

3  
UFRJ/IEI  
TD166

043910-X

le Federal do Rio de Janeiro

# INSTITUTO DE ECONOMIA INDUSTRIAL

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 166  
A ECONOMIA MONETÁRIA, A POU  
PANÇA E O FINANCIAMENTO: DO  
TRATADO À TEORIA GERAL.

Ernani Teixeira Torres Fº

Junho/1988

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA INDUSTRIAL



A ECONOMIA MONETÁRIA, A POUPANÇA E O  
FINANCIAMENTO: DO TRATADO À TEORIA  
GERAL

Ernani Teixeira Torres Filho

Junho/1988



43 - 016488

SUMÁRIO

	Página
1. Introdução.....	01
2. A Economia Monetária e a Economia Clássica.....	03
3. A Poupança e o Financiamento: a Transição do Tratado para a Teoria Geral.....	08
4. A Poupança e o Financiamento: o Debate com Ohlin.....	16
5. Conclusões.....	26

TEA-UFRJ  
BIBLIOTECA  
Data: 25 / 8 / 88  
N.º Registro: 043910-X  
0598270

S  
UFRJ/IEI  
TD 166

FICHA CATALOGRÁFICA

Torres Filho, Ernani Teixeira  
A Economia Monetária, a Poupança e o Financia-  
mento: Do Tratado à Teoria Geral / Ernani Teixei-  
ra Torres Filho. - Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1988.  
38p.; 21cm. (IEI/UFRJ. Texto para discussão,  
166).  
1. Economia - Teoria. 2. Economia Keynesiana.  
3. Moeda. I. Título. II. Série.

Gostaria de agradecer a Fernando Cardin de Carvalho e  
aos participantes do Seminário de Economia Pós-Keynesiana as  
críticas e comentários feitos à versão original deste trabalho.

## 1. Introdução

O intuito de Keynes ao fundar um novo marco conceitual - a economia monetária - alternativo à lei de Say ricardiana não se resumia a uma mera preocupação acadêmica. Pelo contrário, o principal motivo, que o levava a tentar produzir uma crítica tão radical, era a constatação da total incompetência da visão clássica (1) para lidar com o mundo real e, particularmente, com as crises do capitalismo.

"Em minha opinião, a principal razão que leva o problema das crises a ser insolúvel...deve ser buscado na falta do que pode ser chamado uma teoria monetária da produção...(As) hipóteses sobre a economia de trocas reais (2) têm sido tácitas...Não nos é dito que condições têm que ser asseguradas para que a moeda seja neutra...(e) suspeito que (tais condições) são precisamente as mesmas que garantem que as crises não ocorrem". (Keynes, 1973a, pgs. 408 e 410).

Os "ricardianos" não podiam conceber que as crises fossem originadas pela própria lógica de funcionamento do sistema econômico e, por isso, prescreviam soluções anti-recessivas - como a redução dos salários nominais - que tendiam, na visão keynesiana, a agravar ainda mais a depressão. Como o pensamento clássico era hegemônico na sociedade anglo-saxônica dos anos 1930, o objetivo de Keynes em formular uma teoria alternativa era fundamentalmente ampliar a legitimidade e a capacidade de persuasão de suas idéias. Nesta tarefa, sabia que iria enfrentar um adversário formidável;

"A força da escola do auto-ajustamento (clássica) reside no fato de ter por trás de si todo o corpo da doutrina e do pensamento econômico organizados nos últimos cem anos. É um produto de mentes argutas e persuadiu e convenceu a maioria das pessoas inteligentes e desinteressadas que a estudaram. Tem um enorme prestígio e uma influência muito maior do que parece a primeira vista. Isto porque está por trás da educação e dos modos habituais de pensamento, não apenas dos economistas, mas dos banqueiros, homens de negócio, funcionários públicos e políticos de todos os partidos." (Keynes, 1973a, pg. 488).

Apartou, também, o que a seu ver eram as duas diferenças básicas entre seu pensamento e o dos economistas clássicos:

"...a primeira novidade, encontra-se no fato de sustentar que não é a taxa de juros mas o nível de renda que assegura a igualdade entre poupança e investimento. Os argumentos que levam a esta conclusão inicial são independentes da minha subsequente teoria da taxa de juros e, na verdade, cheguei a ela depois de haver formulado a primeira teoria... (A segunda novidade foi a constatação que) a taxa de juros de um empréstimo de uma dada qualidade e maturidade deve ser fixada em um nível que, na opinião daqueles que têm a oportunidade da escolha - i.e. os proprietários de riqueza - iguala as vantagens de se reter dinheiro ocioso às de se manter o empréstimo". (Keynes, 1973b, pg. 212).

Diante desta perspectiva, o presente trabalho tem por objetivo abordar as duas novidades apontadas por Keynes em sua Teoria Geral - suas teorias da determinação da renda e da preferência pela liquidez - do ponto de vista da poupança e do financiamento de uma economia monetária. Inicialmente, será apresentado o conceito de economia monetária, acentuando suas diferenças frente aos postulados da economia clássica. Em seguida, buscar-se-á contrastar a visão de Keynes a respeito da poupança no Tratado da Moeda (1930), quando ainda estava preso à tradição wickselliana, e na Teoria Geral (1936), quando já está definitivamente rompido com o pensamento ricardiano. No terceiro tópico, recupera-se o debate de 1937 com Ohlin quando Keynes estabelece as bases de diferenciação entre os conceitos de poupança, finance e funding. Finalmente, nas conclusões, pretende-se apontar algumas implicações da teoria keynesiana da poupança e do financiamento sobre a dinâmica da economia monetária.

## 2. A Economia Monetária e a Economia Clássica

Durante a transição do Tratado da Moeda (TM) para a Teoria Geral (TG), Keynes desenvolveu um novo marco teórico - a economia monetária - em oposição ao de economia clássica, baseado na visão ricardiana. Para ele, a economia clássica estava fundada em um "mecanismo qualquer que garante que o valor das rendas monetárias dos fatores é, no agregado, sempre igual à proporção do produto corrente que corresponderia à participação do fator em uma economia cooperativa"(3). Tal mecanismo assegura que a igualdade entre despesa e custos agregados se dê ao nível de pleno emprego.

Em uma economia formada por produtores individuais, a Lei de Say e o nível ótimo de produção são garantidos pela identidade entre as decisões microeconômicas de oferta e de demanda. Cada um leva ao mercado uma quantidade de produtos que, em valor, é exatamente igual a sua procura por outros bens. Neste caso, a introdução da moeda, exclusivamente como meio de troca, não altera a situação.

Mesmo a substituição do produtores independentes por firmas maximizadoras de lucro - o que Keynes chamou de economia empresarial neutra - não produz um rompimento definitivo com os pressupostos clássicos. Para isto, basta que os trabalhadores vendam sua força de trabalho de acordo com a respectiva desutilidade marginal e que os fundos que excedam a despesas das unidades superavitárias sejam reciclados para firmas deficitárias através de um mercado de capitais, em que a oferta e a demanda variam de acordo com a taxa de juros.

Isto, no entanto, só se verifica se a moeda cumprir apenas o papel de meio de pagamentos. O dinheiro facilita as trocas mas em nada afeta as condições de produção e distribuição e, conseqüentemente, os preços relativos. Na economia clássica, supunha-se que os resultados das decisões econômicas fossem passíveis de previsão através da probabilidade. O futuro seria algo determinado pelos antecedentes do passado e pelas circunstâncias

do presente. Aos que decidem não restaria outro papel que não o de aplicar mecanicamente o cálculo de riscos e benefícios aos dados disponíveis.

Neste contexto, reter moeda como reserva de valor não obedece a qualquer base racional. Não haveria motivos para se manter um ativo estéril quando existem substitutivos tão seguros quanto os títulos financeiros, que, além do mais, rendem juros. Se não há a perspectiva de um consumo ampliado no futuro, não há razão para se poupar a renda corrente.

Preocupado em explicar as crises, Keynes introduziu a idéia de economia monetária, que busca relevar o papel ativo que a moeda desempenha no mundo real. Ao invés de ser neutra, a moeda atua tanto sobre os preços relativos, através da taxa de juros, quanto sobre as decisões de curto - nível de produção - e de longo prazo - investimento. Para dar conta disso, Keynes buscou integrar à teoria econômica as idéias de incerteza e de tempo do mundo real. Como ele mesmo afirmou:

"...na verdade, só temos, via de regra, a mais vaga idéia sobre as consequências de nossos atos, a menos que seus resultados mais imediatos. De todas as atividades humanas sujeitas a esta preocupação com consequências mais remotas, uma das mais importantes é de caráter econômica e diz respeito à riqueza. O objetivo geral da acumulação de riqueza é provocar resultados ou resultados potenciais em uma data comparativamente e, às vezes, indefinidamente distante." (Keynes, 1978, pg. 170).

O tempo do mundo real não está, portanto, sujeito a uma frequência previsível de eventos. Tal desconhecimento sobre o futuro é tanto maior quanto mais remoto o resultado econômico esperado. Neste cenário, o comportamento dos empresários passa a ser completamente diferente daquele descrito pela teoria neoclássica. Cada decisão é única pois, uma vez efetivada, deixa de ser possível se reconstituir plenamente as condições originais em que foi tomada. O agente tem que se decidir em função de uma perspectiva de realidade não-probabilística, construída em sua imaginação, a partir de seus próprios sentimentos empresariais. O resultado que será obtido depende, entretanto, das atitudes de outros agentes econômicos que não estão sob seu controle direto nem sob o coman-

do de nenhuma instituição centralizadora que pré-concilie e organize todas as decisões empresariais.

Nessa economia sujeita ao tempo do mundo real, a moeda tem um papel radicalmente diferente daquele proposto pela teoria quantitativa. Mais importante do que ser um agilizador de trocas, o dinheiro constitui um instrumento de defesa de cada agente econômico frente à incerteza quanto ao comportamento dos demais no futuro. Em caso de dúvida, a estratégia defensiva dos empréstimos é adiar sua decisão de investimento para um momento em que se sinta mais seguro quanto ao retorno que pode ser esperado. Neste meio tempo, poderá usar a moeda como um ativo, uma vez que sua liquidez estará garantida pela existência de contratos que prevêm pagamentos em dinheiro. E, no mundo real, os contratos sempre existirão pois são instrumentos básicos para os agentes alcançarem algum tipo de coordenação frente ao futuro incerto.

A moeda deixa, assim, de ser um ativo estéril, como propugnava a teoria quantitativa. Mesmo não rendendo juros, apresenta um prêmio - sua liquidez - que, em um contexto de incerteza, pode ser mais atraente do que um retorno financeiro. No mundo real, o valor dos ativos não-monetários está sujeito a flutuações em sentido inverso à taxa de juros. A moeda, diferentemente, é, em um mundo não-inflacionário, imune a eventuais perdas de capital pois serve de unidade de conta para todas as transações da economia. Para um investidor, indeciso diante de um futuro incerto, o dinheiro sempre é o veículo mais seguro de transferência de seu capital no tempo.

Uma das características básicas da economia monetária está em utilizar como moeda um bem que reúne algumas propriedades particulares que lhe garantem um elevado prêmio de liquidez. No capítulo 17 da Teoria Geral, ao abordar sua teoria das taxas próprias de juros, Keynes afirma que:

"...a moeda (tem) tanto a longo como a curto prazo, uma elasticidade de produção igual a zero ou pelo menos muito pequena...Isto quer dizer que os empresários não

podem aplicar à vontade trabalho para produzir dinheiro em quantidades crescentes à medida que seu preço (relativo) sobe ... (Além disso,) a moeda tem uma elasticidade de substituição igual, ou quase igual, a zero, o que significa que, quando seu valor de troca sobe, não aparece nenhuma tendência para substituí-la por algum outro fator, a não ser em proporção ínfima". (Keynes, 1983, 161 e 162).

Do lado desses aspectos, Keynes também introduziu uma outra propriedade, associada à função da moeda como unidade de contratos:

"...qualquer coisa em termos da qual os fatores de produção contratam suas remunerações, que não é nem pode ser parte do produto corrente e que é capaz de ser utilizada para outros fins que não a compra do produto corrente é, de certo modo, moeda". (Keynes, 1979, pg. 86).

O prêmio de liquidez da moeda é ainda garantido por seu baixo custo de manutenção.

"...é uma característica dos bens finais, que não são consumidos ou utilizados mas mantidos em estoque, incorrer em custos substanciais de manutenção por estocagem, risco e deterioração, de forma tal que produzem um rendimento negativo enquanto são mantidos; ao passo que estes custos são reduzidos a um mínimo próximo a zero no caso da moeda." (Keynes, 1979, pg. 86).

"...os baixos (ou insignificantes) custos de manutenção da moeda representam um papel essencial pois, se os custos de manutenção fossem apreciáveis, compensariam o efeito das previsões sobre o valor do dinheiro em época futuras... (As) vantagens da liquidez (real ou suposta) não têm compensação alguma em forma de custo de manutenção no correr do tempo" (Keynes, 1978, pg. 163).

Por todas essas características, especialmente a de ser a unidade de contratos de salários, a moeda, na economia monetária, constitui um instrumento privilegiado de ligação entre o presente e o futuro (5). Seu elevado prêmio de liquidez lhe confere a qualidade, até então negada pelos economistas clássicos, de ser reserva de valor. Se a moeda é retida para fins não-transacionais, a lei de Say deixa de garantir o equilíbrio entre a oferta e a demanda agregadas.

Sem dispor de qualquer mecanismo automático de ajuste,

a economia monetária é intrinsecamente sujeita a flutuações. Tais situações, segundo Keynes, decorrem da existência, no agregado, de desigualdades entre despesas e custos de produção ou seja de diferenças entre a demanda efetiva e a potencial, geradas pelas decisões de produção. Tais flutuações só não se verificariam nos casos em que "o público não emprestasse às firmas para financiar-lhes as perdas (o que), na prática, geralmente não ocorre" (6).

Cientes de que o mundo real não está sujeito ao equilíbrio de pleno emprego clássico, os empresários realizam suas decisões de produção e de investimentos a partir dos preços esperados e dos custos correntes em moeda e não com base na desutilidade marginal dos fatores. Até porque "em uma economia empresarial, o volume de emprego, cuja desutilidade é igual à utilidade de seu produto marginal, pode ser não-lucrativa em termos monetários" (7). Desse modo, o equilíbrio descrito pela economia clássica se resume a uma das possibilidades de equilíbrio da economia monetária, o de pleno emprego. Foi com esta idéia em mente que Keynes decidiu denominar seu livro de 1936 de Teoria Geral (TG).

É, no entanto, importante observar que, ao longo dos anos de preparação de TG, a relevância do conceito de economia monetária em seu conteúdo variou consideravelmente. Nos rascunhos de 1933, percebe-se claramente que pretendia estruturar sua nova obra a partir da ruptura conceitual com a economia clássica (8). Entretanto, na versão definitiva, a ênfase do livro foi radicalmente mudada. Os aspectos relevantes passaram a ser: a função consumo, o multiplicador e a preferência pela liquidez. As questões relacionadas à economia monetária foram reduzidas a algumas linhas do parágrafo único do capítulo 1 e a poucas páginas do capítulo 17, em uma parte do livro que se subentitula: "O Incentivo a Investir".

As causas que levaram Keynes a realizar este recuo são difíceis de serem precisadas. Pode ter sido insegurança teórica quanto à ruptura que estava propondo ou, o que parece mais provável, uma decisão estratégica de impedir que o debate estritamente

acadêmico viesse a reduzir ou a comprometer o impacto político potencial de suas idéias. Dentro desta perspectiva, a Teoria Geral, longe de ser uma obra teórica acabada, é um livro que tem por objetivo imediato persuadir os leitores, até então conquistados pela "Santa Inquisição" ricardiana, a aceitar a consistência de políticas macroeconômicas de estímulo à demanda efetiva.

A evidência de que Keynes não havia definitivamente abandonado a concepção de economia monetária na TG é encontrada em sua resposta às críticas de Jacob Viner (9), publicada em 1937, onde retoma, com todo o vigor, os conceitos de tempo, incerteza e moeda em um mundo real.

### 3. A Poupança e o Financiamento: a Transição do Tratado para a Teoria Geral

Em seu Tratado da Moeda (TM), Keynes ainda não está preocupado em romper com a economia clássica. Pelo contrário, seu objetivo é, além de integrar os aspectos real e monetário, superar o caráter estático do pensamento clássico. "Um dos principais objetivos deste Tratado é mostrar que temos aqui a chave do mistério de como acontece as flutuações nos níveis de preços quer sejam devido a oscilações em torno a um nível fixo de equilíbrio quer sejam devido à transição de um equilíbrio para outro" (10).

Como se pode perceber, Keynes, nesta época, ainda vê a economia capitalista como um sistema que possui um centro de gravidade. Seu intuito no Tratado é dinamizar a teoria econômica clássica, explicitando quais os mecanismos que a fazem flutuar em torno a um eixo e que a levam a transitar de uma determinada situação de equilíbrio para outra.

Nesse percurso, Keynes foi profundamente influenciado pelas idéias de Knut Wicksell. Chegou mesmo a afirmar que "a intenção e a substância da teoria de Wicksell é muito semelhante à teoria deste Tratado" (11). Como veremos adiante, sua preocupação com a existência de uma taxa natural de juros, mesmo que determinada pelas expectativas e com a possibilidade do equilíbrio ser perturbado pelo sistema bancário, era clara influência

wickselliana.

No TM, Keynes busca, já nas definições conceituais, marcar as diferenças entre os níveis de equilíbrio e as flutuações. Como um bom marshalliano, considera o lucro um ganho - ou perda - inesperado (windfall) dos empresários. É uma remuneração que não está prevista no cálculo relativo ao ponto da escala de produção que, em equilíbrio, maximiza o retorno do empresário, dados os preços relativos dos fatores. Assim:

$$\text{Lucro (Q)} = \text{Renda dos Fatores (Y)} - \text{Custo de Produção (CT)}$$

Esta diferença entre a renda dos fatores e o custo de produção tem, segundo Keynes, origem no fato de o processo econômico levar tempo. Existe uma defasagem temporal entre a decisão de investir e a entrada em funcionamento de uma nova capacidade de produção. Isto faz com que, frente a uma frustração negativa de suas expectativas, nem sempre o empresário possa recuar de todas as suas decisões, devido aos contratos de longo prazo que já firmou. Do mesmo modo, mesmo diante de perspectivas de maiores lucros, "o período que necessariamente decorre antes do aumento da oferta de fatores especializados e os contratos de longo prazo...que os empresários têm que firmar para promover este aumento de oferta, são explicações de porque, por um certo prazo de tempo, os lucros podem existir" (12).

Esse lucro inesperado não constitui, para Keynes, parte da poupança (S) da comunidade pois, do contrário, o nível de poupança seria independente de seu nível de consumo (C). Por este motivo, a poupança é também definida com base no nível normal de renda. Neste sentido:

$$Y = Q + S + C \quad (2)$$

Do mesmo modo, a riqueza da comunidade (W) passa a ter duas fontes de expansão, a poupança e os lucros.

$$dW = Q + S \quad (3)$$

Como o valor do investimento corrente (I) é idêntico ao aumento



da riqueza da comunidade (dK), pode-se reescrever a equação (3) da seguinte forma:

$$I = Q + S \quad (4)$$

Finalmente, da equação (4), pode-se deduzir a determinação dos lucros:

$$Q = I - S \quad (5)$$

Para Keynes, as equações (4) e (5) estão sujeitas ao princípio da demanda efetiva. É o dispêndio, particularmente em bens de capital, que determina o nível de renda. Caso o investimento seja superior à poupança surge uma parcela de lucros. Estes lucros necessariamente servirão de fonte de financiamento do investimento que foi realizado, independentemente das decisões individuais de consumo ou de poupança. Se, por exemplo, algum empresário desejar consumir parte de seu lucro, o que estará fazendo, na prática, é transferir, através do aumento dos preços, uma parcela de seu lucro para um empresário do setor de bens de consumo. Do mesmo modo, se decidir aumentar sua poupança, de forma imprevista, em detrimento de seu consumo normal, o resultado será a geração de prejuízos, de igual valor, para os produtores de bens de consumo. Em ambos os casos, o volume de renda necessário ao financiamento do investimento não se altera.

Segundo Keynes:

"...não importa quanto os empresários gastem de seus lucros em consumo, o aumento de sua riqueza será o mesmo que antes. Desse modo, os lucros, como fonte de capital, são como um jarro de viúva, que permanece inextinguível, não importa o quanto seja devotado a uma vida luxuriosa. Quando, por outro lado, os empresários estão obtendo prejuízo e procuram reduzir suas perdas através da diminuição de sua despesa normal em consumo, i.e. poupando mais, o jarro se transforma em um vaso de Danaide, que nunca pode ser enchido, pois o efeito desta redução de despesas é inflingir uma perda de igual tamanho aos produtores de bens de consumo. Desse modo, a redução da riqueza dos empresários, enquanto classe, é, apesar de sua poupança, a mesma de antes" (Keynes, 1953, pg. 139).

Como, no entanto, a produção leva tempo e os empresários decidem a partir de suas expectativas, a existência de lucros inesperados tende a afetar as decisões de produção e de investimento nos períodos seguintes. Como Keynes afirmou: "os lucros (ou prejuízos) uma vez trazidos à existência... tornam-se causa do que, subsequentemente, se segue: de fato, ... o lucro ou o prejuízo previsto é a mola principal da mudança" (13). Através de seu efeito sobre as expectativas, o lucro desencadeia um processo cumulativo de desequilíbrio (a la Wicksell). Não há, assim, nenhum mecanismo automático que garanta a existência de um equilíbrio estável a longo prazo.

Neste processo, os bancos cumprem um papel fundamental. É a capacidade de os bancos, autonomamente, expandirem a liquidez e o crédito que vai permitir que ocorram desequilíbrios entre a poupança e o investimento. Não basta que os empresários estejam antecipando boa rentabilidade para que decidam investir. "Eles (também) têm que ser capazes de ter sob seu comando uma quantidade apropriada de dinheiro e de recursos de capital e, para tanto, é necessário que a taxa de juros não seja tão alta a ponto de detê-los" (14).

A taxa de juros que equilibra a poupança ao investimento foi chamada por Keynes, seguindo a tradição wickselliana, de natural (15). Quando a taxa de juros efetiva ou de mercado se distancia da natural, abre-se um hiato entre a poupança e o investimento e os bancos passam a ter um papel de relevo na determinação do dispêndio agregado. Tal hiato se deve à sensibilidade do investimento à taxa de juros, uma vez que "no caso da poupança, o efeito de uma mudança na taxa de juros é direta e imediata, apesar de, na prática, ser freqüentemente de pequena dimensão, especialmente no curto prazo" (16).

No longo prazo, a taxa de juros é considerada, por Keynes, o preço da abstinência imediata frente a uma expectativa de um consumo ampliado no futuro, sendo fixada pela interseção das curvas de poupança e de investimento. Entretanto, no curto prazo - que constitui a perspectiva básica do TM - a taxa de juros vai

depender do que, na TG, foi chamada de preferência pela liquidez. Neste sentido, já se enuncia no Tratado a possibilidade de a moeda ser retida por motivos especulativos;

"Quando um homem está decidindo quanto poupará de sua renda monetária, está escolhendo entre o consumo presente e a propriedade de riqueza... Na medida em que se decida em favor da poupança ainda existe uma decisão a fazer pois ele pode reter riqueza quer na forma de moeda... quer na forma de empréstimos ou de capital real... A decisão sobre o volume de poupança... (e sobre) o volume de investimento referem-se integralmente a atividades correntes. Mas a decisão de manter depósitos bancários ou títulos é relativa não só ao aumento de riqueza dos indivíduos mas também a todo o montante de seu capital. De fato, como o aumento corrente é apenas uma parcela insignificante de todo o bloco de capital existente, ele não é mais do que um elemento de menor importância" (Keynes, 1953, pg. 141).

Pode-se perceber que Keynes já tinha claro em 1930 que uma parcela da demanda de moeda não era determinada pelas condições correntes da economia. Como os fluxos de nova riqueza correspondem a uma parte ínfima de todo o patrimônio já acumulado, as decisões sobre sua composição não estarão determinadas pela renda mas sim pelas expectativas de seus detentores com relação ao futuro. Caso movimentos altistas ou baixistas não sejam compensados pela maior ou menor oferta de liquidez pelos bancos, o resultado será que a taxa de juros e, conseqüentemente, os investimentos serão atingidos.

Nesse caso:

"...o preço efetivo dos investimentos (que é o inverso da taxa de juros) é o resultado do sentimento do público e do comportamento do sistema bancário. ...é o nível de preço no qual o desejo do público de manter savings deposits (moeda) é igual ao montante de savings deposits que o sistema bancário pretende e é capaz de criar"(17).

Na Teoria Geral, a questão da poupança toma um caráter diferente. Keynes abandona a idéia da existência de um centro de gravidade no sistema econômico. De acordo com a visão baseada na economia monetária, perde sentido se identificar um ponto de equilíbrio estável a longo prazo. Pela mesma razão, deixam de

ter utilidade alguns dos conceitos do Tratado como o lucro inesperado e a taxa natural de juros. Como ele próprio afirma: "... os termos de que me serví (no Tratado) deixaram de ser indispensáveis para exprimir minhas idéias com precisão"(18). Também deixa de lado o princípio da substituição entre poupança e consumo. No TM, "seria anômalo adicionar-se os lucros à renda...pois, neste caso, a poupança jamais poderia reduzir-se, qualquer que fosse a grandeza dos gastos do público em consumo corrente..." (19). Entretanto, na Teoria Geral, tal anomalia passa a ser regra. A poupança será sempre igual ao investimento, qualquer que venha a ser o nível de consumo.

É preciso ter claro que o abandono da idéia de centro de gravidade obriga Keynes a redefinir seu conceito de poupança, tal como formulado no Tratado. Já não faz mais sentido manter uma diferença entre S e Q, ou seja entre a poupança normal e a forçada. Agora, toda a renda não consumida é, necessariamente, poupança (S'), sem qualquer adjetivo. Neste sentido, as equações (2), (3), (4) e (5) podem ser reescritas de modo que:

$$Y = S' + C \quad (2')$$

$$dW = S' \quad (3')$$

$$I = S' \quad (4') \text{ e } (5')$$

Como continua valendo o princípio da demanda efetiva, é o nível de dispêndio - o investimento - que determina a renda - poupança - independentemente das decisões individuais de consumo e de poupança. Neste sentido:

"A idéia absurda, embora quase universal, de que um ato de poupança individual é tão favorável à demanda efetiva quanto outro de consumo individual emana da falácia...de que o desejo de possuir uma riqueza, sendo mais ou menos idêntico o de fazer um investimento deve, aumentando a procura por bens de capital, estimular a produção respectiva, de onde se segue que a poupança individual favorece o investimento corrente à medida que diminui o consumo atual... (Ora) para que um indivíduo que possa atingir o seu fim, que é o de adquirir riqueza, não é necessário que um novo bem de capital seja produzido para satisfazê-lo. O mero ato de poupar realiza

do por um indivíduo, sendo bilateral,...obriga outro indivíduo a lhe transferir alguma riqueza, velha ou nova" (20).

Em uma economia monetária, a decisão individual de poupar é, necessariamente, feita em unidades de moeda. Ao fazer isso, o agente abre mão de trocar seu dinheiro por bens de consumo em favor de um aumento de seu patrimônio (21). O ativo, no qual este aumento de riqueza se materializará, depende da preferência pela liquidez do poupador que tem a sua disposição desde moeda até bens de capital de retorno a muito longo prazo.

No Tratado, o ajuste entre consumo, poupança e investimento dava-se através do nível de preços, uma vez que as decisões de produção eram dadas e o desequilíbrio inesperado. Assim, "se o investimento excede a poupança ...o preço dos bens de consumo aumentará; e o novo investimento excedente ao volume da poupança se materializará não por abstenção involuntária do consumo...mas por abstenção involuntária como consequência da renda monetária valer menos" (22). O lucro inesperado é, portanto, uma poupança forçada na medida em que não foi desejada pelos agentes econômicos (23).

Na Teoria Geral, a necessidade de ajuste entre a renda, o investimento e as decisões individuais de consumo leva-nos ao conceito de multiplicador. Neste sentido, além de um eventual efeito sobre os preços, um aumento nas despesas tende, também e principalmente, a provocar um aumento da produção, a menos que a economia esteja em pleno emprego:

"...salvo condições em que as indústrias de consumo já estejam perto de sua capacidade total, de tal modo que um aumento da produção exija outro aumento correspondente do equipamento e não simplesmente um emprego mais intensivo, não há razão para supor que deva decorrer mais de um curto intervalo antes que o emprego nas indústrias de bens de consumo progrida pari passu com o das indústrias de bens de capital, com o multiplicador atuando perto de sua cifra normal"(24).

No Tratado, todo o processo de mudança tem origem na frustração das expectativas de preços dos empresários - e

consequentemente na existência de lucro ou prejuízo inesperado. Na Teoria Geral, o nível de demanda efetiva e de preços estão de acordo com as previsões destes agentes. A oferta se ajusta tanto ao impacto primário do gasto autônomo quanto ao secundário, decorrente do efeito multiplicador.

Não que Keynes não admitisse em absoluto a possibilidade de frustração nas expectativas de curto prazo. Para ele, tratava-se tão somente de "êrros" que só teriam valor analítico caso fossem:

"um dos fatores relevantes na determinação de demanda efetiva subsequente. ... (no entanto) considere esta hipótese de importância secundária. Sua ênfase obscurecia o argumento real pois a demanda efetiva é substancialmente a mesmo se eu assumisse que as expectativas de curto prazo são sempre sancionados...O ponto relevante é distinguir as forças determinantes da posição de equilíbrio da técnica de erro e acerto pela qual os empresários descobrem aonde esta posição se encontra." (Keynes, 1973b, pgs. 181 e 182).

Já a questão do financiamento do investimento é quase que ignorada por Keynes na Teoria Geral. Diferentemente do que havia feito no Tratado, limita-se a tratar o tema em uma única frase no início do capítulo 13 onde afirma que: "...a curva de eficiência marginal do capital comanda as condições em que se demandam fundos disponíveis para novos investimentos enquanto a taxa de juros rege os termos em que estes fundos são corretamente oferecidos" (25).

É como se, dada a taxa de juros, os fundos estivessem assegurados ao investimento. Com base nesta interpretação, alguns economistas keynesianos tentaram explicar que a poupança financia o investimento no final do processo multiplicador. Para Vitória Chick, tal explicação é estranha pois "não se pode financiar algo, depois que aconteceu, se era necessário financiá-lo antes que acontecesse" (26). Essa questão foi, no entanto, melhor abordada por Keynes em artigos posteriores à Teoria Geral e, por este motivo, será objeto do próximo tópico deste trabalho.

#### 4. A Poupança e o Financiamento: o Debate com Ohlin

Ao longo de 1937, Keynes teve oportunidade de, em vários artigos, responder aos críticos de seu novo livro. Seu principal interlocutor nessas controvérsias foi Bertil Ohlin, um economista sueco de tradição wickselliana. Ohlin compartilhava com Keynes algumas de suas visões anti-ricardianas e também estava muito preocupado em sustentar propostas que defendessem a utilização do gasto público como instrumento para conter o desemprego. Mesmo assim, atacou violentamente vários aspectos da Teoria Geral.

Em sua opinião, havia sido um erro o "retorno" de Keynes à metodologia do equilíbrio, evitando um tratamento "mais dinâmico" (27), baseado na diferenciação entre conceitos ex-ante - relacionados a planos e expectativas - e ex-post - referidos a um período já terminado. A opção pelo método do equilíbrio havia feito a análise keynesiana incorrer na falha de relevar o papel do multiplicador como o elemento que permite, a partir do investimentos, determinar, a qualquer tempo, o nível de emprego. Para Ohlin, o multiplicador era um truísmo, baseado na necessária igualdade ex-post entre poupança e investimento. Para que sua teoria não fosse tautológica, Keynes teria que:

"...(ter usado) conceitos referidos a expectativas, planos e ações, baseados em uma terminologia ex-ante. Mas ele definiu seus conceitos de renda, investimento e propensão a consumir de forma ex-post. ... (Ou) o raciocínio de Keynes é ex-post e, neste caso, nada explica ou é ex-ante e ... está completamente equivocado. (Ohlin, 1937a, pg. 236).

Além desse aspecto, Ohlin também reclamou de Keynes um tratamento menos simplista da questão do financiamento do investimento.

"(Seria) errôneo admitir que os empresários planejam levar adiante todos os investimentos que creem gerar um retorno superior à taxa de juros que esperam pagar. (A afirmação de Keynes de que a demanda de investimento para capital depende das relações entre a eficiência marginal do capital e as taxas de juros quer, na prática dizer o mesmo). De todos os investimentos possíveis, apenas alguns são planejados para o próximo período e,

de fato, são iniciados... (Os) recursos em dinheiro e crédito, que a firma tem disponível no início e que mobiliza ao longo do período constituem um limite superior a uma capacidade de comprar e as expectativas a respeito destes recursos estabelecem um limite a seus planos de investimento" (Ohlin, 1937a, pg. 61).

Com relação à taxa de juros, Ohlin concordou com Keynes que sua determinação não podia se dever à poupança e ao investimento, uma vez que estes agregados são sempre iguais ex-post. Entretanto, não aceitou que a preferência pela liquidez constituísse uma teoria alternativa às visões já existentes. Para ele, a teoria keynesiana era compatível com a idéia de que a taxa de juros é o preço do crédito, sendo, portanto, determinada por suas condições de oferta e de demanda, como qualquer bem. Nesse processo, os bancos, devido a sua capacidade de criar ou destruir crédito (moeda), também podem exercer um papel ativo na determinação da taxa de juros.

Na verdade, o que Ohlin está propondo é uma versão do modelo cumulativo de Wicksell, que inclui expectativas. Dada a taxa de juros, fixada pelo sistema bancário, formam-se as decisões de poupança - em função da frugalidade dos consumidores - e as de investimento - levando-se em conta as expectativas de lucro. Somente por acaso, a taxa fixada pelos bancos será aquela que permite que as decisões de poupar - oferta de crédito - e de investir - demanda de crédito - sejam iguais. Na falta deste acaso, o equilíbrio entre poupança e investimento será alcançada ex-post, frustrando-se as respectivas decisões.

Este processo se manterá de forma cumulativa no tempo enquanto os bancos realizarem uma política acomodativa e enquanto as expectativas forem condizentes com a tendência, seja de crescimento ou de recessão. Dentro desse quadro, Ohlin é de opinião que sua teoria "não nega que a taxa de juros equaliza as vantagens entre se deter moeda hoje ou um direito sobre moeda no futuro. Não há contradição entre esta afirmação e a visão de que a taxa de juros é o preço do crédito" (28).

Em suas respostas a Ohlin, Keynes admitiu falhas no tratamento da questão do financiamento do investimento. Neste sentido, introduziu, em sua teoria, a demanda de moeda por motivo

finanças, tentando integrar o multiplicador à preferência pela liquidez. Ao mesmo tempo, discordou da validade de se levar em conta conceitos ex-ante e ex-post em sua análise e negou-se veementemente a aceitar a semelhança entre sua teoria da taxa de juros, baseada na preferência pela liquidez, e a de Ohlin, apoiada na idéia de fundos emprestáveis. Buscaremos, a seguir, recuperar este debate entre Keynes e Ohlin.

### O Motivo Finanças

Na Teoria Geral, só são admitidos três motivos de demanda de moeda: o transacional, que se refere ao dinheiro necessário para fazer frente ao intervalo entre o momento do recebimento das receitas e o da efetivação das despesas; o precaucional, baseado no atendimento a despesas inesperadas e o especulativo, requerido para fazer frente às incertezas com relação ao futuro.

No debate com Ohlin, Keynes reconheceu que, além desses três motivos, deveria ter, também, enfatizado a demanda de moeda para financiamento do investimento. Esta antecipação temporária de poder de compra destina-se a cobrir o hiato temporal entre a decisão de investimento (investimento ex-ante) e sua efetivação. Tal adiantamento de poder de compra aos investidores pode advir de três fontes.

A primeira é a própria quantidade de moeda utilizada no período anterior para o financiamento do investimento o que, em uma economia moderna (29), é basicamente realizado através de um fundo rotativo, administrado pelos bancos comerciais. Na medida em que a despesa de investimento vai se realizando, a dinheiro utilizado torna-se, imediatamente, disponível para a mesma finalidade (30);

"O finance é essencialmente um fundo rotativo que não utiliza nenhuma poupança. Para a comunidade como um todo é apenas uma transação contábil. Assim que é utilizado, no sentido de despendido, a falta de liquidez é

automaticamente suprida e a capacidade de tornar-se temporariamente ilíquido fica novamente disponível para se usada de novo" (Keynes, 1973b, pg. 219).

Nesta passagem Keynes parece imaginar que a demanda de moeda por motivo finanças leva as empresas a sacar dinheiro dos bancos para guardá-lo em espécie em seu cofre até o momento da despesa, o que não é uma hipótese necessária (31).

Quando o investimento se mantém constante, ao longo do tempo, ele é autofinanciável, no sentido de que sua realização não requer mudanças na preferência pela liquidez. Se, entretanto, o investimento se expandir, as inversões adicionais representarão uma demanda de moeda, por motivo finanças, superior ao fundo gerado no período anterior. Neste caso, a necessidade adicional de dinheiro poderá ser satisfeita pelos bancos, à mesma taxa de juros, através da expansão de suas atividades comerciais. Caso contrário, o mercado de crédito ficará congestionado e apenas os investimentos de maior rentabilidade serão viabilizados ao custo de uma taxa de juros mais alta que estimule os especuladores a trocar seus saldos monetários por títulos.

De nenhum modo, esse aumento do investimento poderá ser financiado por um aumento da poupança ex-ante, como propunha Ohlin. Keynes entendia que este conceito se refere a decisões individuais tomadas no período anterior sobre o volume de poupança que será retirado da renda do período seguinte. Ora, para materializar suas decisões, o investidor precisa de algo mais do que intenções de fontes de recursos, ele necessita de dinheiro em seu poder e os poupadores não tendem a abrir mão de seus saldos especulativos no presente em favor de uma expectativa de maior poupança no futuro. O máximo que Keynes admitia era incluir o aumento da propensão a poupar entre os muitos fatores de menor importância que determinam a preferência pela liquidez.

Assim, cabe aos bancos um papel extremamente importante na materialização do crescimento do investimento e, por conseguinte, da renda. Diante da ocorrência de um aumento acentuado do investimento, somente a expansão da liquidez, perpetrada pelos bancos, pode evitar que o volume adicional de decisões de investir seja abortado por uma maior taxa de juros.

Essa análise ilumina a importância do papel dos bancos no processo de financiamento do investimento. Entretanto, deixa em aberto qual o mecanismo pelo qual as empresas conseguem administrar o risco de tomar recursos de um fundo rotativo de curto prazo para comprometê-los com a aquisição de ativos de baixa liquidez e retorno a longo prazo, como máquinas e equipamentos.

No caso do financiamento corrente, o período entre a compra de insumos e a venda de produtos finais coincide, a grosso modo, com o prazo do empréstimo comercial. Entretanto, o uso desse mecanismo para o financiamento do investimento deixa em aberto a questão da compatibilização de prazos e taxas. Se alguém se endivida a curto prazo para realizar aplicações a longo sua atitude é especulativa, na medida em que aceita uma obrigação de pagamento certo para financiar uma operação que, de forma alguma, é capaz de garantir um retorno no prazo definido para saldar o respectivo débito.

Não há dúvida que Keynes imaginava em 1937 que o comportamento empresarial era, no processo de investimento, de natureza essencialmente especulativa. Em sua resposta a Ohlin, afirma que:

"O empresário, quando decide investir, tem que ser satisfeito em dois aspectos: primeiramente, que ele pode obter financiamento de curto prazo suficiente durante o período de produção do investimento; e, em segundo lugar, que ele pode, em seguida, ... realizar o fund (32) de suas obrigações de curto prazo através da emissão de obrigações de longo prazo em condições adequadas" (Keynes, 1973b, pg. 217, grifo nosso).

Não há nada que garanta que o empresário conseguirá automaticamente converter suas obrigações de curto prazo em dívidas de longo prazo. Há um risco neste processo e o empresário toma sua decisão a partir de suas expectativas. O aspecto especulativo do finance assim como o impacto do financiamento do investimento sobre a oferta de moeda e sobre o multiplicador serão abordados mais a frente.

### A Taxa de Juros e a Poupança

O objetivo de Keynes com sua teoria da preferência pela liquidez era distanciar-se, de forma definitiva, tanto da teoria clássica da taxa de juros quanto da neoclássica. Ambas são compatíveis com a lei de Say e identificam a determinação da taxa de juros com o equilíbrio entre poupança e investimento. A maior diferença entre as duas está no fato de os neoclássicos admitirem que os bancos e, conseqüentemente, a moeda têm um papel ativo neste processo. O sistema bancário pode intervir na determinação da taxa de juros efetiva, fazendo-a distanciar-se daquela relacionada ao equilíbrio natural clássico. Não se admitia, no entanto, que a moeda fosse, em si, objeto de retenção por motivos que não os direta ou indiretamente ligados a sua utilidade como meio de troca.

Com a preferência pela liquidez, Keynes completava o arcabouço teórico relacionado ao conceito de economia monetária. A taxa de juros passava a ser determinada pelo mercado de estoques e não mais pela criação de novos ativos, a partir da igualdade entre os fluxos de poupança e de investimento. Em uma economia monetária, a moeda, além de ser meio de troca, é reserva de valor. Como o volume de ativos novos representa uma fração pequena dos estoques existentes e como não há diferenciação entre os mercados primário e secundário, a capacidade dos fluxos de investimento e de poupança afetarem a taxa de juros é pequena ou circunscrita a situações extremas.

A teoria neoclássica da taxa de juros é também chamada de teoria dos fundos emprestáveis (LFT) por basear-se na seguinte equação de usos e fontes de financiamento:

$$I + H = S + M \quad (6) \text{ ou}$$

$$I = S + M - H \quad (7)$$

A equação (6) se refere à igualdade entre oferta e demanda de ativos. Neste sentido, o investimento, somado ao entesouramento (H), é, em um determinado período, igual à poupança, acrescida da variação na quantidade de moeda (M). A equação (7) permite uma leitura mais próxima à de um quadro de usos e fontes: o investimento pode ser financiado por meio de poupança, do aumento da quantidade de moeda ou pelo desentesouramento.

A LFT está associada a uma visão que identifica a existência de duas fontes de poupança. Uma é desejada e outra é forçada, advinda de expansão monetária. Quando não há mudança no estoque de dinheiro em circulação, a LFT é semelhante à teoria clássica pela qual a taxa de juros é determinada pela igualdade entre poupança e investimento.

Na Teoria Geral, Keynes, tal qual a LFT, não está preocupado com variações autônomas na oferta de moeda. Fica, assim, patente que o ponto que está atacando é a capacidade da poupança corrente automaticamente financiar o investimento (33). Como ficará mais claro adiante, a poupança keynesiana não pode financiar nada na medida em que representa apenas a renda não-consumida, inexistente, portanto, antes da realização do investimento. A relevância da taxa de juros para a poupança, resume-se, assim, apenas ao tipo de ativo que o poupador escolherá para manter sua nova riqueza. A taxa de juros é, desse modo, relevante para o funding, não exercendo qualquer papel na determinação do nível de poupança e vice-versa.

No que diz respeito a Ohlin, sua tentativa de "sintetizar" a LFT com a teoria keynesiana da preferência pela liquidez não é convincente. Sua proposta resume-se a uma estrutura de taxas de juros de equilíbrio, determinadas pela interseção de curvas de oferta e de demanda de crédito, que incluem todos os ativos transacionais no mercado financeiro. Desse modo, a poupança e o investimento afetam o equilíbrio mas não o determinam. Da mesma forma, "se admitirmos que a taxa de juros é determinada pe-

la oferta e pela demanda de débitos, tanto a quantidade de moeda quanto de títulos são fatores relevantes...Mas a moeda não detém nenhum lugar de relevância, como na teoria do Sr. Keynes" (34).

Como se pode perceber, ao final do debate, Ohlin se restringiu a apresentar uma visão confusa da LFT. Se, por um lado, ela reduz a importância da poupança e do investimento na determinação da taxa de juros, por outro, busca negar peremptoriamente existência da preferência pela liquidez. Para Ohlin, não é problemático que o investimento seja financiado por moeda, desentesouramento ou poupança e que a taxa de juros não seja a de equilíbrio. O que ele não consegue aceitar é que a economia seja monetária, ou seja que não haja um centro de gravidade, e que, portanto, a moeda desempenhe um papel particularmente ativo na determinação da taxa de juros.

#### A Poupança e o Multiplicador

Keynes não respondeu diretamente à crítica de Ohlin que o multiplicador era um truísmo. Provavelmente a boa aceitação de suas idéias sobre a demanda efetiva e a função consumo, levaram-no a concentrar seus esforços imediatos sobre os aspectos que considerava mais críticos ou seja, a poupança, o financiamento e a taxa de juros. Em seu artigo de dezembro de 1937, anuncia que: "(pretende) escrever (um artigo) tratando da relação da análise ex-ante e ex-post em seu conjunto com a minha Teoria Geral" (35). Infelizmente, jamais chegou a realizar este propósito.

Mesmo assim, em várias oportunidades, Keynes teve chance de externar sua visão sobre o uso desses conceitos. Ele claramente admitiu a validade de uma teoria que diferencia o investimento a nível das decisões (ex-ante) e de sua efetivação (ex-post). Com relação à poupança agregada, no entanto, só conseguia achar sentido ao conceito em termos ex-post:

"É claro que um certo investimento realizado pode, por várias razões, ficar aquém do investimento que era desejado em um período anterior...Quanto ao conceito de poupança ex-ante, não consigo atribuir-lhe qualquer significado" (Keynes, 1973b, pg. 210).

Ao transitar do Tratado para a Teoria Geral, Keynes havia deixado de lado a diferenciação entre poupança e quase-renda, um artifício que, até então, lhe permitia compatibilizar o princípio da demanda efetiva com o da substitubilidade entre poupança e consumo.

Na TG, a poupança ex-ante só tem sentido microeconômico uma vez que, a nível agregado, a poupança ex-post é sempre igual ao investimento ex-post. A poupança individual é absolutamente impotente no que se refere à determinação da componente agregada. Qualquer decisão de aumentar a poupança individual, que não venha, por acaso, acompanhada de um simultâneo aumento do investimento, terá como resultado uma queda na demanda efetiva por bens de consumo. Em consequência, aumentará a necessidade destes produtores buscarem financiamento para suprir as perdas decorrentes de um nível de vendas inferior - e, portanto, um nível de estoques superior - ao desejado. Como se vê, este ato isolado não levará à criação de nenhum ativo novo. Apenas se gerará uma dívida ou se transferirá um ativo já existente para as mãos do poupador imprevisto.

Caso esta redução individual do consumo levar a que, como ato defensivo, outros agentes econômicos também aumentem sua poupança, o multiplicador atuará de modo a ampliar o impacto primário negativo deprimindo ainda mais a renda. Apesar da redução das vendas, não se altera o nível de poupança líquida agregada, equivalente à parte da renda que foi poupada como contrapartida do investimento.

Com base nessas colocações, responde-se à pergunta de Ohlin. É claro que, ex-post, o multiplicador é, por definição igual ao diferencial entre a renda e o investimento pois, necessariamente, o investimento e a poupança são iguais em termos efetivos. O multiplicador tem que ser, portanto, um conceito ex-ante, associado ao comportamento e às decisões individuais dos agentes. A função consumo keynesiana reflete uma hipótese sobre o comportamento dos consumidores. Pode-se questionar a estabilidade da função e a capacidade de explicação de suas variáveis, en-

tretanto, não há porque duvidar, como faz Ohlin, que não seja um conceito ex-ante. O multiplicador reflete o processo de ajuste que opera a nível da renda para adequar o consumo ao investimento.

### O Funding, a Poupança e o Multiplicador

Como vimos anteriormente, a poupança, seja ela qual for, não exerce na teoria keynesiana, qualquer papel relevante na determinação do finance. Na verdade, dada uma curva de eficiência marginal do capital e mantida uma política acomodativa por parte dos bancos, o financiamento será igual à necessidade de liquidez dos investidores. Trata-se, portanto, de um aspecto estritamente monetário.

A taxa de juros, por sua vez, não atua na determinação do montante de poupança que é, sempre, o efeito, em termos de renda, da efetivação do investimento. Entretanto, uma vez tendo sido gerada - e o é sempre sob a forma de moeda - será incorporada ao patrimônio dos poupadores nas diferentes formas de ativos financeiros, em função das taxas de juros e das expectativas.

Além disso, identificamos que Keynes imaginava que os investidores teriam basicamente um comportamento especulativo, financiando o investimento, em um primeiro momento, através da colocação de dívida de curto prazo nos bancos comerciais. Entretanto, uma vez que o investimento estivesse efetivado, estaria concomitantemente criada uma renda que será, de qualquer modo, poupada e que, portanto, poderá servir de fonte de longo prazo para o funding das empresas que aumentaram seu endividamento corrente para fazer frente a projetos de expansão.

Não se deve esperar, no entanto, que os agentes, que foram diretamente remunerados pelo investimento (p.e., os produ-



tores de bens de capital), desejem, eles mesmos, utilizar mais do que uma parte de sua renda no funding dos investidores. O mais lógico seria esperar que gastassem em bens de consumo, de acordo com uma propensão estável, parte do que receberam, desencadeando o processo multiplicador. A renda seria, assim, aumentada de um valor igual aos sucessivos consumos adicionais e toda a poupança teria sido redistribuída no interior da economia, dirigindo-se para o portfólio de pessoas desejosas de adquirir títulos de longo prazo. Cria-se, desse modo, o potencial de funding para o próprio investimento.

Não há porque supor que o processo reativo associado ao multiplicador tenha uma duração cronológica expressiva. Na verdade, as pessoas tendem a gastar ou poupar imediatamente ao recebimento da renda (36). No caso de um aumento na demanda de bens de consumo ter sido previsto pela indústria, o processo se desenrola sem grandes alterações de preços. Na situação contrária, os preços aumentarão e o funding será feito por meio dos lucros inesperados (winfall) dos produtores destas mercadorias (37).

## 5. Conclusões

O conceito de economia monetária foi desenvolvido por Keynes com o propósito de estabelecer um marco teórico, distinto do paradigma ricardiano, que pudesse dar conta das crises endógenas ao sistema capitalista. Até então, a lei de Say garantia que a oferta e a demanda agregadas eram sempre iguais.

Simultaneamente, Keynes também buscava distanciar-se da visão wickselliana que, ele próprio, havia abraçado em seu Tratado da Moeda em 1930. Não era a desigualdade entre as decisões de poupança e de investimento, tomadas por agentes maximizadores de lucro, apoiados em um sistema bancário moderno, o que deslocava a economia do equilíbrio clássico de pleno emprego.

Para ele, a crise é um fato decorrente do próprio funcionamento de uma economia na qual a produção é monetária e mer-

cantil, o tempo é histórico e inexistente qualquer instrumento de coordenação geral. Nesta economia monetária a origem de uma situação depressiva não está no processo de contínua frustração de expectativas, descrito no Tratado, mas na existência de uma previsão de falta de demanda efetiva. São as expectativas pessimistas quanto ao futuro que levam à redução da eficiência marginal do capital e, conseqüentemente, do investimento.

Nesse processo, a taxa de juros exerce um papel secundário. Se, por um lado, é capaz de deter o investimento em seu processo de expansão é, por outro, impotente para, por si mesma, contrabalançar sua redução por motivos autônomos. Não basta a existência de fontes de financiamento a baixo custo para que os empresários decidam acumular capital. As expectativas com relação ao futuro cumprem aqui um papel fundamental.

Ao mesmo tempo, a existência de um sistema de bancos comerciais, emissores de moeda escritural e que intermediam os fluxos de financiamento, libera os investidores de qualquer necessidade prévia de poupança. Os bancos podem financiar o investimento através do fundo rotativo formado pelo motivo finanças e, se isto for insuficiente, pela multiplicação de seus depósitos a vista. Neste último caso, poderá haver um impacto sobre a taxa de juros, se a política monetária for restritiva.

Como, em uma economia moderna, o investimento e sua necessidade de financiamento são montantes pequenos frente aos estoques de ativos, inclusive a moeda, não há por que supor que a taxa de juros seja diretamente determinada por fluxos correntes. É mais sensato esperar-se que as decisões de mudança de portfólio determinem o preço do dinheiro, sendo o investimento uma variável de importância marginal. Já a poupança não exerce qualquer papel no finance.

Em suma, a economia keynesiana apresenta uma dinâmica profundamente diferente daquela descrita pelos clássicos e pelos neoclássicos. O investimento não depende do consumo porque a renda não é previamente dada. Ao mesmo tempo, não está sujeito às

decisões individuais de poupança, uma vez que as condições de financiamento são determinadas pelos mercados de estoques e não os de fluxos. Neste cenário, o investimento é, inicialmente, financiado no mercado monetário. Porém, uma vez realizado, gera como contrapartida, um volume de poupança (renda destinada à compra de ativos de longo prazo) que é idêntico ao finance inicial e que servirá de base para seu funding. A transformação do finance em funding não é, no entanto, automática. O problema, aqui, se centra na questão da compatibilização de prazos e taxas. Tal risco faz, no entanto, parte do cálculo especulativo intrínseco a qualquer decisão de investimento.

Na prática, não é necessário que os empresários tomem, eles mesmos, o risco relativo à diferença entre os prazos das fontes e dos usos do investimento. Com base em um contrato de compra e venda de máquinas, o produtor de equipamentos pode conseguir giro diretamente junto aos bancos de sua preferência. Alternativamente, a empresa pode obter um montante de crédito de longo prazo suficiente para financiar, desde o início, seus projetos. Pode ainda repassar a terceiros seu risco financeiro fazendo hedge junto a instituições que garantam o lançamento de suas ações a um preço mínimo.

Como se pode perceber, existem diferentes maneiras de proteger o investidor frente ao risco do financiamento a curto prazo de seu investimento. Isto, no entanto, não elimina o caráter monetário do finance pois esta questão não é basicamente micro - quem toma o risco - mas sim macroeconômico - o investimento em uma economia moderna é sempre financiado de forma monetária.

O finance permite ao investimento não "concorrer" com o consumo pela renda. É por injetar no fluxo de transações uma quantidade de dinheiro e de demanda efetiva adicionais que o investimento tem um efeito multiplicador. Tal efeito é tanto maior quanto menor a disposição de cada agente econômico para utilizar sua renda adicional para comprar ativos de longo prazo.

Esse entendimento permite que se analise mais claramente algumas situações histórico-concretas. A economia japonesa durante o pós-guerra constitui um caso interessante. Nenhum país

industrializado se utilizou tão extensivamente do crédito para financiar seu processo de acumulação de capital. Entre 1958 e 1962, cerca de 56% do capital das empresas japonesas era oriundo de fontes de financiamento enquanto nos Estados Unidos e no Reino Unido, esta participação era de cerca de 20% e de 17%, respectivamente.

No caso japonês, esses empréstimos eram direta ou indiretamente provenientes dos bancos comerciais (city banks) que, por sua vez, tinham a quase totalidade de seu passivo formada por depósitos de até dois anos. Neste sentido, não só o finance mas também o funding era especulativo. Como se pode ver, trata-se de uma estrutura aparentemente frágil pois qualquer mudança na política monetária ou na preferência pela liquidez podia levar bancos e empresas à falência. Isto, entretanto, não se verificou graças à estabilidade do sistema de Bretton Woods e ao papel acomodativo do Banco do Japão (BJ). Durante todo o imediato pós-guerra, o BJ garantiu a liquidez dos city banks, e, por conseguinte, a manutenção da taxa de juros. Por esse motivo, o BJ se tornou a autoridade monetária de um país industrializado que mais se apoiou no crédito ao setor privado como contrapartida ao aumento da base monetária (36).

Tal decisão permitiu aos japoneses obter um crescimento extremamente rápido, apoiado nas condições de financiamento então dominantes em sua economia, ou seja, na captação de curto prazo através dos bancos comerciais.

Um caso radicalmente diferente é o do Brasil. Aqui, a única fonte de financiamento a longo prazo do investimento privado é o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES. Entretanto, diferentemente dos japoneses no pós-guerra, o BNDES não possui nenhum instrumento de captação de recursos de curto ou mesmo de longo prazo no mercado interno. Suas fontes internas são, basicamente, o retorno de seu próprio capital - formado por recursos fiscais aportados no passado - e a captação compulsória, através dos Fundo PIS/PASEP. No BNDES, não há, portanto, finance mas apenas um funding de longo prazo. Com base nesse recursos, o Banco financia todo o processo desde o adiantamento de giro ao produtor até a aquisição do bem de capital.

Se o processo descrito por Keynes é intrínseco ao funcionamento de uma economia monetária moderna, como então operaria o multiplicador keynesiano em nossa economia? Uma resposta definitiva a esta questão exige um profundo estudo institucional, que extrapola os objetivos deste trabalho. Entretanto, pode-se afirmar que, neste caso, o BNDES simplesmente transfere, através de captação fiscal, a demanda efetiva de um agente para outro. Neste processo, ao eliminar os riscos do finance, tanto para si quanto para o empresário, torna-se um instrumento público importante na promoção de expectativas favoráveis ao investimento do longo prazo do setor privado. Por outro lado, ao fazer isto de forma equilibrada, neutraliza o efeito multiplicador potencial de suas aplicações.

Esse sistema de financiamento do investimento difere radicalmente do japonês antes descrito, na medida em que está basicamente apoiado na captação fiscal para garantir a efetivação do investimento. Por ser baseado em poupança compulsória, tal mecanismo é extremamente inflexível não se ajustando com rapidez às flutuações das decisões de investimento.

NOTAS

- (1) Utilizou-se nesse trabalho o conceito de economia clássica na mesma acepção utilizada por Keynes em sua Teoria Geral: "acostumei-me...a concluir na "escola clássica" os seguidores de Ricardo, ou seja, os que adotaram e aperfeiçoaram sua teoria, compreendendo, por exemplo J.S. Mill, Marshall e o Prof. Pigou" (Keynes, 1978, pg. 15).
- (2) Os termos economia clássica, economia neutra e economia empresarial neutra são usados por Keynes como sinônimos e diferenciam-se dos conceitos de economia cooperativa, economia de trocas reais ou economia de salários reais pelo fato de fazerem uso do dinheiro, apesar de apenas como meio de troca.
- (3) Keynes, 1979, pg. 78.
- (4) O conceito de economia empresarial - ou economia do mundo real ou ainda de salários monetários - difere dos conceitos de economia clássica - ou economia cooperativa ou de salários reais - pela presença da moeda e pela ausência de qualquer mecanismo que garanta a igualdade entre oferta e demanda.
- (5) "A moeda, considerada em seus atributos mais significativos, é sobretudo um processo sutil de ligar o presente ao futuro" (Keynes, 193, pg. 204).
- (6) Keynes, 1979, pg. 94.
- (7) Idem, pg. 79.
- (8) Idem, pgs. 62 e 63.
- (9) Ver "A Teoria Geral do Emprego" em Keynes, 1978.
- (10) Keynes, 1953, pg. 153.
- (11) Idem, pg. 186.

- (12) Idem, pg. 126.
- (13) Idem, pg. 159.
- (14) Idem, pg. 182.
- (15) Apesar de manter o mesmo nome utilizado por Wicksell, Keynes, na verdade, formula sua teoria de modo diferente, basicamente porque sua curva de investimento depende fundamentalmente da expectativa dos empresários e não do estado da técnica; por isso, a taxa natural de juros pode, segundo Keynes, flutuar muito no curto prazo e, inclusive, ser influenciada pelas mudanças na taxa efetiva na medida em que esta afeta as expectativas.
- (16) Keynes, 1953, pg. 141.
- (17) Keynes, 1953, pgs. 142 e 143, para Keynes, savings deposits constituem depósitos bancários de elevada liquidez mas que rendem juros, satisfazem o que, na TG, chamou de motivos precaucional e especulativo, e diferenciam-se dos cash deposits na medida em que este último atende mais o motivo transaccional, ver Keynes, 1953 pgs: 35 e 36.
- (18) Keynes, 1983, pg. 52.
- (19) Idem, pg. 140.
- (20) A bilateralidade aqui é semelhante a qualquer relação de troca entre equivalentes como, por exemplo, a compra e venda de um produto, Keynes, 1983, pg. 150.
- (21) Na teoria clássica, o poupador só deixa de consumir sua renda corrente em favor de um consumo maior em uma data certa de seu futuro.
- (22) Keynes, 1953, pg. 175.

- (23) Esta afirmação não contradiz a crítica que Keynes faz na Teoria Geral ao conceito de poupança forçada como resultado de um processo de expansão monetária, ver Keynes, 1983, pg. 63.
- (24) No setor produtor de máquinas o ajuste se dá de forma mais coordenada por meio de contratos de produção, apesar de também refletir-se sobre preço dos equipamentos através do mercado secundário, quando for possível a compra de peças de segunda mão, ver Keynes, 1983, pg. 93.
- (25) Keynes, 1983, 121.
- (26) Chick, 1983, pg. 175.
- (27) Do ponto de vista do Ohlin
- (28) Ohlin, 1937b, pg. 426, a frase sublinhada é citação de texto de Keynes.
- (29) Em uma economia monetária, o investimento é basicamente financiado por fontes, que não as receitas correntes do investidor; isto, inclusive, faz com que a taxa de juros seja relevante para as decisões de investimento.
- (30) "O motivo finanças não se refere aos fundos necessários à implementação de projeto de investimento até o fim de sua vida, mas apenas ao dinheiro necessário para iniciar o projeto.. (ou seja) à necessidade de dinheiro entre a decisão de investimento e o início da construção", ver Chick, 1983, pg. 198-199.
- (31) Ver Chick, 1983.
- (32) Conseguir fundos de empréstimo de longo prazo.
- (33) Keynes também está atacando a LFT no que se refere à moeda como reserva de valor mas este assunto foge ao objetivo deste item.

(34) Ohlin, 1937b, pg. 427.

(35) Keynes, 1937b, pg. 216.

(36) Ver Davidson, 1986.

(37) Idem.

BIBLIOGRAFIA

Chick, V., Macroeconomia After Keynes, Macmillan, 1983.

Davidson, P., Money and the Real World, Macmillan, 1978.

\_\_\_\_\_, Finance, Funding, Saving and Investment, Journal of Pos-Keynesian Economics, Fall 1986.

Keynes, J. M., A Treatise on Money, Macmillan, 1953.

\_\_\_\_\_, Teoria Geral do Emprego, in Keynes, Szwerecsanyi, T(ed), Editora Ática, 1978.

\_\_\_\_\_, Teoria Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro, Ed. Abril, 1983.

\_\_\_\_\_, The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. 13, Macmillan, 1973 (a).

\_\_\_\_\_, The Collected Writings of Maynard Keynes, Vol. 14, Macmillan, 1973 (b).

\_\_\_\_\_, The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. 29, Macwillan, 1979.

Ohlin, B., Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investment, Economic Journal, março e junho de 1937 (a).

\_\_\_\_\_, Alternative Theories of the Rate of Interest, Economic Journal, setembro de 1937 (b).

Torres, E., O Mito do Sucesso: Uma análise da Economia Japonesa no Pós-Guerra, 1945-1973, IEI-UFRJ, 1983.

\_\_\_\_\_, A Teoria Monetária de Wicksell, setembro de 1986, mimeo.

PUBLICAÇÕES DO IEI EM 1988  
TEXTOS PARA DISCUSSÃO

Nº de  
páginas

157. GIAMBIAGI, Fabio. Decisões Independentes, Expectativas e Racionalidade Econômica; Uma Interpretação para o Fracasso dos congelamentos. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988. 25
158. JAGUARIBE, Anna Maria. Projeto Estado. Bases para uma comparação entre Brasil, Itália e Espanha nos anos 60-80. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 158) 38
159. OZORIO, Anna Luiza. A posição do ensino de economia na UFRJ: funcionários, professores e verbas. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 159). 31
160. TAUILLE, José Ricardo. Notas sobre tecnologia, trabalho e competitividade no Brasil. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 160). 27
161. MEDICI, André Cezar. Observaciones sobre el financiamiento del sistema de salud argentino. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 161). 33
162. BATISTA, Jorge Chami. Planejamento, Investimentos e Competitividade Internacional do Setor Siderúrgico Brasileiro nos anos 70 e 80. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 162). 97
163. KUPFER, David e CABRAL, Maria Tereza. Organização Industrial e Perfil da Firma na Indústria Química Fina. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão 163). 38
164. FIGUEIREDO, José Bernardo e SILVA, Nelson do Valle. The Experience with Economic-demographic Models For Brazil Description and Results. IEI/UFRJ. Rio de Janeiro, 1988. (Discussão, 164). 25
165. FIORI, José Luis. Leituras de Conjuntura Política - 1. Algumas idéias sobre a racionalidade da decisão presidencialista. 2. A propósito do pêndulo Peeme debista. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 165). 25
166. TORRES FILHO, Ernani Teixeira. A transição do tratado para a teoria geral - A economia monetária, a poupança e o financiamento. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão 166). 38
167. TAUILLE, José Ricardo et alli. Matriz Eletrônica para a Produção de Sistemas Eletrônicos de Processamento de Dados no Brasil: Uma proposta de metodologia. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1988 (Discussão, 167). 71

TORRES FILHO, ERNANI TEIXEIRA.

S  
UFRJ/IEI  
TD166

043910-X  
FEA

ECONOMIA MONETARIA, A POUPANCA E  
ESTE LÍVRO FINANCIAMENTO : DO TRATADO A  
NA TEORIA GERALIZADA

Ms 98 270

20/06/07		
11/08/07		

SB-018-00