

## **Limites monetários ao crescimento: Keynes e a não-neutralidade da moeda**

---

*Adriana Moreira Amado\**

**A** relevância que a teoria econômica atribui à moeda vem mudando ao longo da história, mas, de forma geral, pode-se dizer que ela tem sido tratada mais como um elemento sem importância e uma mera “conveniência” do que como um elemento que realmente pode afetar tanto o curto quanto o longo prazo da economia. A ortodoxia<sup>1</sup> sempre tratou a moeda como um mero meio de troca, contudo o que realmente importa no processo de troca é a relação de uma mercadoria com a outra, a moeda sendo apenas um véu ou um óleo que se interpõe nesse processo e o agiliza. A importância da moeda para essa vertente do pensamento econômico reduz-se aos seus efeitos de curto prazo, que são resultantes das fricções que caracterizam esse período.

Porém o tratamento dispensado à moeda não pode estar dissociado do tratamento dado à economia real. Essa concepção simplista de moeda está necessariamente relacionada a um tratamento igualmente simplista da economia real, especialmente no que tange ao tratamento de economias monetárias em contraposição às economias de troca direta.

O tratamento keynesiano da moeda, ou ao menos o tratamento dado por Keynes a essa questão em seus últimos trabalhos, assume a moeda como um elemento com papéis fundamentais a desempenhar, e esses papéis estão inentemente ligados à concepção de economias monetárias, as quais são aquelas em que:

“A moeda desempenha um papel próprio e afeta motivos e decisões e é, resumidamente, um dos fatores operativos nesta situação, desta forma, o curso dos eventos não pode ser predito, nem no longo nem no curto prazo sem o conhecimento do comportamento da moeda entre o primeiro e o segundo estado” (KEYNES, 1973a, p.408-409).

---

\* Professora do Departamento de Economia da Universidade de Brasília. Ph.D. pela University College London, 1995.

A autora agradece os comentários de Maria de Lourdes Rollemberg Mollo.

<sup>1</sup> Estamos considerando ortodoxas todas as escolas que assumem a Lei de Say e que, portanto, observam a neutralidade de longo prazo da moeda.

Dessa forma, a moeda é concebida como sendo não neutra tanto no longo quanto no curto prazos. A concepção de economia que a ortodoxia tem em mente quando trata da questão monetária é o que Keynes denomina de economia de escambo ou de troca direta. Isso pode ser observado em:

“A diferença que é normalmente feita entre uma economia de troca direta e uma economia monetária depende do emprego da moeda como um meio conveniente de afetar as trocas — como um instrumento de grande conveniência —, mas transitório e neutro em seus efeitos (...) Uma economia que usa moeda, mas o faz apenas como um elo neutro entre transações com elementos reais e ativos reais e não permite que ela entre em motivos e decisões, deve ser chamada — por falta de um nome melhor, uma economia de troca direta” (KEYNES, 1973a, p.408).

A concepção de moeda, de economias monetárias e do papel que a moeda desempenha nessas economias está inerentemente ligada à análise do movimento histórico da moeda. Assim, a vertente ortodoxa tem uma abordagem monetária correta para economias que estão no estágio 1 do desenvolvimento bancário, mas perde completamente o sentido quando está se tratando de economias que estão ao menos no estágio 2.<sup>2</sup> Destarte, embora Keynes afirme na **Teoria Geral** que “(...) a moeda entra no esquema econômico de uma maneira peculiar e essencial, detalhes monetários técnicos caem no *background*” (KEYNES, 1936, p.xxii), esses “detalhes monetários” são fundamentais para a ampla compreensão dos diferentes papéis da moeda em diferentes estágios do desenvolvimento bancário. No **Tratado sobre a Moeda**, Keynes está especialmente preocupado com os papéis e as formas com que o sistema financeiro pode interferir na criação de moeda e, conseqüentemente, com os papéis que a moeda pode ter (KEYNES, 1971a, v.II), mesmo que na **Teoria Geral** esses elementos sejam deixados à parte. Procuraremos mostrar aqui quais são os papéis que as moedas estatal e privada podem desempenhar na esfera real da economia.

Há basicamente três elementos fundamentais para a compreensão da teoria monetária de Keynes e dos pós-keynesianos. São eles: a concepção de

---

<sup>2</sup> Veja a caracterização de Chick (1986). De acordo com essa periodização, as economias estariam no estágio 1 quando os mesmos desempenhassem a função de caixa forte e, portanto, não tivessem nenhum poder de criar crédito independentemente dos depósitos. Nos estágios posteriores, eles vão se livrando gradualmente dessa restrição até o momento em que não há mais restrição quantitativa exógena nenhuma à criação de crédito.

tempo, a concepção de incerteza e a concepção de moeda. Esses três elementos, quando conjugados, geram as condições que permitem a não-neutralidade de longo prazo da moeda, que é uma das conclusões essenciais da teoria de Keynes.

## **1 - A caracterização de economias monetárias de produção**

### **1.1 - A concepção de tempo**

Keynes, no prefácio da **Teoria Geral**, afirma: “Uma economia monetária de produção devemos achar que seja aquela em que mudanças na percepção do futuro são capazes de influenciar a quantidade de emprego e não apenas sua direção” (KEYNES, 1936, p.xxii). Essa citação possibilita pensar sobre o papel específico do tempo e, conseqüentemente, das expectativas que ele permite em uma economia monetária. Nesse ponto, novamente, não há consenso entre as escolas do pensamento econômico em relação à noção de tempo e ao seu papel na economia.

Há, basicamente, quatro concepções de tempo que conduzem a noções completamente diversas da economia e da moeda.<sup>3</sup> A primeira, tempo lógico, refere-se à dimensão causal do tempo, ou seja, essa concepção observa que um elemento precede o outro, mas essa precedência é apenas lógica e tão-somente cria uma direção precisa de causalidade. Assim, o uso de tempo lógico, na prática, corresponde à ausência de tempo. A segunda concepção, tempo mecânico, refere-se ao processo em que as variáveis são datadas, ou seja, a noção de tempo está presente, mas o tempo é reversível. O tempo, nesse caso, não é unidirecional, ele pode fluir tanto do passado para o futuro quanto do futuro para o passado. O que quer dizer que se está tratando o tempo como espaço, e as expectativas estão sujeitas à revisão, uma vez que o processo decisório é reversível (CARVALHO, 1983-84, p.266; DAVIDSON, 1978). A terceira concepção de tempo refere-se ao tempo histórico, ou seja, essa concepção observa o tempo como ele realmente é. De acordo com essa noção, o tempo difere do espaço e sempre flui do passado para o futuro.<sup>4</sup> Essa

---

<sup>3</sup> Dow (1985) apresenta uma excelente discussão acerca da concepção das diferentes noções de tempo e das implicações de se trabalhar com cada uma delas para a análise da economia real.

<sup>4</sup> Ver Carvalho (1983-84, p.266).

irreversibilidade do tempo obriga os agentes a tomarem decisões no presente que apenas terão seus efeitos no futuro, o qual não necessariamente é o futuro próximo. E mais, como o tempo não é reversível, as decisões tomadas hoje são passíveis de desapontamento amanhã. O processo decisório desenvolve-se sobre bases bastante frágeis, uma vez que ele se baseia apenas em expectativas, as quais estão sujeitas a desapontamento (SHACKLE, 1958). Finalmente, há o tempo expectacional, cuja noção foi introduzida por Shackle e que corresponde ao momento solitário da tomada de decisão pelo agente, momento em que este está isolado, e seu único contato é com suas expectativas subjetivas que são a base para sua tomada de decisão. Esse momento é denominado por Shackle de *moment-in-being*.<sup>5</sup>

Keynes trabalha com três dessas noções de tempo: lógico, histórico e expectacional. O tempo lógico é usado principalmente na determinação da noção de causalidade. Contudo a concepção fundamental de tempo com a qual ele trabalha é a de tempo histórico, uma vez que essa noção é fundamental para a compreensão e o aparecimento da incerteza e, conseqüentemente, para sua análise da moeda e das economias monetárias. Keynes também usa a noção de tempo expectacional quando está trabalhando com o papel das expectativas e com o caráter subjetivo do processo decisório em uma economia monetária dominada pela incerteza.

Para a compreensão da não-neutralidade da moeda, a concepção de tempo refere-se ao seu caráter histórico, que enfatiza o fato de os frutos do processo de produção somente aparecerem em um momento distante no tempo, o que faz com que o processo decisório tenha por base apenas as expectativas dos agentes sobre o estado do mundo nesse momento distante; e mais, como o tempo histórico não é reversível, os agentes sabem que, se suas expectativas forem frustradas, as suas decisões prévias não podem não ser revisadas e, portanto, são imutáveis, ou seja, nesse mundo não há possibilidade para pré-conciliação de desejos (AMADEO, DUTT, 1987, p.574).

## 1.2 - A concepção de incerteza

A concepção de incerteza encontra-se, fundamentalmente, relacionada à adoção da noção de tempo histórico. Um mundo que não está sujeito ao tempo em sua dimensão histórica não está sujeito à incerteza. Por outro lado, tempo

---

<sup>5</sup> Há uma excelente discussão acerca das diferenças entre tempo histórico e mecânico em Shackle (1965, p.3-4).

histórico sem incerteza corresponde quase à mesma coisa que tempo mecânico, dado que o movimento através do tempo não afeta decisivamente a caracterização do mundo.

Em Keynes e nos pós-keynesianos, há uma diferença fundamental entre o conceito de incerteza e o de risco, isso pode ser observado em:

“(...) ‘risco’ significa, em alguns casos, quantidade susceptível de mensuração, enquanto em outros momentos é algo diferente disto, e há diferenças cruciais no comportamento do fenômeno, dependendo de quais dos dois casos é válido (...) Parece que a incerteza mensurável, ou ‘risco’ propriamente, como devemos usar o termo, é, assim, diferente da não mensurável, a primeira não sendo efetivamente incerteza. Devemos, desta maneira, restringir o termo ‘incerteza’ para os casos do tipo não quantificáveis” (KNIGHT, 1933, p.19-20).

Exatamente a incerteza não quantificável é o ponto fundamental para a análise de Keynes: “Para entender Keynes, é necessário entender sua percepção sofisticada de incerteza, e a importância da incerteza em sua visão do processo econômico. Keynes sem a incerteza é algo como Hamlet sem o príncipe” (MINSKY, 1975, p.57). Dessa forma, é preciso compreender os elementos que fazem da incerteza uma das características fundamentais das economias monetárias de produção.

Contudo a incerteza não está presente com a mesma intensidade em todos os níveis da atividade econômica. Aquelas atividades que apresentam resultados em um momento muito próximo do tempo em que as revisões das expectativas são possíveis não estão sujeitas ao mesmo tipo de incerteza que aquelas que geram frutos em momentos distantes no tempo e que, conseqüentemente, as expectativas relativas às decisões sobre esse tipo de atividades têm bases muito mais voláteis. Portanto, existe algo como uma escala de incerteza que varia das decisões de produção<sup>6</sup> às decisões que concernem ao investimento e ao processo de acumulação. Como Keynes demonstra:

“Na realidade, todavia, nós temos, como regra, somente uma vaga idéia das conseqüências de nossos atos. Algumas vezes, nós não estamos muito preocupados com suas conseqüências remotas, mesmo assim, o acaso e o tempo farão muitas delas. Mas algumas

---

<sup>6</sup> O caráter menos intenso da incerteza no que concerne às expectativas de curto prazo relacionadas às decisões de produção pode ser observado em Keynes (1936, p.50-51).

vezes estaremos intensamente preocupados com elas, e mais, ocasionalmente, mais preocupados do que com as consequências imediatas. Agora, das atividades humanas que são afetadas por essas preocupações remotas, uma das mais importantes é de caráter econômico: a riqueza. O principal objeto da acumulação de capital é produzir resultados, ou resultados potenciais, em um momento distante e, às vezes, indefinidamente distante. Assim, o fato de que nosso conhecimento sobre o futuro é flutuante, vago e incerto confere à riqueza um caráter peculiarmente inadequado para os métodos da teoria econômica clássica. Essa teoria deve funcionar perfeitamente bem em um mundo em que mercadorias econômicas são consumidas em um curto período de tempo em relação ao de sua produção. Mas isso requer, como sugiro, consideráveis correções se se aplica a um mundo em que a acumulação de riqueza para um futuro adiado indefinidamente é um fator importante; e quanto maior a participação deste tipo de acumulação, maiores os reparos que esta teoria deve sofrer” (KEYNES, 1937, p.213).

O tipo de incerteza a que Keynes se refere é a do tipo fundamental, ou seja, é a incerteza não sujeita a cálculo atuarial, como pode ser visto em:

“Por conhecimento ‘incerto’, deixe-me explicar, eu não quero apenas distinguir o que é conhecido com certeza do que é apenas provável. O jogo de roleta não está sujeito à incerteza, nesse sentido. A expectativa de vida está levemente sujeita à incerteza. Até o tempo é moderadamente sujeito à incerteza. O sentido em que estou usando o termo incerteza é o da perspectiva de uma Guerra Européia, ou do preço do cobre ou da taxa de juros daqui a vinte anos, ou a obsolescência de uma nova invenção, ou a posição dos proprietários de riqueza no sistema social de 1970. Sobre essas questões, não há base científica sobre a qual possam ser calculadas probabilidades. Nós simplesmente não sabemos” (KEYNES, 1937, pp. 213, 214).

O primeiro ponto a mencionar nesta discussão é o conceito de evento ergódico. Esses eventos são aqueles em que a distribuição de probabilidades passada é mantida imutável tanto no presente quanto no futuro, assim, com base no conhecimento do passado, os agentes têm bases sólidas para a tomada de decisão. Como observa Davidson:

“Em um mundo econômico inteiramente governado por processos ergódicos, as relações econômicas entre variáveis são atemporais, ou ahistóricas, no sentido de que o futuro é meramente um resultado

estatístico do passado. Os dados históricos, quando se coletam dados, não afetam as estimativas das médias estatísticas. A acumulação de evidências passadas para resultados econômicos permite o cálculo de médias estatísticas as quais podem ser usadas para fazer previsões estatisticamente confiáveis para o risco matemático ou probabilidade dos eventos futuros. Em outras palavras, em um ambiente ergódico, o conhecimento sobre o futuro envolve a projeção de médias baseadas no passado e/ou na realização presente para eventos futuros” (DAVIDSON, 1988, p.331-332).

A ergodicidade assume que os eventos são independentes do tempo — eventos estacionários — (DAVIDSON, 1982-83, p.187), ou seja, se o eixo do tempo muda, a distribuição de probabilidade não se altera, o evento analisado não está sujeito a variações rápidas e intensas.

O segundo elemento necessário para a ergodicidade de um evento é o fato de que este deve ser perfeitamente reproduzível, com cada uma das tentativas do mesmo tendo absolutamente o mesmo peso na distribuição de probabilidades, de forma a gerar uma função de distribuição de probabilidades (SHACKLE, 1949, p.6). Portanto, esses eventos precisam ser divisíveis e seriáveis de modo a gerarem essa distribuição (SHACKLE, 1958, p.34).

Um outro elemento relevante a ser observado refere-se ao fato de que a ergodicidade pressupõe que as probabilidades atribuídas ao conjunto de resultados possíveis de um determinado evento deve somar um, ou seja, o conjunto de resultados deve ser completo de forma que o uso de métodos tradicionais de probabilidade possam ser usados.

Se todas essas condições forem satisfeitas, o processo decisório irá consistir somente na aplicação de procedimentos lógicos a um determinado conjunto completo de premissas, e, assim, esses procedimentos irão alcançar um resultado que será consequência das próprias premissas (CARVALHO, 1988a, p.74). Dessa forma, bane-se a incerteza da economia, e o processo decisório pode ser considerado vazio no sentido de Shackle. Keynes coloca: “O cálculo de probabilidades (...) reduz a incerteza ao mesmo *status* calculável da certeza” (KEYNES, 1937, p.213).

Vistas as características de um evento ergódico, resta observar quais são as características dos eventos econômicos que os tornam inadequados ao uso dos métodos tradicionais do cálculo atuarial no processo decisório e tornam todo o ambiente econômico gerador de processos não ergódicos.

Há, basicamente, dois elementos que fazem o objeto econômico impróprio ao uso de métodos estatísticos tradicionais. O primeiro refere-se à presença do tempo histórico e à sua consequente irreversibilidade, como foi anteriormente mencionado. O segundo diz respeito ao caráter criativo do processo econômico.

Esse caráter é, em grande medida, possível pelo caráter crucial ou, de forma mais radical, pelo caráter “autodestrutivo” que o processo decisório assume na economia. A mera existência de eventos cruciais, dado que eles são não divisíveis e não seriáveis, faz com que a reapplicabilidade dos mesmos seja impossível, uma vez que as condições em que o evento teve lugar são destruídas pela própria realização do mesmo. Assim, as condições para o cálculo da distribuição de probabilidades que descrevem um determinado evento não existem. Isso pode ser observado em:

“Assim, há o que se denomina de eventos não divisíveis e não seriáveis. É claro que se a ação cuja seqüência está em questão é de um tipo que, por sua natureza, não pode ser repetido, não podem ser derivadas relações de freqüência nem podem estas ser usadas para projeções sobre o futuro. Essas ações, experimentos não divisíveis ou cruciais são uma parte essencial e não passível de exclusão do esquema das coisas. De maneira mais radical, há o que se pode chamar de experimentos autodestrutivos, em que sua execução destrói de forma irreversível as condições de sua existência. Se eu desejo saber o efeito sobre mim da leitura de uma determinada obra literária, eu tenho de ler. Ao fazer isso, eu não posso retornar à minha ignorância da mesma” (SHACKLE, 1979, p.135).

Os eventos econômicos são essencialmente eventos cruciais, e isso os faz particularmente inadequados ao tratamento probabilístico tradicional. Isso é o que leva Davidson a afirmar: “O futuro é criado por decisões de caráter crucial, ele não é descoberto pelo teorema de Bayes-LaPlace” (DAVIDSON, 1982-83, p.192).

O caráter criativo e inovador do processo decisório em economia refere-se ao caráter incompleto do conjunto de resultados possíveis de um dado evento. Dado que o agente sabe que está executando um evento crucial, ele tem consciência que o conjunto de resultados é aberto, no sentido de que as probabilidades atribuídas a cada um dos resultados esperados não somam um. Portanto, ele terá que preencher essa lacuna com premissas que ele mesmo tem que criar, e, nesse sentido, o processo decisório não se refere ou está sujeito apenas a procedimentos lógicos de que, uma vez dado um conjunto de premissas, se deduz um determinado resultado. O processo é, dessa forma, criativo e inovador. Como demonstra Carvalho: “Se as inovações são uma possibilidade teórica, a ergodicidade não pode ser sustentada” (CARVALHO, 1988 a).<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Para esse ponto, ver também Shackle (1958, p.34).

Esses elementos enfatizam que: “A percepção de Keynes associa a incerteza não com o conhecimento probabilístico. A incerteza corresponde a uma situação em que as probabilidades não são numericamente, ou mesmo comparáveis, em termos de mais ou menos, com outras relações de probabilidade”(LAWSON, 1988, p.48). E mais: “Na concepção de incerteza de Keynes, não apenas algumas premissas podem ser desconhecidas no momento da decisão, bem como elas podem ser não conhecíveis”(CARVALHO, 1988a, p.75).

Dessa maneira, no mundo real, os agentes econômicos agem em um ambiente sujeito à incerteza, e é nesse mundo que se dá o empreendimento econômico. Nas palavras de Shackle: “Empreendimento é risco, risco é ignorância, e equilíbrio, por contraste, é o abandono efetivo da ignorância” (SHACKLE, 1983, p.134). Isso no caráter instabilizador da incerteza e na conseqüente necessidade de se desenvolverem mecanismos sociais que reduzam a mesma.

As noções de tempo e incerteza são fundamentais para a compreensão do funcionamento das economias monetárias de produção<sup>8</sup>. Embora tempo histórico e incerteza sejam conceitos que não estão restritos à caracterização dessas economias, eles desempenham papel fundamental para a sua análise.

Anteriormente, chamamos atenção para algumas das características das economias monetárias de produção. No momento, estamos interessados em apresentar um modelo geral que descreva o funcionamento dessas economias e que as torne essencialmente diferentes das economias de troca direta ou das economias neutras, como caracterizava Keynes.

Keynes, em sua crítica aos clássicos, propunha uma caracterização da economia que assumia três diferentes modelos para o funcionamento da mesma. O primeiro modelo, e o mais simples, é o chamado de economia de salário real ou economia cooperativa; o segundo refere-se à economia empresarial neutra; e o terceiro, que é o que nos interessa no momento, é a economia monetária, empresarial ou salário nominal. A caracterização desses três modelos difere, basicamente, no que concerne aos objetivos da produção e do processo de acumulação, à forma em que a economia está organizada, aos elementos dinâmicos no processo econômico e ao papel da moeda em cada um desses sistemas (KEYNES, 1979, p.77-78).

No primeiro e no segundo modelo, as firmas compram os fatores de produção com uma participação predeterminada do produto gerado. Essa participação é paga em mercadorias ou em moeda. Uma ou outra forma de pagamento

---

<sup>8</sup> Uma excelente caracterização dessas economias é feita por Carvalho (1988b).

não faz diferença, dado que há mecanismos que asseguram a pré-conciliação de desejos e, portanto, asseguram que a participação de cada fator produtivo na renda, em termos monetários, é absolutamente igual à sua participação em termos de produtos. No primeiro modelo, isso é uma consequência imediata, uma vez que os pagamentos são realizados com o próprio produto. No segundo modelo, isso não é uma consequência tão direta. Esse resultado só se obtém porque a moeda é tratada como uma “mera conveniência”, que intermedia o processo de troca, mas não interfere nos termos desse processo (KEYNES, 1979, p.77). Assim, a possibilidade de vazamentos no fluxo renda-gastos não existe. Nesses modelos, as firmas têm objetivos reais, ou seja, a demanda e a oferta de fatores de produção referem-se às suas expectativas sobre suas participações reais na renda como recompensa por sua utilização, desta forma, todo o processo econômico é conduzido em termos reais, e a moeda é apenas uma ilusão ótica. De acordo com Keynes, esse é o mundo clássico, e, atualmente, pode-se dizer que esse é o mundo clássico, neoclássico e novo-clássico.

Por outro lado, no modelo que caracteriza as economias monetárias “em que realmente vivemos”, a dinâmica da economia é determinada por firmas que tornam, basicamente, dois tipos de decisões: (a) nível de produção e (b) nível de investimento. Aqui os fatores de produção são adquiridos em termos monetários, e os produtos são vendidos também em termos monetários. Assim, a moeda permeia todos os estágios do processo econômico. Contudo, aqui a moeda não é apenas a ficção apresentada na economia neutra, aqui ela efetivamente tem um papel a desempenhar, dado que não existem mecanismos de pré-conciliação de desejos que permitam que os fatores de produção ou que as firmas saibam antecipadamente quais serão suas respectivas participações reais no produto. Nesse sentido, a decisão de produzir é tomada por firmas individuais que somente saberão os resultados de suas decisões quando o produto chegar ao mercado. Portanto, a produção e o investimento são decididos com base apenas em expectativas.

Nas economias monetárias, as decisões de produção e de investimento são tomadas com o objetivo de acumular em termos monetários. Dessa forma, as firmas estão interessadas no lucro monetário e não em sua participação real no produto, o que pode ser observado em:

“A teoria clássica supõe que a disposição do empresário em iniciar um processo produtivo depende do montante de valor, em termos dos produtos, que ele espera partilhar, ou seja, que a simples expectativa de mais produtos para ele irá induzi-lo a oferecer mais emprego. Contudo, em uma economia empresarial, essa análise é incorreta do ponto de vista do cálculo dos negócios. Um empresário está

interessado não no montante de produtos, mas no montante de dinheiro que ele irá receber. Ele aumentará sua produção se ao fazer isso ele espera aumentar seu lucro monetário, ainda que esse lucro represente uma quantidade menor de produtos do que no período anterior” (KEYNES, 1979, p.82).

E mais:

“A firma está sempre lidando em termos monetários. Ela não tem outro objetivo no mundo além de acabar com mais dinheiro do que começou. Essa é a característica essencial de uma economia empresarial” (KEYNES, 1979, p.89).

Marx, em sua crítica a Ricardo, em **Teorias da Mais Valia** (MARX, 1969, p.497-503), já observava que a impossibilidade de admitir excesso generalizado de oferta na economia capitalista é uma consequência de a ortodoxia tratar as economias capitalistas como se fossem economias de troca direta, e essa simplificação torna impossível a compreensão de como efetivamente essas economias funcionam. A inexistência de pré-conciliação de desejos nas economias empresariais, que representa o elemento fundamental da passagem da economia neutra para a economia empresarial, torna necessário o rompimento do fluxo renda-gasto. Isso, contudo, só pode ocorrer se:

“(...) o elemento (ou elementos) em termos de que os fatores de produção são remunerados e que não é produção corrente e para o qual a produção corrente não pode ser redirigida (exceto em uma escala limitada), e que o valor de troca não é fixo em termos de produção corrente para a qual a produção pode ser redirecionada sem limite” (KEYNES, 1979, p.85).

E como:

“O dinheiro é por excelência o meio de remuneração em uma economia empresarial, que está sujeita a flutuações de demanda efetiva. Mas se os empregadores forem remunerar seus trabalhadores em termos de pedaços de terra ou de selos obsoletos, as mesmas dificuldades podem aparecer. Talvez qualquer coisa, em termos de que os contratos de produção sejam remunerados, que não é e não pode ser parte da produção corrente e é capaz de ser usada de outra forma que não a compra de produção corrente é, em um certo sentido, dinheiro. Se é desta forma, e não de outra, o uso de dinheiro é uma condição necessária para flutuações na demanda efetiva” (KEYNES, 1979, p.86).

Dessa forma, a caracterização das economias monetárias de produção necessariamente envolve a compreensão de determinado conceito de tempo, de incerteza e de moeda. E mais, esses três elementos para possuírem relevância analítica têm que estar juntos, uma vez que a moeda sem incerteza é uma mera conveniência e não representa nenhum atrativo para os agentes; tempo histórico sem incerteza é quase a mesma coisa que tempo mecânico uma vez que não há mudanças substanciais com o passar do tempo; o deslocamento no eixo do tempo pode se dar de forma similar ao do eixo do espaço e, portanto, há lugar para a reversibilidade.

Faz-se agora necessário compreender como os agentes lidam com a incerteza em uma economia monetária, quais são os elementos que os levam a demandar moeda e quais são as propriedades essenciais da moeda que a tornam um elemento único na economia.

## **2 - Mecanismos sociais que levam à redução da incerteza**

Os agentes que têm que tomar decisões em uma economia monetária em que a incerteza é um elemento constitutivo fundamental e que sabem que os resultados de suas decisões apenas serão observados no futuro distante têm que desenvolver mecanismos que permitam a redução da incerteza, ao menos em nível individual. Keynes apresenta duas formas principais de formação de expectativas: (a) comportamento convencional e (b) *animal spirits*.

Referindo-se à forma como as expectativas são formadas, Keynes afirma:

“(1) Assumimos que o presente é um guia muito mais útil para o futuro que o exame das experiências passadas demonstrou ser. Em outras palavras, ignoramos largamente a perspectiva de mudanças futuras sobre o caráter real daquilo de que não sabemos nada.

“(2) Assumimos que o estado presente de opiniões, como expresso nos preços e no caráter da produção presente, está baseado na perspectiva correta de eventos futuros, desta forma podemos aceitá-los até que algo novo se apresente.

“(3) Sabendo que nosso julgamento individual não é válido, voltamos para o julgamento do resto do mundo, que é talvez mais preciso. Quer dizer, devemos estar conformes com o procedimento da maioria ou da média. A psicologia de uma sociedade de indivíduos, cada um dos

quais se está esforçando para copiar os outros, leva-nos ao que podemos chamar de comportamento convencional” (KEYNES, 1937, p.214).

As expectativas formadas de acordo com esses mecanismos convencionais tendem a reduzir a incerteza em nível individual e, em certo sentido, em nível social, mas quando estas sofrem alguma mudança no nível de confiança com que são formadas e há uma redução no grau de confiança social nas mesmas, elas ficam sujeitas a violentas alterações, e, normalmente, o movimento das expectativas individuais ocorre no mesmo sentido, uma vez que a base convencional para a formação de expectativas é mantida. Isso faz com que o processo decisório ocorra em um ambiente altamente volátil, o que enfatiza ainda mais o caráter convencional da tomada de decisão (KEYNES, 1937, p.214-215; 1936, p.154).

Por outro lado, os elementos que se referem ao *animal spirits* são também extremamente voláteis e não podem ser preditos com bases seguras.<sup>9</sup>

“Além da instabilidade decorrente da especulação, há a instabilidade decorrente das características da natureza humana que faz com que grande parte de nossas ações dependa do otimismo espontâneo mais do que de expectativas matemáticas, ou moral ou hedonística ou econômica. Muito provavelmente, nossas decisões de fazer algo positivo, cujas conseqüências apenas aparecerão muitos dias depois, são, em grande parte, o resultado dos *animal spirits* — de uma força espontânea que leva à ação ao invés de à inação e não são o resultado de benefícios decorrentes de médias multiplicadas por suas probabilidades quantificáveis. O empreendedor procura convencer a si mesmo de que a principal força motriz de sua atividade reside nas afirmações de seus propósitos, por mais ingênuos e sinceros que possam ser. O investimento está tão baseado em cálculos exatos de benefícios futuros quanto uma expedição ao Pólo Sul. Assim, ao diminuírem o entusiasmo e o otimismo espontâneo, fica-se na dependência apenas da expectativa matemática e aí o empreendimento morre — embora o temor da perda seja tão desprovido de base lógica como eram antes as esperanças de ganhar.” (KEYNES, 1936, p.161-162).

Numa realidade como essa, há a necessidade de se criarem mecanismos sociais que protejam os agentes da completa incerteza e permitam, assim, a tomada de decisão.

---

<sup>9</sup> Para esse tópico, ver Keynes (1936, cap.12).

“Assim como o futuro é incerto, o estado das expectativas deve estar sujeito a mudanças rápidas e imprevisíveis e, desta forma, o sistema econômico é potencialmente muito instável (...) Reconhecendo o caráter mercurial do sistema econômico, a humanidade tem, através do tempo, criado instituições e regras do jogo, que, quando são operacionais, evitam catástrofes ao prover os fundamentos para a crença na convenção sobre a estabilidade do sistema e, desta maneira, na quase-estabilidade do estado de expectativas. É a existência de mercados à vista e futuros, da moeda e do tempo serial — moeda duradoura, contratos futuros e sua validação, bem como as expectativas que essas instituições vão operar com continuidade e ordem no futuro, que limita a magnitude da elasticidade das expectativas e mantém as flutuações do mundo real dentro de limites.” (DAVIDSON, KREGEL, 1980a, p.142).

Dessa maneira, a moeda como base para os contratos é um dos elementos fundamentais que permite que a economia se desenvolva sem que seja destruída pela incerteza absoluta e pela instabilidade que esta gera. Como observa Davidson, “Esse elo só pode existir se houver continuidade das obrigações contratuais denominadas em dinheiro no tempo. É a existência sincronizada de moeda e contratos monetários com um futuro incerto que dá base ao sistema monetário” (DAVIDSON, 1978, p.142).

O comprometimento dos agentes com a produção e o investimento, ou seja, a redução de sua flexibilidade de ação, tem que acontecer em um ambiente em que haja confiança social na continuidade das instituições que permitem a redução da incerteza.

“Dado que a produção consome tempo, há que se comprometer recursos hoje para que algo seja produzido amanhã. Quando pessoas civilizadas pensam que têm que confrontar um futuro incerto (não ergódico), elas procuram formar expectativas razoáveis que têm base na existência de instituições sociais que foram desenvolvidas (eg. Contratos e moeda) para permitir à humanidade lidar com o desconhecido.” (DAVIDSON, 1987, p.149).

### **3 - As funções da moeda**

A existência de contratos exige a presença de algum elemento que possa representar a continuidade do passado no futuro e que ligue esses dois momentos, de forma que os agentes possam reduzir as fronteiras da incerteza. Esse

elemento é exatamente a moeda em sua função de unidade de conta, que, segundo Keynes, é função primeira da moeda em uma economia monetária de produção. Isto porque, somente tendo uma unidade de conta, a economia pode desenvolver contratos. Todas as outras funções da moeda derivam dessa função originária.

“A Moeda, especialmente por ser o elemento em que os contratos e contratos de preços são cancelados, e na forma em que o estoque de poder de compra geral é mantido, deriva seu caráter de sua relação com a unidade de conta, uma vez que os débitos e preços têm que ser primeiro denominados na forma deste último.” (KEYNES, 1971a, p.3).

Ao enfatizar a função de unidade de conta da moeda como aquela que efetivamente torna específicas as economias monetárias de produção e permite uma compreensão plena da moeda, Keynes afirma que:

“Algo que é usado apenas como um meio de troca conveniente no mercado à vista pode se aproximar da moeda, da mesma forma que pode representar uma forma de reter poder de compra geral. Mas se isso for tudo, teremos apenas ligeiramente abandonado o estado de troca direta. A moeda propriamente, em seu sentido amplo, só pode existir em sua relação com a moeda unidade de conta” (KEYNES, 1971a, p.3).

A função de unidade de conta da moeda requer que o valor da mesma seja estável, nesse sentido o limite em sua oferta se impõe. Essa é a razão porque uma das especificidades da moeda é sua negligenciável elasticidade de produção. E mais, a mera existência da moeda de conta, apesar de ser uma condição necessária para a existência de contratos monetários, não é uma condição suficiente. Há, também, a necessidade de existirem mecanismos sociais que dêem validade a esses contratos, ou seja, é necessário que os agentes tenham certeza de que esses contratos serão honrados no momento em que se estipular. Normalmente, o Estado assume a função social de obrigar a validação dos contratos e a criação de moeda. Como observa Keynes:

“Desta forma, a era do dinheiro sucedeu a era do escambo assim que os homens adotaram a moeda como unidade de conta. E a era do dinheiro estatal foi alcançada quando o Estado declarou o direito de definir que elementos funcionariam como moeda em relação à moeda de conta – quando ele trouxe para si o direito não só de dar validade

legal ao dicionário bem como de editar o dicionário” (KEYNES, 1971a, p.4).<sup>10</sup>

A função de meio de pagamento aparece justamente em relação aos contratos monetários e à moeda de conta. Essa função refere-se exatamente à propriedade de pôr fim, de forma definitiva, a obrigações contratuais e a transações, extinguindo qualquer relação de débito e crédito. A moeda, enquanto meio de pagamento, põe fim à cadeia de créditos e os débitos que caracterizam os contratos e as trocas em geral.<sup>11</sup>

A função de reserva de valor da moeda é, também, decorrência de sua função de unidade de conta. É somente porque a moeda de conta representa uma forma segura de transferir poder de compra do presente para o futuro e, assim, criar um elo entre esses dois momentos, que a moeda incorpora a função de reserva de valor. O elemento que dá à moeda poder de compra e, conseqüentemente, lhe confere a função de reserva de valor é sua relação com os contratos, e especialmente com os contratos salariais, dado que o trabalho entra como fator essencial em todas as funções de produção. Como observa Davidson:

“O que permite à moeda possuir poder de compra é, definitivamente, sua relação com os ‘contratos de oferta’, em geral, e com os contratos envolvendo a oferta de trabalho, em particular. Assim, é a taxa de salário monetário, que corresponde às unidades de moeda de conta que o trabalho pode comprar por uma unidade de esforço, que é a âncora à qual o nível de preços de todas as mercadorias reproduzíveis está atada” (DAVIDSON, 1978, p.152-153).

A liquidez da moeda, que a transforma na depositária ideal de riqueza, requer que:

“a) Contratos de oferta e débito denominados em dinheiro e b) a validação legal desses contratos. Uma contribuição adicional para minimizar esses custos de transação é a presença de instituições, especialmente um sistema de compensações, que permita o uso de débitos privados na fixação de transações, de maneira que se espere que os débitos privados possam ser convertidos na forma de moeda, que seja validada no pagamento de contratos” (DAVIDSON, 1978, p.154).

---

<sup>10</sup> Ver, também, Davidson (1978, p.148).

<sup>11</sup> Para a discussão sobre as funções da moeda privada enquanto meio de pagamento, ver Goodhart (1989, cap.2).

Por fim, a moeda assume a função de meio de troca. Contudo essa função não demonstra nenhuma particularidade da moeda em uma economia monetária de produção, uma vez que, em tese, ela poderia ser observada em “economias neutras”, no sentido de Keynes. A relevância dessa função aparece quando se considera a moeda em sua plenitude, na qual desempenha todas as suas funções como um elemento unitário.

## 4 - A liquidez como um valor fundamental nas economias monetárias de produção

A liquidez de um ativo é definida como a propriedade de transformação do referido ativo em outra mercadoria qualquer instantaneamente. A medida de liquidez tem, portanto, dois componentes: o primeiro refere-se à velocidade de transformação, e o segundo, à capacidade de manter valor quando essa velocidade é infinita. Normalmente, observa-se um *trade-off* entre essas duas dimensões do processo, o que reduz a liquidez dos ativos. Há, porém, um terceiro aspecto relativo à liquidez, que se refere à “(...) probabilidade de realizar seu valor plenamente de imediato” (CHICK, 1983, p.304).

Assim, a liquidez mede a flexibilidade que um ativo ou mercadoria dá ao seu detentor. A moeda é, normalmente, considerada o ativo líquido por excelência, e isso é uma consequência de ela ser imediatamente conversível no meio de troca e, conseqüentemente, em todas as mercadorias, ou seja, o custo de transação envolvido na moeda é nulo. Contudo, quando o atributo relativo à probabilidade de transformação do valor da moeda é considerado, a liquidez da mesma pode ser reduzida.

“É óbvio que todos os ativos homogêneos são perfeitamente líquidos no sentido de que são trocáveis ao par por si mesmos; tem de haver algo além disso. A moeda é aceitável pelo valor de face, porque a moeda é o meio de pagamento convencional. Contudo os preços das mercadorias são variáveis; assim, a moeda não é perfeitamente líquida quando sua liquidez é medida em termos das mercadorias que ela compra. Seu valor de troca é uma questão de probabilidade. Quanto mais estável é a moeda em termos das outras mercadorias, maior sua liquidez.” (CHICK, 1983, p.304-305).

Como Keynes pressupõe as elasticidades de produção e substituição da moeda negligenciáveis e observa os salários nominais como rígidos, ele acaba assumindo que o termo “probabilístico” da liquidez da moeda é um, ou seja, em decorrência de todos os atributos que descrevem a liquidez, a moeda é o limite máximo no que se poderia considerar uma “escala da liquidez”.

Assim, como a moeda é o ativo perfeitamente líquido e liquidez reflete flexibilidade, ela representa a flexibilidade absoluta aos seus possuidores. A retenção de moeda representa a retenção potencial de qualquer mercadoria ou ativo. Esse tipo de análise também pode ser vista em Marx, quando ele fala no poder absoluto que a moeda possui de se transformar em qualquer mercadoria, de forma que se pode mesmo dizer que a única mercadoria que existe é a moeda, já que as demais mercadorias estão espelhadas nela (MARX, 1976, p.205, 229, 231).

Chick observa, portanto, uma certa circularidade na liquidez da moeda.

“A circularidade inerente ao primeiro ponto deve ser familiar a todos aqueles que se preocuparam com a natureza da moeda. Para ser moeda, um ativo deve ser amplamente aceito. Um ativo se torna amplamente aceito, porque é líquido. Ele é líquido precisamente porque é amplamente aceito. O fato de o argumento ser circular não o torna menos verdadeiro.” (CHICK, 1983, p.306).

Diante desses elementos relativos à liquidez da moeda, podemos analisar os que interferem na liquidez de outros ativos ou mercadorias, de forma a diferenciar a liquidez dos mesmos em diversos níveis. Essa diferenciação pode ser observada em:

“Não existe um *standard* absoluto de liquidez, mas apenas uma escala de liquidez — um prêmio variado que tem que ser levado em conta, além do retorno pelo uso e do *carrying cost* para estimar a atratividade comparativa de manter diferentes formas de riqueza. A concepção do que contribui para a liquidez é parcialmente vaga, mudando de tempos em tempos e dependendo de práticas sociais e instituições. A ordem de preferência na mente dos proprietários de riqueza na qual a qualquer momento eles expressam os seus sentimentos sobre a liquidez é, contudo, definitiva e é tudo que se requer para a análise do comportamento do sistema econômico” (KEYNES, 1936, p.240-241).

Desse modo, pode-se perceber facilmente que a liquidez dos ativos relaciona-se de forma direta com arranjos institucionais, especialmente com a organização dos mercados a vista, o que permite a redução de custos de transação (DAVIDSON, 1980, p.298).

A capacidade de um ativo desempenhar o papel de reserva de valor em uma economia monetária de produção vai depender, em grande medida, da liquidez que se atribui ao mesmo. Uma vez que a função de reserva de valor é consequência do valor atribuído à flexibilidade em economias monetárias, quanto mais líquido o ativo, maior a flexibilidade a que está sujeito o seu possuidor.

## 5 - A demanda por moeda

Keynes, no **Tratado sobre a Moeda**, Vol. 1, estabelece três motivos para se demandar moeda: depósitos de renda, depósitos de negócios e depósitos de poupança (KEYNES, 1971a, p.31). Na **Teoria Geral**, por outro lado, ele define esses motivos como: motivo transação, motivo precaução e motivo especulação. Essas duas versões da demanda por moeda parecem colocar, de forma clara, os motivos para reter moeda e podem ser observados como a origem da preferência pela liquidez. Nos seus últimos trabalhos, Keynes acrescenta o motivo finança aos motivos já citados.<sup>12</sup>

Esses motivos podem ser descritos como:

“i) O motivo transação, i.e., a necessidade de moeda para as transações correntes das trocas pessoais e comerciais; ii) o motivo precaução, i.e., o desejo de segurança em relação ao futuro, equivale a uma certa proporção do montante total de recursos; e iii) o motivo especulação, i.e., objetiva assegurar lucros por saber melhor o que o mercado e o futuro reserva” (KEYNES, 1936, p.170).<sup>13</sup>

O motivo transação tem uma influência marcante da demanda por moeda como definida pela teoria convencional, ou seja, ela aparece basicamente como uma função da renda corrente da economia; e mais, é considerada uma função estável dessa variável. Seus determinantes são dados pelos arranjos institucionais, como os períodos de pagamentos e recebimentos. A incerteza não tem um papel definido nesse motivo para demandar moeda, apesar de, em um certo sentido, estar presente nele. Em termos da classificação do **Tratado sobre a Moeda**, pode-se observar que esse motivo inclui os depósitos de renda e parte dos depósitos de negócios.

O motivo precaução refere-se ao caráter incerto das economias monetárias de produção. Enquanto o motivo transação supõe uma certa previsão dos recebimentos e das despesas, de forma que os saldos monetários são reduzidos a zero no fim de cada período, o motivo precaução refere-se exatamente ao caráter incerto de determinadas despesas ou a possibilidades de ganhos de

---

<sup>12</sup> Davidson (1978, p.161) observa que, ao caracterizar os depósitos de renda e de negócios tendo como uma de suas determinações a antecipação de despesas pessoais e de negócios, Keynes estava antecipando o motivo finança nesse trabalho, contudo a relevância desse motivo desaparece na **Teoria Geral**, só sendo recuperado nos seus trabalhos posteriores (KEYNES, 1973a; 1973b; 1973c; 1973d).

<sup>13</sup> Em Chick (1983, cap.10), temos uma boa análise para os “incentivos para a liquidez”.

mercado absolutamente imprevistas pelo agente. Contudo, apesar de basear-se na incerteza, esse motivo mantém uma relação estável com o nível de renda. E, nesse sentido, na determinação da demanda por moeda, ele aparece juntamente com o motivo transação como sendo uma função estável do nível de renda.

O motivo especulação apresentado por Keynes na **Teoria Geral** enfatiza o papel fundamental, enquanto reserva de valor, que a moeda desempenha nas economias monetárias de produção. Esse motivo diz respeito, basicamente, ao caráter de apostas, cassino, das economias monetárias de produção, que decorre do tipo de incerteza que caracteriza essas economias. Quando os agentes especulam, estão interessados nos ganhos de capital que a retenção de um ou outro ativo pode lhes proporcionar. Nesse sentido, a mudança de um ativo a outro, resultante de possíveis ganhos de capital oriundos de mudanças nas expectativas dos agentes, só é possível se não houver perda substancial de valor do ativo em questão. O caráter líquido dos ativos que desempenham o papel de reserva de valor é uma consequência do desenvolvimento institucional do sistema.

Nesse sentido, há um *trade-off* entre o motivo precaução e o motivo especulação no que concerne à evolução do mercado financeiro e à consequente liquidez que os ativos comercializados nesses mercados apresentam. Em ambientes em que os mercados são menos desenvolvidos, os agentes tendem a manter uma proporção maior de suas poupanças em moeda, como forma de garantir liquidez para pagar despesas imprevistas ou para fazer face a ganhos imprevistos de capital. Mas, como esses mercados são menos ativos, o comportamento jogador, apostador, dos agentes é menos desenvolvido, e a moeda não é demandada de forma a gerar ganhos futuros de capital. Ao contrário, se os mercados financeiros forem muito desenvolvidos, os ativos transacionados nesses mercados apresentam elevada liquidez, o que permite aos agentes manterem o seu poder de compra de forma quase líquida, sem a necessidade de demandar moeda. Por outro lado, como esses mercados são muito desenvolvidos, a volatilidade das expectativas e a possibilidade de ganhos de capital decorrentes da captação de futuros movimentos no mercado fazem com que os indivíduos demandem moeda de forma a realizar esses ganhos esperados de capital (KEYNES, 1936, p.170).

Assim, quando se têm mercados financeiros bem desenvolvidos, o que os indivíduos procuram não é o ganho decorrente da taxa de juros durante a vida útil do ativo de capital em questão, mas eles buscam antecipar mudanças no mercado que levem a alterações nos preços dos ativos financeiros, de forma a obterem ganhos de capital com esse movimento, vendendo esses ativos em seus preços mais elevados e comprando-os em seus preços mais baixos. Daí a relação com a taxa de juros, quanto maior a taxa de juros mais agentes acreditarão que ela irá cair e mais facilmente abrirão mão da liquidez.

Contudo a percepção desses dois pontos é uma questão subjetiva, como foi verificado quando analisamos o conceito de incerteza. A determinação de um valor seguro para esses elementos é um fator convencional, e essa é a razão para que os indivíduos apresentem esse comportamento jogador, acreditando que suas apostas são mais corretas do que as do mercado como um todo. Se os agentes não confiarem no estado das expectativas, eles vão postergar suas decisões de compra de ativos financeiros e tenderão a manter a moeda e a esperar por uma conjuntura mais propícia, em que as expectativas sejam mais favoráveis. Keynes observa:

“Parte com base na razão e parte com base no instinto, nosso desejo de manter moeda como um estoque de riqueza é um barômetro do grau de nossa desconfiança em nossos próprios cálculos e convenções a respeito do futuro. Mesmo o sentimento sobre a moeda é convencional e instintivo, ele opera em um nível profundo de nossas motivações, ele ocorre em momentos em que as convenções mais precárias são enfraquecidas. A posse de moeda acalma nosso desconforto; e o prêmio que nos faz abrir mão da moeda é a medida de nosso desconforto” (KEYNES, 1937, p.216).

O caráter especulativo da demanda por moeda depende, pois, das expectativas relativas ao valor futuro da taxa de juros, o que é a mesma coisa que dizer que depende do valor futuro dos ativos financeiros. Não é o valor absoluto dos mesmos que importa, mas sim a possibilidade de mudanças nos mesmos.

Nesse sentido, os agentes dividem-se em altistas e baixistas. O primeiro grupo apresentando expectativas de um aumento dos preços dos ativos financeiros, e o segundo apresentando expectativas de quedas desses preços. A divisão da sociedade nesses dois grupos é que permite que os mercados funcionem sem descontinuidades (KEYNES, 1936, p.170). Chick (1983) observa que, se as expectativas fossem as mesmas, haveria uma descontinuidade na demanda por moeda, que se manifestaria no fato de que, quando a taxa de juros estivesse acima do seu nível convencional, todos demandariam ativos financeiros e, quando ela estivesse abaixo desse nível, todos demandariam moeda. Esse fato levaria os preços dos ativos financeiros para o infinito ou para zero, se variassem a taxa de juros ou a taxa convencional de juros (CHICK, 1983, p.204-205).

Dessa forma, apenas a divisão da sociedade entre altistas e baixistas pode dar estabilidade ao preço dos ativos financeiros, e a taxa de juros é exatamente o elemento que equilibra altistas e baixistas.

Keynes observa que a preferência pela liquidez varia negativamente com a taxa de juros: taxas de juros baixas podem levar os agentes a acreditarem que

ela está muito próxima do nível convencionalmente e subjetivamente estabelecido como seguro e, assim, podem transformar parte dos altistas em baixistas, aumentando, dessa maneira, a demanda por moeda pelo motivo especulação. Ao mesmo tempo, taxas de juros baixas reduzem o custo de oportunidade decorrente da perda do juros por manter moeda e não ativos que rendem juros (KEYNES, 1936, p.202). Há, também, um terceiro efeito a ser considerado: baixas taxas de juros tendem a elevar o nível de renda, via ampliação do investimento, isto levando a um crescimento da demanda por moeda, decorrente dos motivos transação e precaução.

Os agentes tomam a segunda decisão relevante referente à poupança, conforme Keynes, baseados nos elementos convencionais e subjetivos que balizam o processo decisório<sup>14</sup>, ou seja, eles decidem sob que forma vão transportar riqueza no tempo. Nesse sentido, a preferência pela liquidez, que representa o desejo dos agentes em manterem riqueza sob a forma líquida, tem por base esses elementos.

Dessa forma, podemos observar que a preferência pela liquidez está fundamentalmente ligada à incerteza, uma vez que os dois motivos que a determinam estão inerentemente relacionados ao caráter incerto das economias monetárias.

Esses são basicamente os motivos ou incentivos para reter liquidez, conforme referido na **Teoria Geral**. Em trabalhos posteriores, Keynes (1973b, 1973c) aponta um quarto motivo para que a preferência pela liquidez seja ampliada. Esse é o chamado motivo *finança*. Esse motivo diz respeito à liquidez necessária entre o momento em que o agente planeja um determinado gasto e o momento em que ele efetivamente o realiza. O caráter desse gasto não está, contudo, claro. Normalmente, o investimento é considerado a principal fonte para o motivo *finança*, devido ao seu caráter ocasional e à dimensão do mesmo. Essas duas características podem ocasionar a necessidade de o empresário fazer algumas reservas em *cash*, antes que a despesa de fato ocorra.

Contudo, conforme mencionado anteriormente, essa posição não é consensual na literatura. Davidson (1978, cap.7) reestrutura a demanda por moeda enquanto meio de troca, baseando-se nas despesas planejadas e não na renda corrente, como prevêm os motivos transação e precaução. Essa nova formulação baseia-se exatamente na sugestão feita por Keynes quando ele afirma que:

“Se a preferência pela liquidez do público (de forma separada da dos empresários) e a dos bancos não muda, um excesso de demanda de

---

<sup>14</sup> A primeira decisão, segundo Keynes, refere-se à escolha entre poupar e consumir.

*finance* requerido pela produção *ex ante* (não é necessário escrever 'investimento', já que o mesmo é verdade para qualquer produção que seja previamente planejada) em relação a *finance* liberada pela produção corrente *ex post* levará a uma elevação da taxa de juros; e uma redução levará a uma queda" (KEYNES, 1973c, p.220).

A relação entre o motivo *finança* e o investimento é observada por diversos autores, e sua relação com outras despesas planejadas é, muitas vezes, desconsiderada.

"Essa demanda 'extra especial' de moeda para financiar o investimento não é diferente porque é uma função *ex ante* ou planejada do investimento, mas porque o investimento é qualitativamente diferente da renda esperada e/ou das taxas de juros esperadas que determinam os motivos transação, especulação e precaução. O motivo *finança* é 'extra especial' pela mesma razão que o investimento é distinto da renda e da taxa de juros como *causa causans* do sistema: em decorrência de suas 'flutuações peculiares' e por causa de fatores institucionais (financiamento bancário de novas emissões) relativos à forma que o investimento é financiado produz diferentes impactos na taxa de juros. Aqui o papel da moeda, ao invés da poupança como o limite real à expansão, é ainda mais visível." (KREGEL, 1984-85, p.148-149).

O motivo *finança*, contudo, apenas representa uma fonte a mais para a demanda por moeda em um contexto em que o investimento está se expandindo. Em situações em que o investimento apenas repõe o capital já existente, a *finança* é dada através de um fundo rotativo (*revolving fund*), que faz com que a demanda extra de *finança*, decorrente de um projeto de investimento, seja igual à *finança* liberada por um outro projeto que acabou de realizar seus gastos (KEYNES, 1973b, 108-109). Assim, como observa Chick: "É um motivo cuja importância está baseada nas mudanças da economia" (CHICK, 1983, p.199); e mais, comparando o motivo *finança* com o motivo transação, ela observa que o motivo transação, também possui um caráter planejado, a diferença entre esses dois motivos decorre do fato de que no motivo transação a retenção de *cash* não exige nenhum "esforço especial para adquiri-lo: eles provêm da renda ou das vendas"; e mais, "A base analítica para a demanda transacional é a 'tranquilidade' da tradição clássica em que a distinção entre *ex post* e *ex ante*, planejada e real, não é importante. A importância relativa dos motivos *finança* e transação pode ser vista como dependendo do nível em que os planos mudam" (CHICK, 1983, p.200).

Uma vez analisados os motivos que levam os agentes a demandar moeda, é necessário observar os elementos que limitam essa demanda, ou que a redirecionam para outros ativos. A taxa de juros é exatamente o elemento que dá incentivos para os agentes abrirem mão do paraíso perfeito que os ativos plenamente líquidos representam e entrarem num mundo incerto das mercadorias ou dos ativos que rendem juros. Conforme Keynes:

“A simples definição de taxa de juros nos diz de várias formas que a taxa de juros é a recompensa de abrir mão da liquidez por um período específico. A taxa de juros é nada mais do que o inverso da proporção entre a soma de dinheiro e o que pode ser obtido por abrir mão de seu controle por um período determinado de tempo” (KEYNES, 1936, p.167).

E mais,

“A taxa de juros não é o ‘preço’ que leva ao equilíbrio a demanda por recursos para investir e à disposição de se abster do consumo presente, ela é o ‘preço’ que equilibra o desejo de manter a riqueza na forma de moeda com a quantidade disponível de moeda. (...) A taxa de juros mede obviamente — da mesma forma como os livros de aritmética dizem que ela faz — o prêmio que tem que ser oferecido para induzir as pessoas a manterem sua riqueza em outra forma que não moeda. A quantidade de moeda e o montante dela requerido pela circulação ativa para as transações dos negócios correntes (especialmente dependendo do nível de renda monetária) determinam quanto está disponível para saldos inativos, i.e. entesouramento. A taxa de juros é o fator que ajusta na margem a demanda por entesouramento à oferta de moeda entesourada” (KEYNES, 1937, p.217).

Dessa forma, a taxa de juros em Keynes é um fenômeno monetário e depende da preferência pela liquidez dos agentes e das condições da oferta de moeda.

Uma vez que o motivo especulação desempenha um papel fundamental na determinação da demanda por moeda<sup>15</sup> e é uma função do valor esperado da taxa de juros, é factível afirmar que:

“A taxa de juros depende da expectativa de seu próprio futuro. Ela é expectacional, subjetiva, psicológica, indeterminada. Bem como é o

---

<sup>15</sup> Shackle observa: “A teoria de Keynes do emprego tem em seu centro a taxa de juros, e a taxa de juros, por sua vez, tem seu sistema nervoso central no motivo especulação para demandar moeda” (SHACKLE, 1983, p.209).

resto do sistema. A estabilidade da taxa de juros, enquanto dura, repousa sobre convenções: o acordo geral tácito que a supõe estável. Essa estabilidade, uma vez posta em dúvida, é destruída" (SHACKLE, 1983, p.247).

O caráter convencional da taxa de juros em Keynes é o elemento que permite a estabilidade do sistema, dado que "(...) qualquer nível da taxa de juros que seja aceito com convicção como sendo duradouro, será duradouro" (KEYNES, 1936, p.203). Shackle, por outro lado, baseando-se também no caráter convencional da taxa de juros, observa-a como uma "variável em movimento" contínuo, uma vez que a tendência da taxa de juros a convergir ao equilíbrio de longo prazo é destruída pela transformação das expectativas baixistas em altistas, quando valores esperados e observados convergem. Essa transformação tende a fazer com que os preços dos títulos cresçam, e as taxas de juros caiam até o ponto em que as expectativas baixistas sejam reanimadas e o movimento da taxa de juros começa novamente (SHACKLE, 1968).

## 6 - Investimento

Keynes, procurando negar a teoria clássica da determinação simultânea do nível de investimento e poupança, via taxa de juros, considerando essas duas decisões como apenas uma, ou seja, apenas a decisão de investir era analiticamente importante (KEYNES 1936, p.83-4), e, ao fazer isso, reformulou a teoria da poupança e investimento.

A determinação do nível de poupança no modelo de Keynes não está mais relacionada com a taxa de juros, ao contrário da tradição clássica. O principal determinante do nível de poupança da economia é o nível de renda. Ele não nega que a taxa de juros exerça algum efeito sobre a poupança, esses efeitos são considerados tanto quando ele trata dos fatores objetivos quanto dos subjetivos que exercem influência sobre a decisão de consumir e poupar; contudo esses efeitos são indeterminados, pois eles tendem a se compensar mutuamente,<sup>16</sup> fazendo com que, efetivamente, a poupança seja influenciada apenas pelo nível de renda. Uma elevação na taxa de juros pode levar a um aumento da propensão a poupar; porém, como isso vai representar uma redução da propensão marginal a consumir (com seu efeito concomitante sobre o multiplicador) e a uma queda

---

<sup>16</sup> A análise detalhada desses efeitos aparece em Keynes (1936, p.93).

do nível de investimento, a poupança verificada pode cair em vez de aumentar. Assim, o resultado de uma mudança na taxa de juros e seu efeito sobre a poupança observada da sociedade como um todo não são determinados, e o principal fator responsável pela determinação da poupança é o nível de renda.

“A elevação da taxa de juros pode nos induzir a poupar mais, desde que nossas rendas permaneçam as mesmas. Contudo, se a elevação da taxa de juros retardar o investimento, nossas rendas não serão as mesmas, elas necessariamente cairão até que a capacidade reduzida de poupança compense o estímulo dado pela taxa de juros mais elevada. Quanto mais virtuosos formos, quanto mais determinados a poupar, quanto mais ortodoxos em nossas finanças nacionais ou pessoais, mais nossa renda terá que cair quando a taxa de juros se elevar relativamente à eficiência marginal do capital. A obstinação apenas pode trazer penas e não recompensas.” (KEYNES, 1936, p.111).

Poupança e investimento continuam a se igualar *ex post*, porém o fator que leva a essa igualdade não é a taxa de juros, mas sim o nível de renda. O investimento é o principal determinante do nível de renda<sup>17</sup> e, em decorrência do multiplicador, gera exatamente a poupança necessária para igualar o investimento à poupança. Assim, o investimento não é mais restringido pela poupança, mas a direção de causalidade é a oposta. O investimento gera, dessa forma, sua própria poupança via multiplicador (KEYNES 1973b, p.281).<sup>18</sup>

Uma vez que o investimento não possui mais uma restrição associada à poupança, faz-se necessário analisar os elementos que determinam o investimento e observar quais são as influências que a moeda tem sobre essa variável e, conseqüentemente, sobre a determinação da renda e do emprego.

---

<sup>17</sup> O caráter determinante do investimento pode ser visto em Keynes (1937, p.221): “Podemos resumir a teoria dizendo que, dada a psicologia do público, o nível do produto, o emprego como um todo, depende do montante de investimento. Eu coloco desta forma não porque este é o único fator do qual o produto agregado depende, mas porque em sistemas complexos é mais adequado atribuir a *causa causans* àqueles elementos que estão mais sujeitos a flutuações súbitas e violentas. De forma mais clara, o produto agregado depende da propensão a entesourar, da política monetária, uma vez que ela afeta a quantidade de dinheiro, do estado de confiança relativo aos rendimentos esperados dos ativos de capital, da propensão a gastar e de fatores sociais que influenciam o nível dos salários nominais”.

<sup>18</sup> Isso é verdade para economias que têm seus sistemas financeiros no mínimo no estágio 2 do desenvolvimento bancário, ou seja, bancos que estão limitados pelas reservas para extensão de crédito e não pelos depósitos (CHICK, 1986). A proposição clássica que postula que a poupança precede o investimento é válida apenas no estágio 1.

A decisão de investir baseia-se na eficiência marginal do capital, que corresponde à taxa que equaliza o valor presente do fluxo de retorno esperado de um bem de capital ao seu preço de oferta, que é o preço mínimo necessário para, dadas as condições de mercado, induzir a produção de uma unidade extra desse bem de capital (KEYNES 1936, p.135). Essa definição chama atenção para o caráter incerto da decisão de investir. Num mundo de incertezas, os retornos esperados do ativo de capital não podem ser calculados com base em distribuições de probabilidades e nem em nenhum outro método absolutamente seguro.

As expectativas de longo prazo, como descritas no Capítulo 12 da **Teoria Geral**, são formadas com base em percepções subjetivas, especialmente porque o investimento, devido à sua natureza, somente gera frutos num futuro distante; e mais, quanto mais distante o período em que esses resultados se apresentarem em relação ao momento da decisão de investir, mais incerto é o resultado dessa decisão (KEYNES, 1936, p.149-150).

Dessa forma, a decisão de investir baseia-se em elementos subjetivos como é o caso dos *animal spirits* dos empresários. Como observa Shackle, “O investimento é uma atividade irracional, ou não racional. Os supostos sobre o que irá acontecer são a própria fonte para o que ocorrerá, fazer a história é o resultado de tentar apreendê-la” (SHACKLE, 1983, p.130).

Keynes observa na **Teoria Geral** que a eficiência marginal do capital declina com a acumulação de capital. Isso resulta do fato de que os retornos do capital decorrem de sua escassez, e, portanto, quanto menos escasso o capital menores serão seus retornos (KEYNES, 1936, p.213). Uma outra hipótese levantada para esse resultado vem da elevação do preço de oferta dos bens de capital quando a acumulação ocorre; assim, quanto maior o nível de investimento menor seria a eficiência marginal do capital (CHICK, 1983).

Nesse sentido, é necessário analisar os elementos que mantêm o capital como algo escasso na economia. De acordo com Keynes,

“A única razão para um ativo apresentar uma perspectiva de retorno durante sua vida útil apresentando um valor agregado maior que seu preço de oferta inicial é em decorrência de sua escassez, ele é mantido escasso por causa da competição com a taxa de juros sobre a moeda” (KEYNES, 1936, p.213).

Dessa maneira, como o nível de investimento é determinado pela equalização da eficiência marginal do capital com a taxa de juros monetária,<sup>19</sup> este último elemento coloca limites ao processo de acumulação de capital.

---

<sup>19</sup> Isso é uma consequência da competição de todos os ativos pela função de reserva de valor (KEYNES, 1936, p.211).

## 7 - Propriedades essenciais da moeda

A compreensão dos papéis da moeda em economias monetárias de produção só é possível se as especificidades dessas economias forem analisadas em conjunto com as especificidades da moeda.

Nesse sentido, é fundamental analisar a taxa monetária de juros dentro do referencial mais geral das taxas de juros. Keynes caracteriza a taxa monetária de juros como:

“A taxa de juros monetária (...) é nada mais do que a percentagem do excesso da soma de dinheiro contratada para entrega futura, e.g., um ano adiante, sobre o que poderia se chamar de preço à vista ou o preço em *cash* da soma contratada para entrega futura. Parece, desta forma, que para cada tipo de ativo deve haver uma taxa de juros análoga à taxa sobre a moeda” (KEYNES, 1936, p.222).

Assim, a concepção de taxa de juros pode ser estendida para todos os ativos, e a comparação entre essas taxas de juros torna-se possível. Portanto, é necessário estabelecer os elementos que estão presentes em todos os ativos que permitem a existência das taxas próprias de juros<sup>20</sup>.

Keynes observa três propriedades que conjuntamente determinam as taxas próprias de juros de um ativo. A primeira refere-se à sua capacidade de gerar rendimentos futuros em termos de produtos e serviços. A segunda propriedade diz respeito aos custos envolvidos em transportar o ativo através do tempo, esses custos são denominados *carrying costs*. Finalmente, há o prêmio de liquidez que varia com as características próprias de cada ativo; essa propriedade se refere exatamente ao valor atribuído à facilidade de transformar qualquer ativo em outro, de forma instantânea, com a manutenção de seu valor. Como foi mencionado anteriormente, esse é um elemento fundamental em uma economia sujeita à incerteza. Esses três atributos são essenciais para o cálculo das taxas próprias de juros, que podem ser consideradas o resultado dos rendimentos esperados do ativo menos seu *carrying cost* mais seu prêmio de liquidez. Isso torna possível a comparação de diferentes taxas próprias de juros, uma vez

---

<sup>20</sup> A concepção de taxas particulares de juros, ou seja, a taxa de juros que cada ativo produz em termos de si mesmo, está presente na crítica de Sraffa (1932) e Hayek (1932a; 1932b), em que Sraffa menciona a existência de tantas taxas próprias de juros quantos ativos existirem na economia, cada ativo apresentando sua taxa própria de juros, e dessa forma nega a possibilidade, sugerida por Hayek, da determinação de uma taxa natural geral de juros, por ela ser determinada em termos reais.

que elas independem da unidade utilizada para seu cálculo. Contudo, se elas são calculadas na mesma unidade, ou seja, se existe uma unidade de conta comum, há a necessidade de somar um elemento extra, ou seja, a valorização ou a desvalorização do ativo que é usado como unidade de conta.

A grande maioria dos ativos apresenta rendimentos esperados elevados, altos *carrying costs* e baixos prêmios de liquidez.<sup>21</sup> A moeda, por outro lado, caracteriza-se por apresentar o limite superior do prêmio de liquidez na escala de liquidez, por negligenciáveis *carrying costs* e nulos rendimentos esperados.

O alto prêmio de liquidez da moeda decorre de suas propriedades essenciais: (a) negligenciável elasticidade de produção e (b) negligenciável elasticidade de substituição.<sup>22</sup>

A primeira característica da moeda relaciona-se com o fato de que se houver um aumento da demanda por moeda, os empresários não conseguirão ampliar a oferta dessa mercadoria simplesmente empregando mais trabalhadores. Dessa maneira, uma ampliação da demanda por moeda não se reflete na expansão do circuito renda/gasto. Keynes observa: "Elasticidade de produção querendo dizer, nesse contexto, a resposta da quantidade de trabalho aplicada à sua produção em relação à quantidade de trabalho que uma unidade dele irá comandar" (KEYNES, 1936, p.230). Contudo a baixa elasticidade de produção (negligenciável) não representa absolutamente uma oferta exógena de moeda.<sup>23</sup>

No caso de outros ativos que apresentam elasticidades de produção diferentes de zero, qualquer aumento na sua demanda representará um sinal para que os empresários expandam sua oferta, e isso significará um aumento na demanda de mão-de-obra e de outros fatores de produção, que irá gerar, simultaneamente, renda, representando novos gastos etc. (KREGEL, 1980, p.43-44).

Como a moeda apresenta elasticidade negligenciável de produção, a expansão de sua demanda representará uma tendência à queda de sua taxa própria de juros, como ocorre com os outros ativos. Porém a demanda maior pelos outros ativos, como mencionado anteriormente, sinaliza aos empresários que a produção deve ser expandida. Todavia a expansão da produção leva a uma queda no termo que representa os rendimentos esperados na taxa própria de juros, dado que o ativo se torna menos escasso. Como os outros elementos definidores

---

<sup>21</sup> Para uma análise mais concreta dos rendimentos esperados dos *carrying costs* e do prêmio de liquidez, ver Dow (1982, cap.8) e Kregel (1980).

<sup>22</sup> Para uma análise mais detalhada dessa questão, ver Keynes (1936, cap.17) e Davidson (1978, cap.9).

<sup>23</sup> Para uma visão mais ampla dessa questão, ver Davidson (1980, p.299).

da taxa própria de juros permanecem constantes, vai haver uma redução na taxa própria de juros. Como esse processo é comum a todos os ativos que possuem elasticidades de produção diferentes de zero, o processo de acumulação vai prosseguir até chegar-se ao pleno emprego. Contudo isso só ocorre se todos os ativos da economia em questão tiverem elasticidades de produção e substituição diferentes de zero.

A segunda especificidade da moeda diz respeito à sua elasticidade de produção muito baixa e é responsável por a moeda ser “uma poço sem fundo para o poder de compra” (KEYNES, 1936, p.231). A elasticidade de substituição muito baixa da moeda faz com que sua demanda não seja redirigida para outras mercadorias quando seu preço sobe. Isso é basicamente consequência do fato de que a utilidade da moeda resulta do seu valor de troca, e, assim, quando seu preço sobe, sua utilidade cresce também (KEYNES, 1936, p.231). Nesse caso, sua demanda não pode ser transferida para outras mercadorias como consequência da elevação de sua demanda.

Dessa maneira, a moeda apresenta algumas particularidades que a fazem desempenhar um papel fundamental na determinação da trajetória de acumulação. Sua baixa elasticidade de produção faz com que seu valor não varie muito ao longo do tempo, e isso é o que possibilita esperar uma certa rigidez dos salários nominais, o que contribui para o prêmio de liquidez da moeda; e mais, isso permite que os contratos sejam fixos em moeda, o que, por sua vez, é um fator extra que contribui para seu elevado prêmio de liquidez. Todavia, não é apenas o fato de apresentar um elevado prêmio de liquidez que faz a moeda o ativo mais adequado para carregar valor ao longo do tempo. Seu baixo *carrying cost* é um elemento extra, que contribui para que a moeda ocupe o limite superior da escala de liquidez. Dessa forma, o fato de a moeda apresentar elasticidade de produção negligenciável, de ter alto prêmio de liquidez, que de alguma forma é consequência daquela propriedade, e seu negligenciável *carrying cost* faz dela o ativo mais apropriado para que o agente se previna das consequências indesejáveis da incerteza.

Como a taxa própria de juros da moeda não cai *pari passu* com as outras taxas de juros, e como a taxa de juros mais elevada é aquela que determina o limite à acumulação, a taxa de juros da moeda determina a trajetória de crescimento da economia. E como a moeda não pode ser produzida empregando os fatores de produção da economia, sua demanda corresponde a um vazamento no fluxo de renda-despesas e, ainda, como sua demanda não é transferida para outros ativos quando seu preço sobe, os níveis de renda e emprego da economia estão limitados pelo nível da taxa de juros monetária. Como observa Keynes:

“Uma elevação na taxa de juros da moeda retarda a produção de todos os objetos, cuja produção é elástica sem ser capaz de estimular

a produção de dinheiro (a sua produção é, por hipótese, perfeitamente elástica). A taxa de juros monetária, ao definir a trajetória para todas as outras taxas de juros das mercadorias, segura o investimento na produção dessas outras mercadorias sem ser capaz de estimular o investimento na produção de moeda, que, por hipótese, não pode ser produzida" (KEYNES, 1936, p.234-235).

Assim, pode-se verificar que:

"As várias características que se combinam para fazer a taxa de juros monetária significante interagem umas com as outras de forma cumulativa. O fato que a moeda tem baixas elasticidades de produção e substituição e baixo *carrying cost* tende a criar expectativas de que os salários monetários são relativamente estáveis; e essas expectativas ampliam o prêmio de liquidez da moeda e evitam a correlação de expectativas entre a taxa de juros monetária e a eficiência marginal dos outros ativos que poderia, se pudesse existir, roubar da taxa de juros monetária sua força" (KEYNES, 1936, p.238).

## 8 - A restrição financeira ao investimento

Keynes define *finance* como a liquidez que o empresário precisa reter entre o momento em que ele decide investir, ou seja, o momento em que a decisão é apenas um gasto planejado e o momento em que o gasto efetivamente ocorre. Como foi mencionado, quando analisamos o motivo *finança*, essa demanda extra por liquidez representa uma pressão extra sobre a liquidez da economia como um todo. Dado o caráter monetário da taxa de juros, veremos que, caso haja uma expansão do investimento planejado e os outros elementos que levam à preferência pela liquidez permaneçam inalterados, assim como também a oferta de liquidez, o que levará a uma elevação da taxa de juros.

Como vimos anteriormente, a decisão de investir é independente de qualquer elemento relacionado com a poupança, dado que a poupança não guarda nenhuma relação com a liberação ou a criação de *finança*, e esta sim limita o investimento, e, portanto, a poupança não pode financiar nada *ex ante* (KEYNES, 1973c). A variável fundamental nesse processo é o investimento e as condições financeiras da economia que liberam a liquidez necessária para o investimento se efetivar. Esses elementos permitem a Keynes afirmar:

"O empresário quando decide investir tem que ser satisfeito em dois pontos: primeiramente, tem que obter financiamento de curto prazo

suficiente durante o período de produção do investimento; em segundo lugar, ele tem que conseguir consolidar seu financiamento de curto prazo com obrigações de longo-prazo em condições satisfatórias” (KEYNES, 1973c, p.217).

Apenas quando a primeira condição é satisfeita, o investimento pode ocorrer. Assim, o verdadeiro limite ao investimento vem da esfera monetária da economia. A poupança é uma consequência do processo de investimento e não uma pré-condição dele. A geração da poupança que permite a equalização do investimento à poupança, *ex post*, é uma consequência da implementação da decisão de investir e do multiplicador. Assim, a poupança apenas desempenha seu papel *ex post*.

“A questão permanece, contudo, que a transição de um nível mais baixo para um nível mais alto de atividade envolve uma demanda expandida por ativos líquidos, que não pode ser atendida sem um aumento na taxa de juros, a menos que os bancos estejam prontos a emprestar mais ou o resto do público libere mais *cash* à taxa de juros vigente. Se não houver mudanças na disponibilidade de liquidez, o público pode poupar *ex ante*, *ex post* ou *ex* qualquer coisa até ficar sem ar, sem aliviar o problema — a menos que o resultado de seu esforço seja reduzir a escala de produção ao nível que ela estava no início do processo”. (KEYNES, 1973c, p.222).

Dado que a finança é o elemento fundamental para compreender o investimento, cabe analisar os elementos que determinam sua oferta<sup>24</sup>.

Keynes nota que, se o investimento se dá a uma taxa estável, a finança surge como o resultado de um fundo rotativo (*revolving fund*). A liberação de finança de um projeto que foi implementado (gastos realizados) vai “financiar” outro projeto que está em sua fase de gasto planejado. Isso é uma consequência de a finança não ser um fator real, mas ser apenas um registro contábil dos bancos, que pode ser usada indefinidamente sem se exaurir (KEYNES, 1971a, p.209; 1971a, p.219-220).

O problema surge quando há uma mudança no nível ou na trajetória do investimento, e é exatamente isso que caracteriza o motivo finança (CHICK, 1983). Quando há uma expansão do investimento planejado, a demanda por liquidez aumenta e, se não houver um aumento simultâneo da oferta de finança,

---

<sup>24</sup> Para maiores detalhes sobre os limites que a finança pode colocar ao investimento, ver Davidson (1986) e Kregel (1986).

vai haver um aumento no nível da taxa de juros que acabará por desincentivar o investimento.

Nesse sentido, a ação dos bancos torna-se fundamental para a trajetória de acumulação da economia, uma vez que eles são os principais criadores de finança agindo via extensão de empréstimos e na concomitante criação de liquidez. Davidson observa:

“No agregado, os empresários só obterão esses fundos adicionais quando: 1) as famílias estiverem simultaneamente reduzindo suas preferências pela liquidez via: (a) uma demanda transacional de moeda menor; (b) uma menor demanda por moeda enquanto reserva de valor; ou 2) a quantidade de moeda bancária é expandida para os empresários; 3) os empresários tomam o lugar de algumas famílias no acesso ao crédito ou atuando sobre a taxa de juros ou causando racionamento de crédito sobre outros tomadores de empréstimos. Se nenhum desses fatos ocorrer, os empresários estarão limitados no volume de contratos que eles podem aceitar por período, e as condições financeiras irão limitar a expansão econômica apesar de haver fortes *animal spirits* que prevêm projetos lucrativos adicionais. Assim, o sistema bancário, ao controlar a quantidade de crédito bancário, e as instituições financeiras, ao restringirem a disponibilidade de finance, podem restringir o nível de atividade econômica, mesmo quando há recursos ociosos” (DAVIDSON, 1978, p.181).

Se essas opções de liberação de finança fora do sistema bancário não estiverem disponíveis, a única forma de ampliar a disponibilidade de finança é através da extensão de crédito pelo sistema bancário ou pela ação exógena da autoridade monetária, e é exatamente isso que permite a Keynes afirmar que:

“Os bancos desempenham o papel chave na transição entre uma escala de atividade menor para uma maior. Se eles se recusarem a relaxar a congestão crescente do mercado de curto prazo de empréstimos e do mercado de novas emissões, como pode ser o caso, eles estarão limitando o crescimento, não importando o quão parcimonioso o público se proponha a ser. Por outro lado, sempre haverá exatamente a quantidade de poupança *ex post* para fazer face ao investimento *ex post* e, assim, liberar a *finance* que o investimento esteve previamente empregando. O mercado de investimento pode tornar-se congestionado pela indisponibilidade de *cash*. Ele nunca poderá tornar-se congestionado por uma indisponibilidade de poupança. Esta é minha conclusão fundamental nesta matéria” (KEYNES, 1973c, p.222).

Nesse sentido, os bancos possuem um papel fundamental a desempenhar na determinação da trajetória de acumulação da economia. Contudo, ao contrário das observações de alguns autores, os bancos nem sempre acomodam todas as necessidades de liquidez do setor real da economia. Eles, bem como as unidades familiares e as firmas, têm uma estrutura de preferência pela liquidez bem definida. Todavia, como eles desempenham um papel fundamental na oferta de liquidez, a sua posição é muito mais poderosa do que a dos demais grupos. Nesse sentido, os bancos apresentam maiores preferências pela liquidez exatamente em momentos em que há uma ampliação da incerteza na economia e em momentos em que as expectativas como um todo são negativas. Esse fato tende a acentuar a depressão na economia, dado que eles se negam a ampliar a oferta de moeda e, dessa forma, intensificam as precondições para a elevação da taxa de juros, uma vez que a preferência pela liquidez da sociedade como um todo também aumentou. Minsky nota que:

“Em períodos tranquilos de expansão, o comportamento maximizador de lucros das instituições financeiras inventa e reinventa novas formas de moeda, substitutos para a moeda nos *portfolios*, e técnicas financeiras para os diversos tipos de atividade: a inovação financeira é uma característica de nossas economias em tempos bons” (MINSKY, 1986, p.178)

“Embora as inovações financeiras sejam comuns, sua aceitação depende da avaliação subjetiva do prêmio de liquidez embutido em manter moeda. Um período positivo da economia leva ao declínio no valor da liquidez e à aceitação de práticas financeiras mais agressivas. Bancos, instituições financeiras não bancárias e as organizações do mercado de moeda podem ter novas experiências com novos passivos e ampliar suas participações acionárias nos ativos sem perderem nenhum elemento significante. Nessas circunstâncias, a disponibilidade imediata de *finance* decorrente das práticas agressivas das instituições financeiras aumentam o preço dos ativos de capital e induzem ao financiamento de curto prazo (i.e. especulativo) dos ativos de capital e do investimento” (Ibid. p.249).

Assim, em uma economia monetária de produção, em que há recursos ociosos, ou seja, em que o produto não está em seu nível de pleno emprego, o limite ao crescimento vem da esfera monetária. A combinação entre as peculiaridades da moeda e das economias monetárias de produção é o elemento que conduz à não-neutralidade da moeda e dá à mesma o poder de limitar o potencial de crescimento da economia.

## **Bibliografia**

- AMADEO, E., DUTT, A. K. (1987). Os keyensianos neo-ricardianos e os pós-keynesianos. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro : IPEA.
- CARVALHO, F. C. J. (1983-84). On the concept of time in Shackle and Sraffian economics. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.6, n.2, Winter.
- CARVALHO, F. C. J. (1988a). Keynes on probability, uncertainty and decision making. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.11, n.1.
- CARVALHO, F. C. J. (1988b). **Fundamentos da escola pós-keynesiana: a teoria de uma economia monetária**. Rio de Janeiro : UFRJ/IEI. (Texto para discussão, n.176).
- CHICK, V. (1983). **Macroeconomics after Keynes**. Cambridge : MIT Press.
- CHICK, V. (1986). The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest. **Economies et Societes**, v.20. (Serie Monnaie et Production).
- DAVIDSON, P. (1978). **Money and the real world**. London : Macmillan.
- DAVIDSON, P. (1982-83). Rational expectations: a fallacious foundation for studying crucial decision-making processes. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.5, n.2, Winter.
- DAVIDSON, P. (1986). Finance, funding, saving, and investment. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.9, n.1, Fall.
- DAVIDSON, P. (1987). Sensible expectations and the long-run non-neutrality of money. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.10, n.1, Fall.
- DAVIDSON, P. (1988). Technical definition of uncertainty and the long-run non-neutrality of money. **Cambridge Journal of Economics**, s.n.t.
- DAVIDSON, P., KREGEL, J. A. (1980). Keynes's paradigm: a theoretical framework for monetary analysis. In: NELL, E. J., ed. **Growth, profits and property: essays in the revival of political economy**. Cambridge : Cambridge University.
- DOW, S. C., EARL, P. E. (1982). **Money matters: a keynesian approach to monetary economics**. Oxford : Martin Robertson.

- DOW, S. C. (1985). **Macroeconomic thought: a methodological approach.** Oxford : Blackwell/ Oxford.
- GOODHART, C. A. E. (1989). **Money, information and uncertainty.** London : Macmillan.
- HAHN, F. H. (1982). **Money and inflation.** Cambridge Mass : MIT Press.
- HAYEK, F. (1932a). A note on the development of the doctrine of forced saving. **Quarterly Journal of Economics**, v.47.
- HAYEK, F. (1932b). Money and capital: a reply. **Economic Journal**, v.42, march.
- KEYNES, J. M. (1936). **The general theory of employment, interest and money.** Cambridge : Macmillan. v.7. (The collected writings of John Maynard Keynes).
- KEYNES, J. M. (1937). The general theory of employment. **Quarterly Journal of Economics**, n.51, feb.
- KEYNES, J. M. (1971a). **A treatise on money: the pure theory of money.** Cambridge : Macmillan. v.5. (The collected writings of John Maynard Keynes).
- KEYNES, J. M. (1971b). **A treatise on money: the applied theory of money.** Cambridge : Macmillan. v.6. (The collected writings of John Maynard Keynes).
- KEYNES, J. M. (1973a). **The general theory: part I - preparation.** Cambridge : Macmillan. v.13. (The collected writings of John Maynard Keynes).
- KEYNES, J. M. (1973b). Alternative theories of the rate of interest. In: \_\_\_\_\_. **The general theory and after: part II - defence and development.** Cambridge : Macmillan. v.14. (The collected writings of John Maynard Keynes).
- KEYNES, J. M. (1973c). 'Ex ante' theory of the rate of interest. In: \_\_\_\_\_. **The general theory and after: part II - defence and development.** Cambridge : Macmillan. v.14. (The collected writings of John Maynard Keynes).
- KEYNES, J. M. (1973d). The Process of Capital Formation. In: \_\_\_\_\_. **The general theory and after: part II - defence and development.** Cambridge : Macmillan. v.14. (The collected writings of John Maynard Keynes).
- KEYNES, J. M. (1979). **The general theory and after: a supplement.** Cambridge : Macmillan. v.24. (The collected writings of John Maynard Keynes).
- KNIGHT, F. H. (1933). **Risk, uncertainty and profit.** London : London School of Economics.

- KREGEL, J. A. (1980). Markets and institutions as features of a capitalist production system. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.3, n.1, Fall.
- KREGEL, J. A. (1984-85). Constraints on the expansion of output and employment: real or monetary? **Journal of Post Keynesian Economics**, v.7, n.2, Winter.
- KREGEL, J. A. (1986). A note on finance, liquidity, saving, and investment. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.9, n.1, Fall.
- LAWSON, T. (1988). Probability and uncertainty in economic analysis. **Journal of Post Keynesian Economics**, v;11, n.1, Fall.
- MARX, K. (1969). **Theories of surplus-value**. London : Lawrence & Wishart, Progress. part.2.
- MARX, K. (1976). **Capital**. Londres : Penguin Books. v.1
- MINSKY, H. P. (1975). **John Maynard Keynes**. Cambridge : Cambridge University.
- MINSKY, H. P. (1980). Money, financial markets, and the coherence of a market economy. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.3, n.1, Fall.
- MINSKY, H. P. (1986). **Stabilizing an unstable economy**. Yale : Yale University.
- SHACKLE, G. L. S. (1949). **Expectations in economics**. Cambridge : Cambridge University.
- SHACKLE, G. L. S. (1958). **Time in economics**. Amsterdam : North-Holland Publishing.
- SHACKLE, G. L. S. (1965). **A scheme of economic theory**. Cambridge : Cambridge University.
- SHACKLE, G. L. S. (1968). **Expectations, investment and income**. Oxford : Oxford University.
- SHACKLE, G. L. S. (1979). **Imagination and the nature of choice**. Edinburgh : Edinburgh University.
- SHACKLE, G. L. S. (1983). **The Years of High Theory**. Cambridge : Cambridge University.
- SRAFFA, P. (1932). Dr. Hayek on money and capital. **Economic Journal**, march.

## **Abstract**

The article analyses the Post Keynesian Monetary Theory and demonstrates the reasons for the non-neutrality of money in a monetary production framework. It observes that according to this framework, the conceptions of uncertainty, time and money have a key role to play in the generation of the limits to accumulation originated in the monetary side of the economy.