

Entre Keynes e Robertson: *finance*, poupança e investimento

EDWARD J. AMADEO*
GUSTAVO H. B. FRANCO*

O artigo se ocupa de temas relacionados com a distinção entre o papel do crédito e da poupança no financiamento do investimento, e procura oferecer uma exposição analiticamente precisa dos mecanismos aí envolvidos. Discute-se com certo detalhe os conceitos e os problemas de liquidez associados ao processo de investimento, e especialmente as questões relativas ao chamado finance motive para a demanda por moeda.

1 — Introdução

A existência prévia de poupança (abstenção de consumo) como condição necessária para a realização de gastos de investimento constitui parte proeminente da sabedoria convencional, ou da ortodoxia, da profissão. No entanto, entre os economistas de orientação Keynesiana ou Kaleckiana, esta mesma noção provoca certo desconforto. Na verdade, as controvérsias conceituais referentes às relações entre poupança, investimento e crédito dividem os economistas pelo menos desde a época em que escreveu Wicksell. Esses temas são de óbvia relevância para o entendimento da dinâmica de uma economia capitalista. No contexto mais especificamente brasileiro, a discussão desses temas tem sido recorrente, pelo menos desde as reformas financeiras dos anos 60, a partir das quais o sistema financeiro passou a desempenhar um papel crescente na economia brasileira. Mais recentemente, a noção freqüentemente externada de que um maior esforço de poupança deve ser empreendido para viabilizar a recuperação das taxas históricas de crescimento envolve, uma vez mais, estes mesmos temas.

Dentre as questões mencionadas acima, cabe destacar especialmente: a distinção entre o papel do crédito e da poupança no “financiamento” do investimento; as dimensões financeira e real da poupança e os processos causais de determinação da taxa de juros, da poupança e do investimento; e as noções de equilíbrio por detrás das diferentes visões. Este ensaio procura fornecer uma exposição analiticamente precisa desses mecanismos, buscando com

* Do Departamento de Economia da PUC/RJ.

isso identificar os reais elementos de consistência entre as diversas abordagens e, com isso, prover um ponto de partida mais sólido para o debate brasileiro recente.

O ensaio está organizado da seguinte forma: a Seção 2 traz uma breve análise retrospectiva das diversas abordagens ao tema, buscando distinguir as teorias dos fundos de empréstimo e da preferência pela liquidez; em seguida, na Seção 3, discutimos os horizontes temporais dos processos desencadeados pela execução de gastos de investimento; na Seção 4 examinamos o papel do crédito e da poupança no financiamento do investimento, com ênfase na recente controvérsia em torno do significado do *finance motive* de Keynes; por fim, na Seção 5, tratamos da dimensão real da poupança, ou dos problemas de consistência macroeconômica associados a diferenças entre poupança e investimento.

2 — A problemática em perspectiva histórica

Tradicionalmente, nas controvérsias a respeito das relações entre investimento, crédito e poupança, duas abordagens, ou teorias, são identificadas: a dos fundos de empréstimo e a da preferência pela liquidez. Como já foi observado por diversos autores, as diferenças entre estas teorias em suas diversas versões alternativas se devem, em grande medida, ao modo como concebem o sistema financeiro, pois cada uma delas pode ser relacionada a um contexto histórico particular e, portanto, a um estágio específico de desenvolvimento do sistema bancário [ver Hicks (1967) e Chick (1986)].

A versão “clássica” da teoria dos fundos de empréstimo está caracteristicamente identificada com um sistema bancário “primitivo”. Nesses modelos o passivo dos bancos não serve como meio de pagamento, ou seja, os bancos recebem depósitos em troca de certificados não negociáveis, de modo que apenas a moeda “manual” (moedas de ouro provavelmente) é aceita nas transações da economia. Nessas condições, o estoque existente de depósitos nos bancos corresponde a poupanças passadas acumuladas — incluindo capitalização dos juros —, e este estoque varia apenas em função das poupanças correntes.¹ O empresário que se dispõe a realizar gastos de capital, e não dispõe de poupanças próprias acumuladas, dirige-se aos bancos, e estes, assumindo a inexistência de reservas livres no início do período, poderiam financiar estes gastos apenas na eventualidade de um aumento nos depósitos, o que se obtém unicamente com a realização da poupança.² Assim, todo inves-

¹ Ou, por exemplo, em função de um superávit (ou déficit) em conta corrente, o que podemos interpretar como “poupança externa”.

² Os bancos, na verdade, também poderiam fornecer crédito reduzindo a razão caixa sobre depósitos, mas assume-se que existe um limite inferior para essa relação e que este limite é facilmente atingível nesse mundo [Veja-se Hicks (1967, pp. 68-9)].

timento não financiado diretamente por poupança prévia do próprio investidor é financiado nos bancos com o uso de parte das poupanças depositadas nos bancos.³ Os bancos, nessas condições, genuinamente cumprem o papel de repassadores de poupança aos investidores. A totalidade do investimento é financiada pela poupança e, mais do que isso, a poupança é claramente uma condição necessária para o investimento.⁴

As versões mais modernas da teoria dos fundos de empréstimo (cujas origens remontam aos trabalhos de Wicksell, Robertson e Ohlin) dão ao sistema bancário um papel mais ativo. No modelo típico, além das poupanças passadas e correntes dos agentes poupadores, os bancos contam com reservas advindas de depósitos (correspondente a saldos de transação), agora aceitos como meios de pagamento, e eventualmente de recursos obtidos junto ao banco central. As demandas por fundos partem dos agentes investidores, e os bancos, que determinam a oferta de crédito, podem ou não, dependendo de suas políticas de empréstimos, acomodar essas demandas. Segundo esta abordagem, há uma taxa de juros, a chamada "taxa natural", que é consistente com a igualdade entre a oferta e a demanda por fundos. A taxa de mercado, isto é, a que efetivamente prevalece nas operações de crédito, é determinada em função das políticas dos bancos, e o equilíbrio é caracterizado pela igualdade entre poupança e investimento (oferta e demanda de fundos de empréstimo) e, portanto, pela igualdade entre a taxa de mercado e a taxa natural. Assim, quando os bancos desempenham um papel ativo, interferindo no mercado e legitimando uma disparidade entre poupança e investimento, caracterizam situações de desequilíbrio que não ocorrem nas versões mais estritas da teoria dos fundos de empréstimo. O papel da taxa de juros na correção desses desequilíbrios, ou seja, na restauração da igualdade entre poupança e investimento, é bastante característico dessas versões mais modernas da teoria dos fundos de empréstimo.

Segundo a teoria alternativa — a da preferência pela liquidez —, a taxa de juros seria o benefício alternativo em se abrir mão da liquidez, e não a variável de ajuste entre poupança e investimento. Segundo esta abordagem, a taxa de juros não depende apenas dos fluxos de poupança e investimento, mas principalmente das decisões dos agentes (aí incluindo os bancos e o banco central) sobre a alocação de toda a sua riqueza entre os ativos já existentes (o estoque de ativos "velhos") e os "novos" e sobre o modo como financiar as suas decisões de gasto.

³ Note-se que para um determinado acréscimo nos depósitos, correspondente à nova poupança $\Delta D_t = S_t$, apenas uma parte poderá ser emprestada e investida, pois o banco necessita guardar reservas segundo a relação caixa/depósitos observada para os depósitos preexistentes.

⁴ Há variações sobre este mesmo tema: uma versão "forte" (ou mais "primitiva") do modelo nos leva à Lei de Say: o milho não consumido automaticamente constitui-se em semente, e o "banco" nesse contexto é o intermediário entre aqueles que não consomem e os que plantam as sementes. Além disso, assume-se que o milho não é "reserva de valor", ou que não é transportável de um período para outro. Desse modo, claramente, a poupança determina o investimento dentro do mesmo período.

A teoria da preferência pela liquidez tem sua origem no *Treatise on Money*, de Keynes. As decisões sobre a alocação de ambos, a poupança (a nova riqueza adicionada ao estoque anterior) e o estoque de riqueza propriamente dito, confundem-se na determinação da taxa de juros, com a prevalência das decisões sobre o último. Na *Teoria Geral*, a pouca relevância associada às decisões referentes à poupança corrente é mais acentuada. Daí o argumento usual de que há uma clivagem entre as dimensões de fluxo e estoques na *Teoria Geral*.⁵ As decisões de carteira dos agentes econômicos e do banco central determinam a taxa de juros segundo a teoria da preferência pela liquidez, e para esta taxa de juros, e em função da expectativa dos investidores quanto à rentabilidade de seus projetos, determinam-se os gastos de investimento e, de acordo com o mecanismo de multiplicador, os níveis compatíveis de renda e poupança segundo o princípio da demanda efetiva. Assim sendo, a igualdade entre poupança e investimento resulta de variações no nível de renda, e não na taxa de juros, e com isso a teoria de Keynes torna-se inconsistente com a teoria dos fundos de empréstimo. A clivagem entre fluxos e estoques, todavia, não é completa, uma vez que variações no nível de atividade afetam a demanda por liquidez para fins de transação. Entretanto, o efeito sobre a taxa de juros do aumento na demanda por moeda pelo motivo transação é qualitativamente distinto daquele advindo da decisão dos agentes sobre como alocar a poupança resultante do crescimento do investimento.

É interessante observar, por outro lado, que, se o estoque de ativos “velhos” na economia, por algum motivo, não pode ser negociado rapidamente e a qualquer momento (porque os mercados financeiros não são suficientemente desenvolvidos, por exemplo), a determinação da taxa de juros pelos fluxos ou pelos estoques (ou estoques mais fluxos) é claramente equivalente. Em economias onde o sistema financeiro é bem desenvolvido, no entanto, todo (ou algo próximo disso) o estoque de riqueza financeira pode ser realocado entre os vários ativos (moeda inclusive) a cada instante, e não somente a “nova” riqueza, ou a poupança corrente, ou seja, as carteiras dos agentes são “fluidas”, no sentido de Hicks.⁶ Assim sendo, a determinação da taxa de juros pelos estoques, tal como proposto por Keynes, talvez seja uma abordagem mais “moderna”, pois parece mais sintonizada com mercados financeiros mais desenvolvidos, nos quais as adições contemporâneas à riqueza financeira (a poupança corrente) não só são pequenas relativamente ao estoque de riqueza, como também este pode ter sua composição drasticamente modificada muito rapidamente, ou seja, em função de mudanças nas demandas por ativos individuais os preços desses últimos podem sofrer modificações súbitas e significativas.

⁵ Como escreve Leijonhufvud (1981, p. 161), “no *Treatise* a análise da determinação da taxa de juros é um problema de estoques e de fluxos, uma questão não apenas do financiamento de novos investimentos, mas também de negócios envolvendo o estoque de títulos velhos” (ênfase no original).

⁶ Em outros termos, são fluidas, ou flexíveis, no sentido de que os agentes podem negociar os ativos que compõem suas carteiras sem perdas de capital significativas [ver Hicks (1982, p. 260)].

Um dos pontos mais significativos da contra-argumentação dos vários adversários de Keynes era o de que a equivalência entre a determinação da taxa de juros pelos estoques (preferência pela liquidez) ou pelos fluxos (fundos de empréstimo) se observava mesmo em um contexto onde a “velha” riqueza não está “amarrada” como em um sistema financeiro primitivo. O argumento mais simples aí é o de que, em um contexto walrasiano de equilíbrio geral, as duas abordagens seriam claramente equivalentes, pois o equilíbrio no *n*ésimo mercado, que pode ser o de moeda (estoques) ou o de fundos de empréstimo (fluxos), é redundante pela Lei de Walras.⁷ Esta, na verdade, constitui a essência da posição que resultou dominante no bojo da chamada síntese neoclássica. Admite-se que o tratamento de estoques é mais rico, e efetivamente este é o tratamento mais utilizado nos dias de hoje. A equivalência entre as duas abordagens é, contudo, aceita [cf., p. ex., Tsiang (1980)]. De fato, com isso a controvérsia desaparece por muitos anos: o uso da abordagem de estoques na determinação da taxa de juros parece indicar uma vitória de Keynes, embora a igualmente ampla disseminação da noção de que é preciso poupança para que o investimento aconteça pareça apontar no sentido oposto.

3 — A dimensão temporal do investimento

A análise dos mecanismos associados aos gastos de investimento há de considerar que as decisões envolvidas abrangem três fluxos monetários distintos ou três diferentes horizontes de decisão: em primeiro lugar, dá-se a liberação dos recursos líquidos represados pela firma investidora no período que antecede o gasto, ou seja, observa-se uma redistribuição da posse de ativos líquidos no momento em que se efetua o gasto de investimento. Assume-se que a firma acumula ativos líquidos no período anterior ao investimento, o que configura uma demanda por moeda (ou por ativos muito líquidos) pelo *finance motive*, que em termos agregados se expressa por um aumento na preferência pela liquidez. Quando a firma finalmente compra o novo equipa-

⁷ Segundo Hicks (1982, p. 92), “o método comum na teoria econômica seria o de conceber cada preço como determinado pelas equações de oferta e procura para a mercadoria ou fator correspondente, sendo a taxa de juros determinada pela oferta e demanda de empréstimos. Trabalhando dessa maneira, as equações de demanda e oferta de moeda são ociosas, pois seguem-se do resto... Mas poderíamos agir de modo diverso e igualmente legítimo. Poderíamos associar a cada mercadoria ou fator suas equações respectivas de oferta e demanda, como antes, mas poderíamos associar à taxa de juros oferta e demanda por moeda. Se fazemos isso, as equações para empréstimos se tornam ociosas, seguindo-se automaticamente do resto.” A argumentação de Robertson no sentido da equivalência entre preferência pela liquidez e fundos de empréstimo tem fundamentos semelhantes aos de Hicks: a determinação da taxa de juros seria “um caso especial da teoria geral de determinação dos preços” [cf. Robertson (1940, p. 10)]. Ohlin (1937, p. 427) é ligeiramente diferente.

mento, o estoque de ativos líquidos acumulados que designamos por F , é transferido a outro capitalista, e o nível original de preferência pela liquidez seria aparentemente restabelecido. Tal como observou Keynes em *The "ex-ante" theory of the rate of interest* [cf. Moggridge (1973, p. 214)]: "para que o empresário possa se sentir suficientemente líquido para se engajar [n]o processo de investimento . . ., alguém mais terá de concordar em permanecer, pelo menos por enquanto, menos líquido do que antes", pois do contrário haverá certamente uma elevação da preferência pela liquidez agregada. Esta, ainda segundo Keynes, se anularia no momento em que o gasto de investimento é executado.⁸

Nesse momento, tem início o processo multiplicador, que prossegue durante um certo período de tempo, durante o qual são gerados fluxos de renda e poupança: o fluxo S . A dimensão temporal aí não é propriamente cronológica, pois a igualdade entre poupança e investimento obtém-se, como se sabe, apenas assintoticamente. Note-se que o período de tempo correspondente ao funcionamento do multiplicador é maior do que o correspondente ao período dentro do qual se resolvem as modificações nas carteiras dos agentes em função do *finance motive*.

O horizonte relevante para as decisões de investimento, contudo, é bem mais extenso, pois engloba toda a vida útil estimada do novo equipamento. Quando este começa a operar e, portanto, se materializam os fluxos de quase-rendas geradas pelo novo capital, que designamos por Q , o efeito multiplicador já terá, por certo, cumprido a maior parte de sua trajetória, e provavelmente já terá se esgotado quando o novo equipamento terminar sua vida útil.

Há dois tipos de problemas de liquidez encontráveis no processo de investimento que não devem ser confundidos: um de "financiamento", outro de "viabilidade econômica". O primeiro diz respeito ao fato de que o financiamento obtido pela firma investidora para os gastos de investimento frequentemente não tem uma duração igual ao horizonte relevante para a decisão de investimento, ou seja, a vida útil estimada do novo equipamento. Dessa forma, em algum momento ao longo do processo será preciso refinarar dívidas, e nesse momento a intermediação financeira terá papel importante a cumprir, como se verá em detalhe na próxima seção. O segundo tipo de problema observa-se em função de dificuldades em se gerar receitas de vendas compatíveis com as expectativas da época da decisão de investir, a firma experimentará problemas que elevarão, na terminologia de Minsky, o grau de fragilidade financeira do sistema. O problema aí está associado à qualidade ou à viabilidade econômica do projeto de investimento específico. Na verdade, este é um problema de solvência, enquanto que o primeiro é genuinamente um problema de liquidez.

⁸ A passagem mais comumente citada nesse sentido, conforme observou Keynes em *The "ex-ante" theory of the rate of interest* [cf. Moggridge (1973, p. 219)], é a seguinte: "essencialmente, *finance* é um fundo rotativo. Não emprega poupança de forma alguma. É, para a comunidade como um todo, apenas uma transação contábil. Tão logo é 'utilizada', no sentido de ser gasta, a falta de liquidez automaticamente se resolve, e a disposição para se tornar temporariamente ilíquido se torna disponível para ser usada novamente."

A dificuldade em se relacionar esses três horizontes de decisão e diferenciar o papel dos fluxos a eles associados — *finance*, poupança e o fluxo Q — está na raiz das controvérsias sobre a relação entre crédito, poupança e investimento. Esta dificuldade é compreensível em função do fato de os três fluxos serem, em equilíbrio (e sob previsão perfeita), exatamente iguais ao valor do investimento:

$$I = F = P_k \cdot \Delta K = S = \sum_i^Q [Q_i \cdot (1 + r)^{-i}]$$

onde F corresponde à demanda de moeda pelo *finance motive*, $P_k \cdot \Delta K$ é o preço de compra do novo equipamento e o somatório corresponde ao fluxo “ Q ”, isto é, o fluxo descontado de quase-rendas associadas às receitas geradas pelo novo equipamento. Cada uma dessas igualdades está associada a fenômenos bastante diferentes, e as complexidades associadas à relação entre poupança, investimento e *finance* serão examinadas em detalhe no que se segue.

4 — A dimensão financeira do investimento

O ponto central da argumentação Keynesiana sobre o financiamento do investimento é relativo ao papel desempenhado pelo sistema financeiro no processo. A provisão de recursos financeiros para a realização de gastos de investimento, que Keynes associa ao chamado *finance motive*, obtém-se do sistema financeiro, e não propriamente da poupança. A poupança *ex ante* (a partir de rendas esperadas), ou *ex post* (realizada a partir de rendas de períodos anteriores), seria apenas um dos fatores a influenciar o estado da liquidez, e “é fora de questão que isso possa ter uma influência decisiva”, segundo afirmou o próprio Keynes em *The “ex ante” theory of the rate of interest* [cf. Moggridge (1973, p. 220)]. *Ceteris paribus*, contudo, é muito claro que um aumento na demanda por liquidez associada a gastos de investimento (a demanda por moeda pelo *finance motive*)⁹ resulta em pressionar a taxa de juros e deteriorar o estado da liquidez. Nesse sentido, pode-se perguntar em que medida a poupança *ex post* criada após a operação do multiplicador se tornaria afinal necessária para solucionar as alterações na liquidez produzidas pela necessidade de adiantar fundos para a realização do investimento.

A polêmica argumentação de Keynes nesse sentido, tal como mencionado acima, foi a de que a liquidez gerada pela demanda por moeda pelo *finance motive* “automaticamente se resolve” no momento em que o gasto de inves-

⁹ Em outras palavras, considera-se que o investimento planejado no período corrente é maior que o fluxo de poupança sobre rendas passadas que vem a ter ao mercado financeiro no período.

timento se realiza. Este ponto foi amplamente contestado na época, principalmente por Robertson,¹⁰ para quem a liquidez gerada pelos gastos de investimento somente se restaura com a amortização das dívidas contraídas pela firma investidora, o que, em geral, é condicionado ao completo funcionamento do multiplicador.¹¹ Mais recentemente, estes mesmos pontos foram novamente objeto de discussão.¹²

Uma maneira interessante de reexaminar esses pontos parte da noção de que, em grande medida, as posições em disputa podem ser reconciliadas ao notar-se que Keynes e seus seguidores, de um lado, e os robertsonianos, de outro, parecem trabalhar com conceitos diferentes de liquidez, de modo que "solucionar a liquidez" ou "restaurar o estado da liquidez" é algo que tem sentido diverso para cada uma das partes. Para os primeiros, a liquidez refere-se ao volume de ativos líquidos à disposição dos bancos para empréstimo, enquanto que para os outros diz respeito à recomposição da estrutura do ativo dos bancos (*e.g.*, a relação caixa/dépósitos).

As dificuldades analíticas envolvidas não são nada triviais. Com o intuito de esclarecê-las, vamos considerar uma economia hipotética, para a qual vamos representar os três balanços consolidados para os três principais grupos de agentes: o sistema bancário, os capitalistas e os trabalhadores. Seja a posição inicial dada por:

bancos		capitalistas		trabalhadores	
emprést.	50	depós.	150	imob.	50
caixa	100	capital	50	depós.	150
				riqueza	150

Considere-se que os bancos concedem um empréstimo a um determinado capitalista no valor de 50, que deverão ser utilizados na compra de um bem de capital no mesmo valor. Os efeitos da "criação de poder de compra", na terminologia Kaleckiana, são mostrados abaixo:

bancos		capitalistas		trabalhadores	
emprést.	50	imob.	50	depós.	150
caixa	100	capital	50	riqueza	150
.....
Δ emprést.	50	Δ depós.	50	Δ emprést.	50
Δ depós.	50				

Este processo de "criação de poder de compra" tem como exata contrapartida um processo de criação de depósitos no sentido tobiniano, e o empréstimo concedido é creditado na conta de seu titular, o capitalista investidor. A

¹⁰ Veja-se, por exemplo, Robertson a Keynes, 31/12/1937, em Moggridge (1973, p. 226).

¹¹ *Ibid.*, pp. 228-9, por exemplo.

¹² Cujas "arenas" têm sido o *Cambridge Journal of Economics* e o *Journal of Post Keynesian Economics*. Em ambos os casos os debates originaram-se de artigos de Assimakopulos. No *CJE* o debate se inicia com Assimakopulos (1983), que recebe sucessivos comentários: Snippe (1985), Terzi (1986) e Richardson (1986). No *JPKE* o debate se inicia com um comentário de Assimakopulos (1986) sobre um artigo de Kregel (1985), que gera resposta de Kregel (1986) e Davidson (1986).

argumentação de Keynes parece supor que o receptor do empréstimo retira esses recursos dos bancos, e somente após a compra do bem de capital os recursos retornam aos bancos, porque os produtores dos bens de investimento assim o determinam. Tudo se passa como se, para o investidor, a razão “comportamental” papel-moeda em poder do público sobre depósitos à vista fosse unitária, e para os produtores dos bens de capital o valor fosse, ao contrário, igual a zero.¹³ É bastante claro, no entanto, que, se a transação entre a firma investidora e a firma produtora se desse através da simples transferência da posse de depósitos bancários no valor do equipamento que está sendo comprado, o estado da liquidez no sentido keynesiano não se alteraria jamais. Obviamente, o estado da liquidez no sentido robertsoniano não se restabelece com a simples realização do gasto de investimento.

Antes de retirar conclusões sobre essas questões, convém retomar o exercício. O capitalista investidor, após obter o financiamento, faz a encomenda do equipamento junto a outro capitalista. A produção do bem de capital, que aparece abaixo no balanço consolidado dos capitalistas, é representada como um acréscimo no estoque de capital cuja contrapartida é o pagamento de salários e lucros:¹⁴

bancos	capitalistas	trabalhadores
emprést. 100 depós. 200	imob. 50 capital 50	depós. 150 riqueza 150
caixa 100	depós. 50 emprést. 50
	Δdepós. 25 Δsalários 25
	Δimob. 50 Δsalários 25	
	Δlucros 25	
	
	Δdepós. -25 Δsalários -25	

Note-se que, em seguida à produção do capital, há uma transferência de depósitos bancários para os trabalhadores em montante igual ao dos salários pagos, ou seja, 25. A compra do equipamento implica uma transferência de depósitos bancários de capitalista para capitalista, que não tem efeito algum sobre o total dos depósitos nos bancos. Da mesma forma, a posse do equipamento passa de um capitalista a outro sem que isto apareça no balanço consolidado dos capitalistas. O processo multiplicador prossegue com os trabalhadores utilizando-se da totalidade de seus novos depósitos, que correspondem ao total de salários pagos, para fins de consumo. Os trabalhadores, portanto, não poupam. Nos balanços abaixo, isto aparece logo após a produção do bem de consumo, que tem como contrapartida pagamentos de salários e lucros. Novamente, o pagamento de salários corresponde a uma transferência da

¹³ Isto se observa de forma bastante clara em Richardson (1986).

¹⁴ Tudo se passa como se os fluxos de salários e lucros fossem dívidas a serem liquidadas apenas no fim do período.

posse dos depósitos bancários de capitalistas para trabalhadores, sem que isto implique qualquer alteração no montante total de depósitos.

bancos		capitalistas		trabalhadores	
emprést. 100	depós. 200	imob. 100	capital 50	depós. 175	riqueza 175
caixa 100		depós. 25	emprést. 50		
			lucros 25	
		Δdepós. -25	
		Δcons. 25	Δsalários 12.5	Δcons. 25	
			Δlucros 12.5		
			
		Δcons. -25			
		Δdepós. 25			
				
		Δdepós. -12.5	Δsalários -12.5		

É fácil antecipar, em função do que foi mostrado nessas duas primeiras “rodadas”, a situação que resulta após o completo funcionamento do multiplicador. Por conveniência expositiva, vamos admitir que é exatamente no momento em que o processo multiplicador se encerra que se opera a amortização do crédito inicial. Desse modo, teríamos:

bancos		capitalistas		trabalhadores	
emprést. 100	depós. 200	imob. 100	capital 50	depós. 150	riqueza 200
caixa 100		depós. 50	lucros 50	cons. 50	
.....				
Δemprést. -50	Δdepós. -50	Δdepós. -50	Δemprést. -50		

do que resulta, após a incorporação dos lucros ao capital inicial (no sentido contábil), a seguinte configuração:

bancos		capitalistas		trabalhadores	
emprést. 50	depós. 150	imob. 100	capital 100	depós. 150	riqueza 200
caixa 100				cons. 50	

Observa-se, portanto, que para os bancos a configuração final é exatamente igual à inicial. Do ponto de vista dos capitalistas, a diferença está em que se acumulou capital e, para os trabalhadores, o aumento na riqueza corresponde exatamente à compra de bens de consumo, de modo que poderíamos cancelar as duas magnitudes e retornar exatamente à situação original.

O processo de expansão de uma economia capitalista examinado acima envolve algumas sutilezas relativas ao papel dos bancos. Vejamos, por exemplo, a seguinte passagem de Kalecki (1977, p. 24):

O financiamento do investimento adicional é realizado pela assim chamada criação de poder de compra. Há um aumento na demanda por créditos bancários, e estes são concedidos pelos bancos... Os meios usados pelos empresários para a construção de novos estabelecimentos são demandados da indústria de bens de capital. O aumento no emprego é uma fonte de demanda adicional por bens de consumo... Finalmente a despesa de investimento adicional vai, diretamente e através dos gastos dos trabalhadores, para os bolsos dos capitalistas... Os lucros adicionais retornam aos bancos como depósitos... Os empresários que se engajam em investimento adicional “impelam” para os bolsos de outros capitalistas os lucros que são iguais a seus investimentos, e tornam-se devedores desses capitalistas em igual montante através dos bancos.

Há vários pontos a observar. Em primeiro lugar, é inexato dizer que os lucros "retornam aos bancos como depósitos", pois na verdade estes recursos, embora tendo trocado de mãos várias vezes, nunca deixaram de ter como contrapartida o mesmo depósito bancário inicial. Quando estes recursos ainda correspondiam a um simples empréstimo, tinham como contrapartida um depósito de igual montante. Quando foram utilizados na encomenda de um bem de capital, o depósito apenas teve sua posse transferida. Quando o equipamento foi construído, uma parte do depósito inicial teve sua posse transferida para os assalariados, enquanto a outra parte foi transferida para outros capitalistas. Quando os assalariados gastaram toda a sua renda, nada mais fizeram do que transferir a posse de seus depósitos de volta aos capitalistas em troca de bens de consumo. E, finalmente, após a completa operação do multiplicador, lucros foram criados em montante igual ao do depósito original, mas a contrapartida pelo lado do ativo dos capitalistas é o aumento do estoque de capital (do ativo imobilizado). A criação de lucros não implica a criação de depósitos, que, bem entendida, é uma prerrogativa exclusiva dos bancos, e somente acontece no momento da concessão de um empréstimo.¹⁵

Este ponto é de suma importância para que se entenda corretamente em que momento do processo a liquidez original dos bancos no sentido robertsoniano se recompõe. Pelo que o exercício sugere, isto se observa somente quando: a) o processo multiplicador se completa; e b) o crédito inicial é amortizado. Enquanto b não ocorre, é muito claro que o sistema bancário permanece em uma situação de liquidez mais frágil, pois no momento inicial a relação caixa sobre depósitos era de 0,66 e, após o empréstimo, e ao longo de todo o processo, ficou em 0,50. Isto somente se resolve quando o empréstimo é amortizado. Note-se que o funcionamento do multiplicador garante, no contexto do exercício, a existência de lucros depositados nos bancos, e no processo de geração desses lucros a posse desses depósitos passou dos capitalistas investidores para os produtores de bens de capital e de consumo. Esses depósitos têm, portanto, o caráter de um "fundo rotativo", e certamente não guardam qualquer relação com o fluxo de poupança gerado ao longo do processo multiplicador. É menos claro, no entanto, que o volume desses depósitos possa ser tomado como um indicador apropriado de liquidez bancária. Foi notado recentemente, nesse sentido, que "finance pode ser essencialmente um fundo rotativo, mas as exigibilidades sobre esse fundo podem aumentar, e podem até exaurir a disponibilidade de recursos líquidos, no sentido de pressionar a taxa de juros para cima" [Snippe (1985, p. 268)].

O exercício acima deliberadamente ignorou problemas de *timing* e, portanto, de intermediação financeira. Somente por conveniência expositiva fi-

¹⁵ É importante advertir, além disso, que estas conclusões não se alteram se trabalharmos com uma economia onde os agentes usam moeda manual (papel-moeda em poder do público) e depósitos à vista em uma proporção estável dos meios de pagamento. A única diferença é que a deterioração da liquidez bancária seguindo-se ao empréstimo seria mais acentuada, e teríamos que assumir que todos os capitalistas e trabalhadores teriam a mesma propensão a reter depósitos como proporção de M_1 , e que todos os pagamentos destes para aqueles, e vice-versa, seriam feitos parte em depósitos, parte em "papel-moeda em poder do público", de acordo com a proporção comum.

zemos coincidir os períodos correspondentes ao prazo do empréstimo inicial e ao tempo necessário para a completa operação do multiplicador. Além disso, também ignoramos possíveis mudanças no nível de atividade, ou na taxa de investimento, durante esses períodos. Na prática, nada indica que estas coincidências ocorram e, se este é o caso, os problemas associados envolvem diretamente o aparato de intermediação financeira da economia.

É interessante notar, nesse sentido, que a nível microeconômico os empréstimos tomados para fins de investimento em geral têm como base a distribuição temporal das receitas associadas ao projeto, e estas somente acontecem depois que a nova capacidade produtiva se encontra instalada e em operação. Vía de regra, o processo multiplicador se encerra antes disso, pois afinal pertence ao domínio do “curto prazo”, dentro do qual a capacidade instalada é constante. Assim sendo, seria lógico assumir que os créditos para fins de investimento devem ser de “longo prazo”, o que nos permite supor que, *em geral*, os prazos dos empréstimos desse tipo *devem* ser mais longos que o período associado ao funcionamento do multiplicador. Mas isto pode muito bem não se observar. O investidor pode, por exemplo, ter-se preocupado unicamente em prover *finance* para as primeiras fases do projeto contando que pudesse conseguir *funding* adicional mais adiante. Neste caso, ele terá de ir ao mercado financeiro em busca de refinanciamento, e nesse momento a intermediação financeira é de importância crucial.

Considere-se, nesse sentido, uma situação onde o investidor necessita amortizar seu débito junto aos bancos, onde o processo multiplicador já se operou, mas o equipamento novo ainda não está em operação, de modo que o empresário investidor ainda não obteve nenhuma receita para amortizar sua dívida. Esta é exatamente a situação do penúltimo dos grupos de balanços do exercício acima. Note-se que os investidores devem aos bancos, mas os bancos devem aos outros capitalistas (sob a forma de depósitos), de modo que é legítimo dizer, como faz Kalecki na passagem acima, que os investidores devem aos outros capitalistas “através dos bancos”, ou *indiretamente*. Se os capitalistas credores compram ações dos investidores, ou compram diretamente as dívidas destes junto aos bancos, tudo se cancela e, para usar uma expressão de Kalecki (1935, p. 343), “o círculo se fechará”. Mas nada indica *a priori* que isto deva acontecer. Em princípio, temos aí um problema de intermediação financeira, através da qual a poupança (os lucros) gerada é canalizada de alguma forma para o *funding* da dívida dos empresários investidores. Em princípio, um intermediário – um “especulador”, para usar a terminologia de Kaldor (1964) – pode facilmente oferecer aos empresários que dispõem de lucros acumulados uma aplicação financeira qualquer e, com os fundos obtidos, refinar o empresário investidor que necessita quitar seu débito junto aos bancos. Há todo um problema em se compatibilizar prazos, modalidades e denominações, em função das aversões ao risco de cada um dos atores envolvidos.¹⁶ Se

¹⁶ Kaldor concebia a atividade dos “especuladores” em uma economia capitalista justamente nesses termos, isto é, no sentido de intermediar credores e devedores e cobrando pelos riscos e pelo serviço de modificar prazos e modalidades. Isto é percebido, e devidamente explorado em Assimakopulos (1983, pp. 228-30), podendo também ser mencionado, na mesma linha, Hicks (1965, pp. 286-7).

é verdade que esta complexa teia de débitos e créditos é bem-sucedida em intermediar os dois grupos de capitalistas, então o que temos aí é que a poupança “financia” o investimento, não no sentido estrito do termo, uma vez que, de fato, o gasto de investimento já foi financiado no início do processo pelos bancos, mas no sentido de gerar débitos dos bancos junto aos capitalistas em valor igual ao crédito concedido aos outros capitalistas para fins de investimento.

É fundamental observar-se, contudo, que a poupança gerada pela operação do multiplicador define apenas o potencial para o *funding* das dívidas contraídas pelos investidores: a existência desta poupança não é condição nem necessária nem suficiente para que o *funding* tenha lugar. Por um lado, pode ocorrer que o sistema financeiro não esteja disposto a refinarciar dívidas mesmo que o multiplicador já tenha operado e que a poupança potencialmente utilizável esteja disponível. Por outro lado, podem certamente ocorrer modificações na preferência pela liquidez, mesmo antes que o multiplicador opere, que tornam redundante a geração de poupança através deste último e que permitam o *funding* das dívidas dos investidores. E, além disso, é preciso também considerar que mudanças no nível de atividade observadas durante o período de operação do multiplicador podem interferir de modo decisivo com o volume de lucros que vem a ter ao sistema financeiro e, desse modo, afetar o potencial de *funding* das dívidas anteriores.

Em suma, existem algumas observações importantes a fazer. Em primeiro lugar, a de que o multiplicador é relevante — considerando como constante o nível de atividade — para gerar poupanças (lucros) que *potencialmente* viriam a ser recicladas aos investidores-devedores, no caso de os créditos concedidos a estes não serem de “longo prazo”, tal como sugerido acima, isto é, de esses créditos serem devidos antes que os projetos de investimento gerem as rendas esperadas. Em segundo lugar, é importante observar que, se qualquer “reciclagem” for necessária, a intermediação financeira (os “especuladores”) tem aí um importante papel a cumprir. Se a intermediação não funciona, segue-se a inadimplência do devedor, ou algum aumento da fragilidade financeira do sistema. Mais interessante seria pensar, todavia, que a probabilidade dessa “falha”, tal como percebida *ex ante* pelos investidores, termina atuando como um fator a constringer a atividade de investimento. Nesse sentido, a garantia de que o sistema bancário seguirá uma postura acomodativa, ou que o banco central o influenciará nessa direção, serviria, dentro da lógica keynesiana, como um poderoso indutor ao investimento.

Uma terceira observação é a de que, do ponto de vista estritamente financeiro, os limites à atividade de investimento advêm unicamente dos graus aceitáveis de “vulnerabilidade” da parte do sistema financeiro, ou seja, qualquer acréscimo desejado ao investimento se traduz em maiores demandas sobre o sistema financeiro, que as considera à luz do estado geral e particular da liquidez. É claro, no entanto, que manter $I > S$ (isto é, uma situação de excesso de demanda) para um determinado estado da preferência pela liquidez, “vulnerabilidade” desejada do sistema financeiro e política do banco central traz implicações no tocante à dimensão “real” da relação entre poupança e investimento. Este é, na verdade, o objeto da próxima seção.

5 — A dimensão “real” da poupança

A poupança desempenha um certo papel na compatibilização dos fluxos correspondentes aos componentes da demanda agregada entre si e também com relação a variáveis como o grau de utilização da capacidade e a taxa de inflação. Para ilustrar este ponto, pode-se partir de um modelo simples. Supõe-se que a totalidade da poupança advém de lucros não distribuídos das firmas, que se assume corresponder a uma proporção fixa d dos lucros totais. A poupança como proporção do capital (Z) é dada por:

$$S/Z = d \cdot (P/Z) = d \cdot (P/Y) \cdot (Y/Z) = d \cdot [1 - a] \cdot u$$

onde Y é a renda efetiva, a é a participação dos salários na renda e u o grau de utilização da capacidade. Seja a taxa de crescimento do produto e da capacidade produtiva (medida pela proporção do investimento com relação ao capital $g = I/Z$) dada a partir das condições de crédito e das expectativas de lucratividade. Se, por hipótese, estão dados os valores da propensão a consumir e o grau de utilização da capacidade instalada, a igualdade entre os fluxos de poupança e investimento (como proporções do capital) torna endógena a distribuição funcional da renda. Nessas condições, uma elevação da taxa de crescimento g “exige” a redução da participação dos salários na renda a e a conseqüente redução da proporção do consumo com relação à renda. Esta redução “acomoda” o novo nível de investimento à capacidade produtiva da economia.

Há três outras formas de ajustamento a uma variação no nível de investimento. Em primeiro lugar, se a propensão a poupar e a utilização da capacidade produtiva permanecem dadas, a resistência por parte dos assalariados à redução do salário real e da participação dos salários na renda (que se manifesta através de pressão sobre os salários nominais) acarretará o ajuste via inflação. Se a indexação dos salários aos preços não for instantânea e total, os assalariados verão, apesar de seus esforços em contrário frustrados os seus planos de gastos. De fato, a indexação incompleta dos salários levaria ao ajuste via distribuição de renda, conforme descrito no parágrafo anterior. Em segundo lugar, pode-se supor que haja capacidade ociosa na economia, e neste caso o ajuste se daria via aumento no grau de utilização da capacidade produtiva e do consumo. Por último, supondo dados a participação dos salários na renda e o grau de utilização, um acréscimo do investimento pode vir acompanhado de um incremento da propensão a poupar a partir dos lucros, o que significa redução do consumo dos agentes cuja renda advém dos lucros: acionistas, executivos, etc.

Note-se que o crescimento da propensão a poupar está associado a uma taxa de crescimento maior *apenas* no caso em que haja crescimento concomitante da demanda por investimento. Caso contrário, o efeito é inverso: o crescimento da propensão a poupar, dada a taxa de crescimento, leva à redução do grau de utilização da capacidade e/ou ao crescimento da participação dos salários na renda (se os preços são sensíveis a movimentos na demanda agregada).

É interessante ainda investigar o papel dos fluxos de lucros (os fluxos Q) neste processo. A geração desses fluxos está intimamente associada à forma como o sistema se ajusta às variações na decisão de investir (que lidera o processo de crescimento). Sendo assim, em termos da análise dos últimos parágrafos, o fluxo Q estaria relacionado com movimentos do grau de utilização da capacidade, da distribuição da renda e da inflação. Quanto maior a taxa de crescimento, maiores os fluxos de lucro, independente dos mecanismos de ajuste. Interessa aqui o efeito de variações nos fluxos de lucros sobre a estrutura financeira das empresas. Note-se que o investimento passado recente gera variações no nível de atividades e lucros correntes que afetam a estrutura financeira das firmas em geral.

Seja a totalidade da poupança dada pelos lucros retidos pelas firmas e pela proporção não consumida dos lucros distribuídos. A poupança total é dada por:

$$S = [d + s \cdot (1 - d)] \cdot [1 - a] \cdot Y$$

Note-se, porém, que a renda agregada (ou receita de vendas agregada) mantém a seguinte relação com o capital próprio das firmas C :

$$Y = (Y/Z) \cdot (Z/C) \cdot C = u \cdot (1/h) \cdot C$$

onde h representa a proporção do capital próprio sobre o capital total, um indicador de fragilidade financeira das firmas. Pode-se, portanto, escrever a poupança como função do capital próprio como se segue:

$$S = [d + s \cdot (1 - d)] \cdot [1 - a] \cdot u \cdot (1/h) \cdot C$$

Pode-se supor que a totalidade dos lucros retidos esperados (associados ao grau de utilização esperado u^*) esteja comprometida com a amortização de dívidas das empresas E^* , ou seja:

$$d \cdot [1 - a] \cdot u^* \cdot (1/h) \cdot C = E^*$$

Supondo uma redução inesperada na taxa de crescimento: se o grau de utilização observado u se ajusta de tal modo que $u < u^*$, as firmas serão incapazes de saldar seus compromissos com o sistema bancário. A alternativa que lhes resta é repactuar as dívidas, endividando-se mais, isto é, aceitando uma redução na proporção do capital próprio sobre o capital total h , ou seja, uma piora no grau de fragilidade financeira. Alternativamente, as firmas podem optar por manter inalterada esta proporção, saldando suas dívidas, porém reduzindo a proporção dos lucros distribuídos, isto é, aumentando o valor d . Neste caso, as firmas teriam de assumir os possíveis custos da redução da parcela distribuída dos lucros: queda nos preços das ações, dificuldades para novos lançamentos, riscos de *take-over*, etc. Em ambos os casos — em função do aumento da fragilidade financeira ou das conseqüências sobre a posição das firmas no mercado acionário — o efeito da redução no crescimento sobre

a decisão de investir será negativo. As firmas evitarão investir se isto representar a necessidade de reduzir ainda mais a proporção de seu capital próprio sobre o capital total (sem contar os aumentos nos *spreads* cobrados pelos bancos), ou se forem obrigados a emitir ações com preços significativamente depreciados.

Nota-se, assim, que a massa de lucros gerada a cada período (função do nível de investimentos recentes) e a política de distribuição de lucros pode afetar a capacidade e decisão das firmas de realizar novos investimentos. Essas limitações, advindas de uma redução inesperada do fluxo de lucros (fluxo Q), não afetam a liquidez bancária entendida como a disponibilidade de recursos líquidos. Tal disponibilidade depende do volume de depósitos, e não do volume de dívidas amortizadas. As dificuldades das firmas de saldarem suas dívidas podem afetar as relações de débito e crédito entre os agentes-firmas, bancos e demais agentes do sistema financeiro. E a partir dessas mudanças poderá haver dificuldades para as firmas levantarem financiamentos para novos investimentos (restrições quantitativas de crédito, *spreads* mais altos, deságio na venda de ações).

Abstract

The paper addresses a number of themes related to the roles of savings and credit to the financing of aggregate investment, and seeks to offer a precise exposition of the mechanisms involved. Special attention is devoted to concepts and problems related to liquidity, and issues related to the finance motive for the demand for money.

Bibliografia

- AMADEO, E. *Keynes's principle of effective demand*. Upleadon, Edward Elgar, 1989a.
- . Resenha bibliográfica do livro de Assimakopulos, A. "Investment, employment and income distribution". *Contributions to Political Economy*, mar. 1989b.
- ANDRADE J. P. de. Motivo "finance" ou motivo poupança: o papel transitório do crédito em Kalecki. XVº Encontro Nacional de Economia, *Anais...* Brasília, 1987.
- ASSIMAKOPOULOS, A. Kalecki and Keynes on finance, investment, and saving. *Cambridge Journal of Economics*, 7, 1983.
- . Finance, liquidity, savings and investment. *Journal of Post-Keynesian Economics*, 9 (1), 1986.
- CHICK, V. The evolution of the banking system and the theory of savings, investment and interest. *Economies et Sociétés*, 1986.

- DAVIDSON, P. Finance, funding, saving, and investment. *Journal of Post-Keynesian Economics*, 9 (1), 1986.
- HICKS, J. *Capital and growth*. Oxford, Clarendon Press, 1965.
- . *Critical essays in monetary theory*. Oxford, Clarendon Press, 1967.
- . *Money, interest and liquidity*. Cambridge, Harvard University Press, 1982.
- KALDOR, N. Speculation and economic stability. In: *Essays on economic stability and growth*. London, Duckworth, 1964.
- KALECKI, M. A. A mactodynamic theory of the business cycle. *Econometrica*, 3, 1935.
- . O mecanismo da recuperação econômica. In: *Crescimento e ciclo das economias capitalistas*. São Paulo, Hucitec, 1977.
- KREGEL, J. Constraints on the expansion of output and employment: real or monetary. *Journal of Post-Keynesian Economics*, 7 (2), 1985.
- . A note on finance, liquidity, saving, and investment. *Journal of Post-Keynesian Economics*, 9 (1), 1986.
- LEIJONHUFVUD, A. The Wicksellian connection. In: *Information and coordination*. New York, Oxford University Press, 1981.
- MOGGRIDGE, D. E. *The collected writings of John Maynard Keynes*. Volume XIV: *The general theory and after, part II: defense and development*. London, Macmillan & St. Martin's Press for the Royal Economic Society, 1973.
- OHLIN, B. [Também D. Robertson e J. R. Hicks.] Alternative theories of the rate of interest: three rejoinders. *Economic Journal*, set. 1937.
- RICHARDSON, D. R. Assimakopulos on Kalecki and Keynes on finance. *Cambridge Journal of Economics*, 10 (2), 1986.
- ROBERTSON, D. H. *Essays in monetary theory*. London, P. S. King & Son, 1940.
- SNIPPE, J. Finance, saving and investment in Keynes's economics. *Cambridge Journal of Economics* 9 (2), 1985.
- TERZI, A. The independence of finance from saving: a flow of funds interpretation. *Journal of Post-Keynesian Economics*, 9 (2), 1986.
- TSIANG, S. C. Keynes's finance demand for liquidity, Robertson's loanable funds theory, and Friedman's monetarism. *Quarterly Journal of Economics*, maio 1980.

(Originals recebidos em outubro de 1988. Revistos em maio de 1989.)