obra de Wicksell (1936) foi denominado “*processo acumulativo*”, no qual, o ciclo econômico passaria por duas fases distintas: na primeira fase, o ciclo não sofreria interferência da moeda no “ciclo real”, isto é, neste estágio o ciclo seria determinado pela expansão das inovações que desencadeariam ondas de investimento, afetando diretamente os preços.

Verificava-se o aumento nos preços quando o ritmo de investimento crescia, como também uma redução nos preços quando o crescimento desacelerava. A moeda e o sistema bancário reforçavam essas variações devido ao sistema de duplas taxas de juros denominadas por Wicksell como “taxa de juros natural” e “taxa de juros de mercado”.

Durante a vigência do padrão ouro, esse sistema operaria da seguinte forma: a *taxa de juros natural* resultava do funcionamento da economia “real” e, por outro lado, a *taxa de juros de mercado* operava conforme os bancos concedem os empréstimos aos investidores; pois, uma vez que os bancos possuíam autonomia, essas duas taxas poderiam divergir. Sendo assim, quando a taxa de juros de mercado passava a ser inferior à taxa natural, os empresários seriam inclinados a tomar maiores volumes de empréstimos, encarecendo os fatores de produção e, por fim, o produto final. Desse fenômeno, resultaria a inflação e alta posterior da taxa de juros de mercado porque os agentes de fora do mercado demandariam mais ouro, levando a uma diminuição nas reservas do banco (Wicksell, 1936).

² Economista sueco e professor de economia política da Universidade de Estocolmo. Foi um reconhecido teórico da teoria quantitativa da moeda e teve importantes contribuições para a reforma da mesma. Entre suas maiores contribuições estão a ‘teoria do processo cumulativo’, amplamente empregado por diversos autores e escolas econômicas nas primeiras décadas do século XX, e a conceituação da existência de duas taxas de juros expressos em sua obra *Interest and Prices*.

³ Para saber mais sobre a leitura de Wicksell por Keynes, ver Gazier (2009, p 52).

⁴ Tradução nossa.

A influência de Wicksell (1936) sobre o *Treatise on Money* (isto é, o *Tratado sobre a Moeda*) foi crucial na elaboração do que seria constituído na *Teoria do Ciclo de Crédito* de Keynes, principalmente no tocante às causas da expansão e retração da “economia real”, induzidas pelas inovações e pelo clima de otimismo do empresariado, gerando alternâncias de excesso e defeito no custo do investimento sobre o volume de poupança.

A TCC (acrônimo de *Teoria do Ciclo de Crédito*), além de uma exposição sobre os movimentos cíclicos dos negócios e dos *booms* do mercado financeiro, também fora parte da resposta de Keynes ao debate em torno da estabilidade do nível geral de preços na Inglaterra no pós-Primeira Guerra Mundial devido às alterações dos custos do investimento sobre a poupança além de uma das possíveis influências em suas estratégias de alocação de portfólios financeiros e parte da tentativa do mesmo em reformular a TQM (acrônimo de Teoria Quantitativa da Moeda), ao colocar a moeda como fator endógeno do sistema bancário (Keynes, 1978a, p. 270).

Keynes (1978f, p. 249) define o ciclo de crédito como alternâncias de excesso e defeito no custo do investimento sobre o volume de poupança além de concomitante oscilação no poder de compra do dinheiro devido a essas variações, nas quais o funcionamento do ciclo de crédito estaria quase sempre disposto da seguinte forma: dado um choque ou movimento imprevisto no plano não monetário (guerras, o surgimento de uma inovação ou a expansão da safra de commodities) ou no plano monetário (aumento da confiança e o boom nas ações das bolsas de valores com a especulação de novos recursos naturais). Estas variações alterariam as taxas de juros naturais e de mercado, ambas sofrendo elevação, tendo em vista o aumento da atratividade do investimento, sem, entretanto, sofrer qualquer restrição pelo aumento da poupança, ou seja, não sofreriam com o efeito do aumento dos investimentos (Keynes, 1978a, p. 271).

Essa “concordância” entre as duas taxas de juros, ou das taxas de mercado, caso ficassem mais baixas que a natural, possibilitaria ao sistema bancário aumentar a quantidade total de dinheiro. No início, o aumento necessário provavelmente não seria grande e poderia ser obtido quase despercebido, ou seja, da folga geral do sistema ou ainda suprido por uma queda nas necessidades da circulação financeira sem qualquer mudança no volume total de dinheiro. Nesse ponto, há uma melhora na produção e uma elevação nos preços dos bens de capital.

O aumento inesperado nos preços possibilita a expansão dos empregos e dos lucros inesperados pelos empresários, no entanto, depois desse estágio e após grande proporção dos fatores desempregados ser absorvida, os empresários que concorrem uns contra os outros, sob o estímulo de altos lucros, começarão a oferecer taxas mais altas de remuneração, assim como haverá um aumento da circulação industrial, tanto por causa do aumento do emprego quanto pelo aumento dos lucros (Keynes, 1978a, p. 272).

Keynes (1978a, p. 272) chama atenção para as razões que esta tendência de “equilíbrio” e elevação do ciclo de crédito seriam rompidas, citando vários cenários entre eles, como, por exemplo, o fato da capacidade do Banco Central e do sistema bancário em responder ao aumento da circulação monetária sem violar seus “princípios”. Culpando em grande medida o sistema financeiro por questões de expertise ou na tentativa de antecipar uma nova crise, os especuladores ou alguns líderes de grandes companhias seriam tomados por sentimentos de queda e baixa do ciclo de expansão e crescimento da economia, recrudescendo as exigências de circulação financeira.

Todavia, Keynes também cita os casos nos quais a perda de atratividade dos novos investimentos, como resposta do sistema bancário ao aumento da circulação industrial, elevando quase sempre a taxa de juros de mercado acima do natural. Seja qual for o cenário, existirá um rompimento do ciclo de expansão quando as taxas de juros de mercado forem alteradas e que provocará o encarecimento dos custos de produção (Keynes, 1978a, p. 273).

Desse modo, serão apresentados três tipos de ciclos de crédito (Keynes, 1978f, p. 251), e embora admita a complexidade dos três tipos, o autor parte do caso em que o investimento aumentará em relação à poupança:

- (i) O aumento do investimento pode ocorrer sem qualquer alteração no volume total da produção pela substituição da produção de bens de capital por bens de consumo; neste caso, o aumento do investimento não se concretizará antes de decorrido um período de produção.
- (ii) O aumento do investimento pode assumir a forma de um aumento do capital de giro correspondente a um aumento da produção total devido à sobreposição de uma produção adicional de bens de capital à produção existente; neste caso, o aumento do investimento começará

desde o início, sendo em primeiro lugar na forma de trabalhar e, após o decurso de um período de produção, sob a forma de capital fixo.

- (iii) O aumento do investimento pode assumir a forma de um aumento do fundo de maneiio correspondente a um aumento da produção total devido à sobreposição de uma produção adicional de bens de consumo à produção existente; neste caso, o aumento do investimento continuará apenas durante um período de produção.

Apesar de não ser tão evidente a utilização por parte do autor da TCC em seus primeiros anos como especulador na bolsa (temporalmente definidos entre 1910 a 1930)⁵, foi possível identificar alguns elementos dentro de seu debate com Robertson, que indicam a observância dos mesmos pressupostos que constituem a TCC em sua atuação como investidor nos mercados de commodities. Keynes, para analisar e definir o comportamento do ciclo de crédito, atinha-se a: i) um conjunto de informações de companhias, bancos e seguradoras e; ii) dos movimentos das taxas de juros, dos níveis de preços e o otimismo especulativo dos investidores durante as altas e baixas dos ciclos de negócios (Keynes, 1978a, 1978c, 1978f, 1978g).

Esse otimismo seria refletido, principalmente, na especulação da bolsa de valores e nos mercados futuros, principal mecanismo de propagação do clima de *bull* e *bears*⁶ sobre os ciclos de crédito. Keynes descreveu esse processo como um fenômeno originado no plano não-monetário a curto prazo que vai aumentando os atrativos do investimento, que, por sua vez, acaba advindo das mais variadas fontes: tanto de inovações quanto do surgimento de novos fatores especulativos como, por exemplo, das *commodities*, que rapidamente forçaria uma resposta do sistema bancário. Logo, o ciclo provocado por uma causa não-monetária seria a gênese de um *boom* na bolsa de valores, começando com especulações em recursos naturais ou monopólios de fato, mas, eventualmente afetado pela atração dos preços de novos bens de capital (Keynes, 1978a. p.271).

Essa visão é reforçada novamente por Keynes na seguinte passagem do *CWK*.

⁵ Ver Keynes (1978d, p. 113).

⁶ Termo utilizado nos mercados financeiros para designar o clima e as expectativas de otimismo e a alta (*bull*) / (*bears*) pessimismo e a baixa dos especuladores sobre determinadas ações.

O resultado da experiência acumulada destas situações e condições é demonstrar o curso dos acontecimentos é suficientemente regular para permitir que aqueles que estão em contato próximo e constante com a situação financeira em certas instâncias antecipem mudanças iminentes no curso do ciclo de crédito (Keynes, 1978d, p. 33, tradução nossa).

O Ciclo do crédito, para além do debate acadêmico sobre as alternâncias e variações do comportamento dos níveis de preços e investimentos por parte dos bancos comerciais e agentes privados da época, ganha bastante destaque para Keynes devido ao debate com Dennis Robertson⁷, que, em 1926, publica *Banking Policy and the Price Level*. Embora Robertson (1926) apontasse os excessos que levaram o ciclo de crédito a efeitos perversos e produziram efeitos duplos em uma sociedade progressista; pois, ainda que esses efeitos pudessem ser controlados, seus reflexos produziram tanto a estagnação quanto a estabilidade. Ou seja, a primeira em caso de contenção do crédito na tentativa de frear o processo inflacionário e a segunda em virtude de sua expansão, como Keynes destaca, em outra passagem do 1978a).

É sabido que as flutuações nos valores relativos de títulos de renda fixa de longo prazo e de curto prazo e também de títulos de renda fixa em geral e de ações ordinárias são todos afetados por um ciclo de crédito periódico. Mudanças na taxa de juros de curto prazo afetam o valor dos títulos de longo prazo em um grau maior do que estritamente deveria ser o caso, resultando em lucros consideráveis mudando de uma classe para outra nas fases apropriadas do ciclo de crédito.

Mudanças periódicas semelhantes também ocorrem nos valores relativos do dinheiro, por um lado, e dos bens e bens imóveis, por outro, que se refletem nos valores relativos dos títulos e das ações, representando, respectivamente, créditos monetários e propriedades. que aqui também o mesmo princípio de mudar de uma classe para outra em momentos apropriados pode ser aplicado (Keynes, 1978a, p. 33, tradução nossa)

A análise de Keynes (1978a, p. 263; 1930) da relevância do Ciclo do Crédito aprofunda-se nos capítulos 19 e 20 do *Treatise on Money*, cuja obra respondeu às afirmações de Robertson (1926) sobre o Ciclo do Crédito bancário. A partir de uma análise wickeselliana, Keynes passaria a concordar com a afirmativa de Robertson (1926), na qual a fase de inflação do ciclo e a riqueza social aumentaria exponencialmente tão rápido quanto a elevação dos

⁷ Economista britânico e professor de economia política em Cambridge; foi um importante interlocutor de Keynes entre os anos 20 e 30 do século XX, colaborou com o autor em diversos textos entre eles: o *Treatise on Money* (1930) e a *Teoria geral do Emprego, Juros e da Moeda* (1936).

investimentos devido ao otimismo do ciclo; corroborando as afirmações de Wicksell (1936) sobre o *processo acumulativo*.

Por outro lado, Keynes (1978a, p. 266) passou a discordar de Robertson (1926) sobre a operação, os efeitos e os limites dessas expansões no curto, médio e longo prazo. Essa discordância de Keynes (1930) sobre a análise de Robertson: ocorre que tal compreensão seria necessária para notar que a fase de *inflação das commodities* em um ciclo de crédito não poderia ser útil para aumentar continuamente a taxa de acumulação de riqueza. Essa taxa atenderia a esse propósito, no caso de um surto curto e repentino, sendo perfeitamente concebível imaginar situações dentre as quais poderiam surgir ocasiões em que um ‘surto’ de riqueza gerada por essas *commodities* seria mantida. Para Keynes (1978d), essa excepcionalidade se daria principalmente em um estado de guerra.

As observações keynesianas sobre o ciclo de crédito e a inflação das *commodities* em seu debate com Robertson (1926), indica não só sua predisposição ao debate teórico, mas como grande conhecedor desses mercados, em grande parte, vinculados a uma compreensão enquanto investidor; ressaltado por Fantacci (2012) e Marcuzzo (2012), pela maneira como Keynes percebia o papel do especulador na organização dos mercados financeiros como sendo um portador de riscos, fornecendo um seguro contra mudanças inesperadas de preço em troca de uma remuneração pré-determinada, antecipando o ciclo especulativo que, em muitos casos, seria provocado pelo ciclo do crédito.

3. A especulação de *commodities* e mercados futuros e os apontamentos para uma teoria do Ciclo de Crédito a longo prazo

Inicialmente, podemos notar dois momentos de Keynes como investidor na bolsa. No primeiro, observou-se Keynes como especulador monetário e cambial no curto prazo; no segundo, como investidor de *commodities* a longo prazo. Porém, em ambos os casos notou-se alguma influência da TCC e do debate travado com Robertson nos anos 1920, mas não foi possível identificar o encontro da TCC nos dois períodos; na primeira, a relação é nítida; na segunda, bem tímida.

No curto prazo, as alterações nas taxas de juros naturais e de mercado são a gênese do processo que possibilitou a equalização dos investimentos com a poupança —, ou seja, uma vez que a taxa de juros de mercado esteja abaixo do natural, existia uma tendência para a expansão das atividades econômicas e da

criação de booms especulativos. A longo prazo, esse processo seria revertido, seja por causa da perda de atratividade dos investimentos, da defasagem tecnológica ou como resposta do sistema bancário ao aumento dos lucros e da circulação industrial; pois, seja qual foi o motivo, o ciclo de ‘*bull*’ se transformaria em ‘*bears*’, ocorrendo uma resposta pendular do ciclo de crédito para as novas incorporações do “mundo real” (Fantacci *et al.*, 2010).

Essas novas incorporações estavam quase sempre ligadas às *commodities* ou a produtos agrícolas. Foi a partir dos efeitos da inflação dos preços das *commodities* que o autor travou seu debate com Robertson (Keynes, CWK I), no qual Keynes tenta antecipar as tendências comerciais dos mercados com base nos ciclos de crédito, apostando nas altas e baixas a partir do financiamento destinado aos principais produtos agrícolas por parte dos bancos. E, a partir desse momento, o autor observou um comportamento comercial “cíclico”, com base nas taxas de juros vigentes; ou seja, quanto mais altas elas forem, menos incentivos para novos investimentos serão dados. Esse processo também impactou diretamente na escolha de portfólios por parte dos investidores que migraram das *commodities* para títulos ou desses para moedas (Keynes, CWK III).

Desse modo, as expansões e contrações na bolsa foram os primeiros reflexos das mudanças na economia monetária, refletidos diretamente por algum fator na economia real e quase sempre ligadas à especulação sobre algumas *commodities*, cujo tema foi recorrente e reforçado em cartas escritas pelo autor e destinadas ao também economista britânico Richard Ferdinand Kahn (Keynes, 1978c; 1978d). Partindo desse ponto, Keynes (1978c) observou que alguns tipos de *commodities*, com destaque ao gênero alimentício, possuíam capital circulante cultivado e estocado com valores superiores aos vistos, quando comparado ao capital fixo necessário para produzi-lo, gerando uma necessidade por empréstimos de curto prazo e riscos elevados de acordo com a variação nos preços dos produtos com o mesmo intervalo de tempo, partindo-se do início da produção até sua realização (Keynes, 1978c, p. 255).

Para Keynes (1978c, p. 259), se os preços das mercadorias aumentavam rapidamente, o contrário acontecia com os estoques que aumentavam lentamente. Logo, produzia-se uma situação em que o crédito era esticado até o ponto de ruptura e as condições tendentes à crise começavam a amadurecer. Porém, sempre lembrando que os preços de mercado deviam persistir por alguns meses em

patamar elevado, antes de produzirem seus efeitos plenos sobre a demanda por crédito.

Foi a partir dessa análise de constituição e funcionamento dos mercados futuros que obtivemos um olhar mais detalhado da atuação de Keynes como especulador e operador na bolsa de valores entre 1910 e 1930, além de alguns indícios da teoria do ciclo de crédito a longo prazo. Ao investir nos mercados futuros, era possível observar alguns pressupostos ligados a TCC, com destaque aos seguintes fatores:

- a) dinâmica dos níveis de preços e das taxas de juros;
- b) antecipação do movimento inflacionário dos mercados na alta e uma queda na cotação do valor das *commodities* na baixa (daí a necessidade de um *hedge*⁸);
- c) obtenção do máximo de informações possíveis sob uma perspectiva holística dos mercados.

Keynes destacava que os bancos estariam dispostos a emprestar o dinheiro ou uma parte considerável dele, mas não estavam preparados (intencionalmente) para correr o risco de uma mudança no preço de uma mercadoria entre a compra e a venda. Tal risco deveria ser carregado entre eles pelo produtor, pelo comerciante e pelo especulador profissional (Keynes, 1978c, p. 259). Sendo assim, conforme os bancos atendiam aos pedidos de financiamento de crédito a curto prazo para os produtores, também aumentavam o valor do *hedge* exigido, organizados e financiados por meio dos mercados futuros e sedimentados por meio dos contratos futuros (Keynes, 1978c, p. 269).

Ao analisar a constituição dos contratos futuros⁹, Keynes (1938) realizou uma descrição de caráter muito semelhante à moderna definição que damos aos mesmos, pois, consistem em uma forma de seguro contra a variação dos preços. Ao fixar um preço no curto prazo sobre a mercadoria que ainda será produzida, o produtor antecipa um valor a ser pago no futuro a longo prazo, assegurando-se das

⁸ N.do A.: A garantia por meio de uma cobertura do investimento, realizado de forma antecipada.

⁹ Refere-se a um tipo de contrato compra/venda de um determinado produto em um mercado futuro, podendo ser desde moedas, *commodities* e ações (índices) Contrato em que o comprador/vendedor celebra um acordo de compra/venda de um ativo financeiro hoje para, em uma data futura, retirar o “prêmio”.

volatilidades no valor desse produto no mercado de ações, além disso, precavia-se dos riscos advindos da venda a curto prazo.

Em contrapartida, o comprador aceitava os riscos advindos da compra a um preço pré-fixado com a expectativa da revenda a um valor maior no futuro. Para Keynes, esse tipo de mercado seria o mais atrativo para especuladores profissionais e com maior experiência em revenda, como foi ressaltado pelos autores Fantacci *et al.* (2010) e Cavallí *et al.* (2012).

Marcuzzo (2012) questiona as razões que levavam os investidores a comprar ações com um risco de perda, como por exemplo, no mercado futuro. Uma das possíveis explicações estaria na confiança que os mesmos teriam a seu favor, a inflação sobre os preços dos produtos no futuro; ou seja, ao antecipar a compra com um preço pré-fixado, o custo da mercadoria seria igualmente estipulado e sua revenda poderia ser muito mais lucrativa e vantajosa.

Ao perceber tal situação, Keynes (1978c) apontou como uma das mais prováveis razões que levavam os especuladores a escolherem esses mercados: o fato desses especuladores serem mais bem treinados para notar os movimentos nos preços antes dos consumidores e produtores, além de possuírem maior acesso às informações e maiores possibilidades para realizarem empréstimos bancários.

Considerando-se o argumento acima, foi possível inferir as razões que levaram Keynes a se aventurar nesses mercados, pois, tanto os compradores quanto os vendedores também saíam ganhando; apesar que, no tempo presente, exista a possibilidade de venda a um preço abaixo do valor que se poderia receber em tempo futuro, os produtores ganhariam mais conseguindo alcançar bons rendimentos mesmo diante das incertezas sobre a própria produção. Logo, os especuladores que compravam tais mercadorias também estariam dando uma apólice de seguro aos vendedores, ao mesmo tempo em que possibilitavam garantias de lucros extraordinários para si mesmos.

Ao citar Keynes (1923), Fantacci *et al.* (2010) descreveu a aceitação por parte do produtor sobre o preço fixado, considerando a certeza de que, ao aceitar um preço menor, provavelmente esse seria o valor da mercadoria quando chegava o momento da venda, cujo cálculo era expresso pela equação descrita a seguir: o risco do prêmio (r) pago pelo *hedge* ao especulador é medido pela diferença entre o preço esperado e o preço a prazo para a mesma data futura.

Ao longo da sua vida como investidor, Keynes possuía um portfólio em *commodities* bem variado; porém, dentre todas as *commodities*, o trigo, em especial, ganhou bastante relevância. Grande parte das cartas de Keynes destinadas a Kahn tratavam sobre a compra e venda deste cereal no mercado futuro, que ganhou notoriedade nesse período devido ao consumo acentuado nos entreguerras, provocando flutuações expressivas de preços conforme a demanda oscilava no mercado mundial, como ressaltaram Roselli (2017) e Sicsú (2020).

Fantacci *et al.* (2010) observa que a produção de trigo fora crucial, principalmente pela sua crescente demanda no mundo. No entanto, seus preços oscilavam de acordo com os fatores climáticos como, por exemplo, as infestações e ferrugens que destruíam parte da produção. Assim, a reserva tampão tornou-se imprescindível para a amenização do preço e do ciclo das *commodities*.

Ao escrever sobre o mercado de *commodities*, Keynes (1978c, p.110) destacou dois pontos que afetavam significativamente os preços nesse setor: i) o excesso da oferta sobre a demanda; e ii) flutuações. O primeiro era apontado por causa dos incentivos governamentais concedidos a produtores por muitos países para a autossuficiência de produção e o controle dos preços domésticos como subsídios e tarifas; o segundo ponto, foram as consequências do primeiro, que para Keynes, poderia ter sido mitigada por meio de um maior controle sobre os estoques (Fantacci *et al.*, 2010, p. 8).

Nesse período, o mercado de *commodities*, em especial o de trigo, teria sido um dos mais bem estruturados que incluía o fácil acesso às informações que os vendedores, compradores e especuladores dispunham, além de um armazenamento eficaz; fazendo desse mercado um dos poucos com “eficiência quase perfeita”, possibilitando o desenvolvimento de contratos futuros, e o interesse de diversos especuladores e investidores.

Cavalli *et al.* (2012) apontam que, somado a essa situação, ocorriam negociações altamente padronizadas. Em primeiro lugar, a padronização seria aplicada às quantidades, qualidades e datas de vencimento dessas mercadorias. A mercadoria transacionada seria classificada de acordo com as normas de um sistema de “verificação e padronização” e negociada em lotes concentrados com datas de entrega em meses e vencimento variando em até onze meses a partir da estipulação do contrato.

Dentro dos procedimentos típicos no mercado de *commodities* referentes à venda sobre contrato futuro temos: i) “*At-the-market orders*” (pedidos no mercado), eram compras e vendas feitas no mercado com o preço mais atual; ii) “*Limit orders*” (pedidos limitados), eram pedidos de compra e venda a um preço especificado.

Nesse caso, a obrigação do corretor seria a tentativa de comprar ou vender o lote assim que o preço fosse alcançando o curso das negociações no mercado, entrando em cena as seguintes metodologias; iii) “*Stop-loss orders*”, considerado o meio-termo entre os dois pedidos anteriores e descrito como o limite de pedidos no mercado quando era imediatamente atingido pelo preço limite; iv) “*Spreading orders*”, eram dois pedidos simultâneos de compra em um mercado com um certo vencimento, e venda em outro mercado com a possibilidade de lucrar com o desalinhamento de preços entre o vencimento de mercados com relação à paridade (a diferença do preço normal esperado entre custos de transporte, condições de mercado, entre outros fatores.) (Fantacci *et al.*, 2010, p. 9).

Rosselli (2017) destaca que Keynes tinha preferência pelos procedimentos ii) “*Limit orders*” e iii) “*Stop-loss orders*”, referentes à compra e venda no mercado, cujas recomendações para Kahn eram mais periódicas em suas cartas pessoais, conforme reforçaram Cavalli *et al.* (2012), ao descrever os padrões de compra e venda no mercado de trigo em Londres por Keynes, que mantinha um *hedge* em torno de 25% das suas ações. Tal quadro reforça a hipótese de que seus investimentos nos mercados futuros davam-se por intermédio da crença em dois itens principais: a) a de uma reserva tampão, que poderia ser usada como *hedge* e; b) a observação da existência de um movimento cíclico do comércio das *commodities*, que estava diretamente ligado à capacidade dos investidores assumirem os riscos por meio de financiamentos e de empréstimos bancários pela expectativa de lucros via crédito; o que também poderia caracterizar como uma estratégia do tipo *top-down*.

Tabela 1 – Renda de Keynes (£) por anos fiscais, 1910 a 1930

Ano	Total
1910	730
1911	769
1912	910
1913	991
1914	1072
1915	1279
1916	1358
1917	1390
1918	1802
1919	5156
1920	3935
1921	3794
1922	5929
1923	4414
1924	5963
1925	5523
1926	6648
1927	5558
1928	3764
1929	3725
1930	4502

Fonte: Keynes (1978d, p. 6)¹⁰.

Esses procedimentos explicaram a elevação da renda pessoal do autor a partir do fim da Primeira Guerra Mundial, cujas taxas de juros e negociação de *commodities* elevaram-se de forma considerável, como foram observadas na Tabela 1.

4. Considerações finais

Embora não tenha ganhado tanto destaque dentro da literatura keynesiana, a *Teoria do Ciclo de Crédito* tem um papel relevante na intermediação entre a teoria e a prática de investimento de Keynes nos mercados de ações nas duas primeiras décadas do século XX. Keynes, para além de um acadêmico, foi reconhecidamente um grande apostador na bolsa de valores e possuía um vasto portfólio de investimentos, em especial, ações em *commodities* agrícolas e

¹⁰ A fonte desta tabela são os cálculos de impostos do próprio Keynes nos documentos do autor, assim como de informações retiradas de jornais. O que também inclui receitas de palestras, bolsa de estudos, exames, Royal Economic Society, livros e artigos e sua posição como tesoureiro do King's College, Cambridge ressaltados em Keynes (1978d, p. 6).

minerais; foi justamente a partir desses investimentos, que percebemos os primeiros apontamentos da gênese do que viria a ser a *Teoria do Ciclo de Crédito*.

Foram os movimentos dos ciclos comerciais das *commodities* nas bolsas de valores, alinhados à prática como investidor, que fez com que Keynes percebesse a ligação entre o “lado real” da economia ao “lado monetário/crédito”; pois o ciclo do crédito não era desatrelado da dinâmica comercial expresso no otimismo/pessimismo nas bolsas e no comércio internacional. Esse otimismo seria refletido principalmente na especulação dos mercados futuros, que foram os principais mecanismos de *operação dos ciclos de crédito*.

Sendo esse um fenômeno originado de várias fontes: tanto das inovações, quanto do surgimento de novos fatores especulativos como, por exemplo, de *commodities*. O ciclo poderia ser provocado *por uma causa monetária*, considerada como o principal vetor do *boom* na bolsa de valores, assim como as especulações em recursos naturais ou monopólios de fato. Contudo, eventualmente o ciclo seria afetado pela atração dos preços de novos bens de capital, expandindo a disponibilidade do crédito.

Embora a TCC seja compreendida como uma resposta ao debate recorrente sobre o comportamento e ações dos bancos e o conseqüentemente efeito nas taxas de juros, refletindo diretamente no comportamento especulativo dos agentes nas bolsas, considerou-se que a TCC se inseriu no mesmo período em que Keynes passou a adotar uma estratégia por antecipação dos ciclos de créditos, o que poderia ser “previsível” se essas estratégias se dessem obedecendo um padrão linear.

Sendo assim, podemos conceber, desta forma, a análise de Keynes: se por um lado a análise do ciclo de crédito partia de sua prática como investidor e foi mais detalhada no campo teórico no *Treatise on Money*, evidenciada em seu debate com Robertson na década de 1920, essa observação realizada se encontrava, mesmo que timidamente, presente em suas operações de compra e venda nas bolsas futuras de *commodities*. A compra e venda de *commodities* nos mercados futuros eram partes substanciais de seu portfólio de investimentos e estavam presentes como fatores de preponderância em sua análise do ciclo de crédito.

Uma vez que os bancos esperassem uma nova safra ou adesão a uma “inovação”, o ciclo de crédito estava mais inclinado a se tornar expansivo e isso elevaria o otimismo e o estabelecimento de *contratos futuros*. Em se tratando de

um mercado com riscos elevados, a exigência de uma cobertura (*hedge*) era cada vez maior. Então, o papel do especulador seria de um “portador de riscos”, já que operaria em circunstâncias adversas com alto grau de incerteza do ciclo de crédito. (Keynes, 1978c).

A *Teoria do Ciclo de Crédito* integrou a teoria e a prática em um contexto realista, exibindo seu caráter multidimensional. As grandes reivindicações nesse sentido são: primeiramente, a abordagem proposta será obter um conteúdo muito mais rico do que a teoria convencional predominante; e, em segundo lugar, estabelecer uma linha de comparação sobre a escola keynesiana/pós-keynesiana, cuja teoria encontra-se aberta para construir e explorar uma nova compreensão a partir de uma abordagem genuína sobre *os mercados de ações e os efeitos especulativos nas decisões sobre as incertezas* nos mercados financeiros, em especial, os mercados de *commodities*. O resultado desse campo em particular foi deixado para as explicações baseadas na teoria neoclássica convencional.

Portanto, as implicações práticas são amplas e inter-relacionadas: no nível macroeconômico, parte do comportamento dos mercados de ativos e a relação entre os mercados financeiros com o restante da economia; e no nível microeconômico, está relacionado ao gerenciamento de carteiras individuais.

Referências

ACCOMINOTTI, O.; CHAMBERS, D. If you're so smart: John Maynard Keynes and currency speculation in the interwar years. *The Journal of Economic History*, v. 76, n. 2, p. 342-386, 2016.

CAVALLI, N.; CRISTIANO, C. Keynes's speculation in the London tin market: 1921-1930. In: MARCUZZO, M. C. (Ed.) *Speculation and regulation in commodity markets: The Keynesian approach in theory and practice*. Rapporto Tecnico, n. 21, p. 57-78, 2012.

CHAMBERS, D.; DIMSON, E. Keynes the stock market investor. *Document de travail non publié*. Cambridge Judge Business School, 2012.

CHAMBERS, D.; DIMSON, E.; FOO, J. Keynes the stock market investor: a quantitative analysis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 50, n. 4, p. 843-868, 2015.

CHAMBERS, D.; KABIRI, A. Keynes and Wall Street. *Business History Review*, v. 90, n. 2, p. 301-328, 2016.

CRISTIANO, C.; MARCUZZO, M. C. John Maynard Keynes: the economist as investor. *Review of Keynesian Economics*, v. 6, n. 2, p. 266-281, 2018.

CRISTIANO, C.; MARCUZZO, M. C.; SANFILIPPO, E. *The coming of Keynes to Wall Street, 1931--1939*. [S.D].

DOW, S. The psychology of financial markets: Keynes, Minsky and emotional finance. In: PAPADIMITRIOU, D. B.; WRAY, R. L. (Eds.). *The Elgar Companion to Hyman Minsky*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2010.

FANTACCI, L.; MARCUZZO, M. C.; SANFILIPPO, E. Speculation in commodities: Keynes' "practical acquaintance" with futures markets. *Journal of the History of Economic Thought*, v. 32, n. 3, p. 397-418, 2010.

FANTACCI, L.; MARCUZZO, M. C.; ROSSELLI, A.; SANFILIPPO, E. Speculation and buffer stocks: the legacy of Keynes and Kahn. *The European Journal of the History of Economic Thought*, v. 19, n. 3, p. 453-473, 2012.

FORESTI, T.; SANFILIPPO, E. An analysis of Keynes's investments in the wheat futures markets: 1925-1935. In: MARCUZZO, M. C. (Ed.) *Speculation and regulation in commodity markets: The Keynesian approach in theory and practice*. Rapporto Tecnico, n. 21, p. 79-105, 2012.

GAZIER, B. *John M. Keynes*. Porto Alegre: L&PM Pocket, 2011.

KEYNES, J. M. *Teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Saraiva Educação SA, 2017.

KEYNES, J. M. Some Special Aspects of the Credit Cycle. In: JOHNSON, E.; MOGGRIDGE, D. (Eds.). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, (CWK I), v. V. Londres: Royal Economic Society, 1978a.

KEYNES, J. M. An Exercise in The Pure Theory of The Credit Cycle. In: JOHNSON, E.; MOGGRIDGE, D. (Eds.). *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (CWK II), v. V. Londres: Royal Economic Society, 1978b.

KEYNES, J. M. Commodity Policy. In: JOHNSON, E.; MOGGRIDGE, D. (Eds.). *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (CWK III), v. XXVII. Londres: Royal Economic Society, 1978c.

KEYNES, J. M. Keynes As an Investor. In: JOHNSON, E.; MOGGRIDGE, D. (Eds.). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, (CWK IV), v. XII. Londres: Royal Economic Society, 1978d.

KEYNES, J. M. The Industrial Circulation And The Financial Circulation. In: JOHNSON, E.; MOGGRIDGE, D. (Eds.). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, (CWK V), v. V. Londres: Royal Economic, 1978e.

KEYNES, J. M. Changes Due To Investment Factors. In: JOHNSON, E.; MOGGRIDGE, D. (Eds.). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, (CWK VI). Londres: Royal Economic Society, 1978f.

KEYNES, J. M. Positive Suggestions For The Future Regulation of Money (1923). In: JOHNSON, E.; MOGGRIDGE, D. (Eds.). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, (CWK VII). Londres: Royal Economic Society, 1978g

KEYNES, J. M. *A tract on monetary reform*. Londres: Macmillan, 1923.

KREGEL, J. Keynes Influence on Modern Economics: Some Overlooked Contributions of Keynes's Theory of Finance and Economic Policy. In: BATEMAN, B. W.; HIRAI, T.; MARCUZZO, M. C. (Eds.). *The return to Keynes*, p. 241-256, 2010.

MARCUZZO, M. C. *Speculation and regulation in commodity markets: The Keynesian approach in theory and practice*. Rapporto Tecnico, 2012.

MARCUZZO, M. C.; SANFILIPPO, E. Keynes as a trader in commodity futures. In: ARNON, A.; MARCUZZO, M. C. *Financial Markets in Perspective*. Springer: Cham, p. 61-81, 2022.

MOGGRIDGE, D. *Maynard Keynes: an economist's biography*. Londres: Routledge, 1992.

ROBERTSON, D. H. *Banking policy and the price level: an essay in the theory of the trade cycle*. Londres: PS King and son, LTD., 1926.

ROSSELLI, A. Richard Kahn and the stabilization of commodity prices. *Journal of the History of Economic Thought*, v. 39, n. 4, p. 483-501, 2017.

SANFILIPPO, E. Keynes's trading on Wall Street: did he follow the same behaviour when investing for himself and for King's? *Financial History Review*, v. 28, n. 1, p. 1-25, 2021.

SICSÚ, J. Keynes and Graham's intelligent investor. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 43, n. 1, p. 139-166, 2020.

SKIDELSKY, R. *John Maynard Keynes: A Biography*. Nova York: Macmillan, 1983.

SKIDELSKY, R. *Keynes*. Oxford: Oxford University Press, 1996.

SKIDELSKY, R. *Keynes: The Return of the Master*. Londres: Allen Lane, 2009

WOODS, J. E. JM Keynes' influence on institutional portfolio management. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 41, n. 1, p. 56-82, 2018.

WOODS, J. E. On Keynes as an investor. *Cambridge Journal of Economics*, v. 37, n. 2, p. 423-442, 2013.

WOODS, J. E. Keynes on Investment Objectives, Philosophy, Policy and Performance Monitoring. *Philosophy, Policy and Performance Monitoring*, nov. 20, 2020.

WICKSELL, K. *Interest and Prices*. Londres: Royal Economic Society, 1936.