

**FABIANO ABRANCHES SILVA DALTO**

**TEORIAS DO INVESTIMENTO: UMA ABORDAGEM COMPARATIVA DAS  
TEORIAS DE KALECKI E KEYNES**

Dissertação apresentada como requisito à  
obtenção do grau de Mestre. Curso de  
Mestrado em Desenvolvimento  
Econômico, Setor de Ciências Sociais  
Aplicadas da Universidade Federal do  
Paraná.

Orientador: Professor Doutor Francisco  
Paulo Cipolla.

**Curitiba**

**1999**

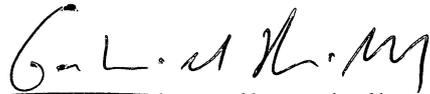
Fabiano Abranches Silva Dalto

Teorias do Investimento: Uma Abordagem Comparativa Das Teorias de  
Kalecki e Keynes

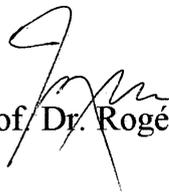
Dissertação aprovada como requisito parcial para  
obtenção do grau de Mestre no Curso de Pós-  
Graduação em Economia, Mestrado em  
Desenvolvimento Econômico da Universidade  
Federal do Paraná, pela Comissão formada pelos  
professores:



Prof. Dr. Francisco Paulo Cipolla



Prof. Dr. José Gabriel Porcile Meirelles



Prof. Dr. Rogério Arthmar

Curitiba, 02 de agosto de 1999.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	7
<b>CAPÍTULO 1: A LEI DE SAY E SUAS CONSEQÜÊNCIAS</b> .....	13
<b>INTRODUÇÃO</b> .....	13
<b>I A FORMULAÇÃO DA LEI DE SAY</b> .....	13
<b>I.1 Introdução</b> .....	13
<b>I.2 A Poupança Prévia como Única Fonte para Financiar o Investimento</b> .....	17
<b>II A TEORIA NEOCLÁSSICA DO INVESTIMENTO A PARTIR DA RECUPERAÇÃO DA TEORIA DO JURO DE IRVING FISHER</b> .....	18
<b>II.1 Introdução</b> .....	18
<b>II.2 Três Definições de Renda</b> .....	20
<b>II.3 Preferência Temporal ou Impaciência Humana de Gastar: os princípios que regulam a poupança</b> .....	22
<b>II.4 As Oportunidades de Investir como Determinantes da Demanda por Poupança</b> .....	25
<b>II.5 Consideração da Incerteza na Teoria do Juro de Fisher</b> .....	29
<b>CAPÍTULO 2: O PRINCÍPIO DA DEMANDA EFETIVA</b> .....	33
<b>2.1 INTRODUÇÃO</b> .....	33
<b>2.2 O PRINCÍPIO DA DEMANDA EFETIVA: UMA FORMULAÇÃO GERAL</b> .....	33
<b>2.3 PRINCÍPIO DA DEMANDA EFETIVA EM KALECKI</b> .....	38
<b>2.4 A DEMANDA EFETIVA EM KEYNES</b> .....	41
<b>2.4.A PREÇO DE OFERTA E DE DEMANDA E O PONTO DE DEMANDA EFETIVA</b> .....	42
<b>2.4.B A DEFINIÇÃO DO LUCRO</b> .....	47
<b>CAPÍTULO 3: OS DETERMINANTES DO INVESTIMENTO EM KALECKI</b> .....	52
<b>3.1 INTRODUÇÃO</b> .....	52
<b>3.2 OS FATORES QUE ALTERAM A TAXA DE RISCO DO INVESTIMENTO</b> .....	53
<b>3.3 OS TERMOS <math>\Delta P</math> E <math>\Delta K</math></b> .....	61
<b>3.4 POR QUE NÃO A TAXA DE JUROS?</b> .....	63
<b>3.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	66
<b>APÊNDICE: APRESENTAÇÃO DO MODELO FORMAL DOS DETERMINANTES DO INVESTIMENTO DE KALECKI</b> .....	68
<b>CAPÍTULO 4: DECISÕES DE INVESTIR EM KEYNES</b> .....	72
<b>4.1 INTRODUÇÃO</b> .....	72
<b>4.2 TEORIA GERAL DA APLICAÇÃO DO CAPITAL</b> .....	73
<b>4.3 TAXA PRÓPRIA DE JUROS DA MOEDA E PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ</b> .....	78
<b>4.4 EFICIÊNCIA MARGINAL DO CAPITAL E PREÇO DE DEMANDA: AVALIAÇÃO DOS ATIVOS DE CAPITAL E INVESTIMENTO</b> .....	88
<b>4.5 FORMAÇÃO DE EXPECTATIVAS: COMPORTAMENTOS ESPECULATIVOS E EMPRESARIAIS</b> .....	95
<b>4.6 À GUISA DE CONCLUSÃO</b> .....	98
<b>CAPÍTULO 5: KALECKI E KEYNES: TAXA DE RISCO E GRAU DE INCERTEZA</b> .....	100
<b>5.1 INTRODUÇÃO</b> .....	100
<b>5.2 RISCOS E GRAU DE INCERTEZA</b> .....	100
<b>6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	109

## AGRADECIMENTOS

Tenho muitos a quem agradecer. Começo por meu orientador, Professor Cipolla, que teve enorme paciência comigo em meus inúmeros atrasos na entrega de versões parciais desta dissertação. Além disso, sou grato, também, por seu esforço de me fazer apresentar as idéias de modo rigoroso. Assim, todos os erros remanescentes se devem à minha teimosia e minhas limitações. Cipolla, muito obrigado!

Contra toda a onda privatista, agradeço a duas instituições públicas que me permitiram realizar este mestrado: CNPq e UFPR. Do CNPq tive o apoio financeiro durante dois anos; na UFPR, mais do que o apoio material, tive o prazer de conviver com professores da mais alta capacidade e, sobretudo, com enorme interesse em elevar seus alunos à categoria de pesquisadores. Nela, também, contei com a presteza e simpatia de Ivone, sempre disposta a resolver os problemas, mesmo os mais elementares, de um aluno pouco organizado. A todos os Professores do Mestrado em Desenvolvimento Econômico e a Ivone, muito obrigado!

Agradeço a amizade dos caros Sérgio e Rossiela, Marcos e Samira e José que me receberam em suas vidas de maneira generosa e companheira. Muito obrigado!

Aos caros amigos da “Embaixada Capixaba” em Curitiba, Maurício e Huáscar, agradeço o convívio fraterno no “exterior” que amorteceram as saudades de nossa terrinha. Muito obrigado!

Também na casa de meus sogros tive o amparo afetivo necessário para a realização deste trabalho. À eles, a Adriano, Josiane e Seu Gercino, meu muito obrigado!

À minha querida família, que há tanto não vejo, minha mãe, meus avós e irmãos que mesmo à distância me deram o conforto de seu amor e carinho. Muito obrigado!

Finalmente, gostaria de dedicar este trabalho às “minhas mulheres”: Cris e Helena. Foi delas o maior sacrifício enquanto este era realizado. Por muito tempo estive ausente do convívio delas. A elas agradeço a paciência por terem me esperado. Amo vocês.

**À Cris e Helena.**

## RESUMO

Este trabalho pretende mostrar que as teorias do investimento de Kalecki e Keynes apresentam pontos de contato muito estreitos. Inicialmente, apresenta-se a Lei de Say como base das teorias convencionais do investimento, argumentando que a mesma não se aplica a uma economia de mercado. Discute-se, também, a teoria dos juros de Irving Fisher para mostrar um contraponto com as teorias de Keynes e Kalecki. A abordagem destes autores se desenvolve no sentido de mostrar que ambos, ao basearem suas teorias no Princípio da Demanda Efetiva – princípio antagônico à Lei de Say – apresentam fatores semelhantes na determinação do investimento. Mais especificamente, argumenta-se que grau de incerteza, formulado por Keynes, e o Princípio do Risco Crescente, formulado por Kalecki, desempenham as funções de limitantes das decisões de investir. Assim, somente quando estes são superados é que novas decisões de investimento tomam lugar.

## INTRODUÇÃO

As aulas de macroeconomia costumam causar polêmica quando o professor chega na parte em que precisa explicar que o investimento determina uma poupança de mesma magnitude. Os alunos estarrecem-se diante de tamanha heresia, pois estão acostumados a ouvirem na mídia, especializada ou não, autoridades públicas e economistas profissionais ou acadêmicos repetirem que um dos graves problemas para o crescimento é "a insuficiência de poupança interna". Em pouco tempo, com o decorrer das aulas, os alunos começam a perceber que por trás de cada uma das proposições acima existe um princípio que supostamente rege o sistema econômico. Quando os alunos se deparam com o princípio de que, no agregado, "a produção gera sua demanda", e que, portanto, a renda determina um gasto de mesma magnitude, eles percebem que já sabiam de tudo desde o primário. Mas ao serem apresentados ao princípio de que só um ato de gastar pode gerar renda e que, portanto, a realização de uma determinada produção (geração de renda) não está garantida pela própria produção, o mundo para estes alunos começa a ficar tão complexo quanto eles vêem no dia-a-dia. Alguns desistem de entender que variáveis são determinantes e que variáveis são determinadas. Descubrem que estabelecer *causalidade* em sistemas complexos não é nada trivial.

É possível, ainda, tentar escapar à explicação causal dizendo que variáveis interdependentes não podem ser adequadamente compreendidas.<sup>1</sup> O presente trabalho se inscreve entre aqueles que buscam os fatores mais influentes na determinação de algumas variáveis. Neste sentido, minha pergunta fundamental é: que fatores determinam as decisões de investir?

Na década de 30 deste século, autores como Kalecki e Keynes levantaram-se contra a chamada "Lei de Say" e suas conseqüências lógicas - as quais a escola neoclássica já havia fechado na formulação do Equilíbrio Geral de Walras - no sentido de oferecer uma abordagem plausível e mais próxima da realidade do sistema capitalista, que passava por uma crise sem paralelo.<sup>2</sup> Mas, como grandes autores,

---

<sup>1</sup> Maclachlan (1993:21), seguindo idéias de Keynes (1964), afirma que, embora "qualquer coisa dependa de qualquer outra coisa, algumas coisas serão mais dependentes do que outras. Se alguns fatores exercem maior influência do que outros, então pode ser útil fazer alguma tentativa de separar os mais significativos".

<sup>2</sup> Os autores neoclássicos diriam que o problema do elevado desemprego naquele momento decorria da organização dos trabalhadores em sindicatos, impedindo que os salários reais baixassem de modo a elevar a contratação de trabalhadores ociosos. Portanto, o desemprego seria uma conseqüência do próprio comportamento dos trabalhadores em não aceitar trabalhar por salários reais menores. Daí que o desemprego seria voluntário e não decorrente do funcionamento do sistema de mercado por si. Pelo

evidentemente suas obras não se restringem aos momentos de crise - e suas “saídas” -, vão além, para explicar o mecanismo da dinâmica capitalista. Particularmente neste aspecto dinâmico, o investimento ganhou lugar de destaque nos dois autores. Pois é contra a idéia neoclássica de que para investir necessita-se de uma “poupança prévia” - uma consequência clara da Lei de Say - que esses autores recorrem ao Princípio da Demanda Efetiva. E por partirem de um mesmo princípio - o da Demanda Efetiva - esses autores chegam, cada um de uma forma particular, à conclusão de que o investimento é a peça fundamental do crescimento da renda (e condicionante do nível de emprego).

Considero a Lei de Say e seu contrário, o Princípio da Demanda Efetiva, importantes como ponto de partida para a discussão do investimento, pois a Lei representa uma hipótese fundamental - apesar de não suficiente - na determinação do pleno uso dos recursos produtivos, por sinal cara à ortodoxia neoclássica. O Princípio da Demanda Efetiva, pelo contrário, abre-nos caminhos bem diferentes para a determinação do *nível* - e a variação do mesmo - no qual os recursos são utilizados.

E será pela exposição da oposição entre a Lei de Say e o Princípio da Demanda Efetiva que procurarei chegar aos determinantes do investimento em Kalecki e Keynes. Além disso, e como objetivo principal desta dissertação, procurarei mostrar os pontos de convergência entre as teorias do investimento de Keynes e de Kalecki.

A abordagem aqui se inspira em vários autores de extração teórica diversa, mas que têm em comum a busca de uma formulação dinâmica da economia. A complexidade da questão impossibilita a exposição direta das conclusões, e por conta das fortes divergências ao redor do tema - e particularmente das teorias de nossos autores, Keynes e Kalecki - mostra-se forçoso discutir “velhos” temas de forma a consolidar posições e reunificar forças dispersas. Deste modo, perde-se em objetividade, mas, creio, ganha-se em consistência lógica.

Neste trabalho, o caminho escolhido foi o da revisão crítica da literatura relevante - óbvio que nem toda a literatura, por ser demais extensa, mas apenas aquelas clássicas de nossos autores e de seus seguidores -, a partir dos próprios autores razão do tema: Keynes e Kalecki. Segue-se disso que nem sempre - ou nunca - estarei concordando com interpretações convencionais, mesmo que elas tenham tido aval, ainda que implícito, dos autores sob tela. Isto é mais evidente no caso de Keynes que, como se

---

contrário, seria o impedimento do funcionamento do livre mercado - particularmente no mercado de trabalho - que levaria ao desemprego de recursos.

sabe, não refutou devidamente a interpretação tipo IS-LM sugerida por Hicks, no conhecido artigo *"Mr. Keynes e os Clássicos: uma sugestão de interpretação"*.

No sentido de mostrar a relevância dos princípios básicos da economia para a formulação teórica, apresentarei na primeira parte do capítulo 1 a Lei de Say e suas conseqüências para o funcionamento da economia, e na segunda parte a teoria dos juros de Irving Fisher. Esta teoria é aqui apresentada para servir de exemplo de formulação baseada na Lei de Say, e, subsidiariamente, como contraponto à teoria da taxa de juros determinada pela preferência pela liquidez formulada por Keynes.

No segundo capítulo, a busca da integração entre Keynes e Kalecki começará pela formulação mais geral do Princípio da Demanda Efetiva - portanto, buscando a unicidade das formulações apresentadas pelos autores - exposta por Possas (1987), em contraposição à Lei de Say e suas conseqüências. Esse alinhamento com a formulação geral proposta por Possas (1987) do princípio tem o objetivo de impedir mal-entendidos - como a comum vinculação do Princípio da Demanda Efetiva à sua "insuficiência" - ou mesmo à reintrodução da Lei de Say. Depois passo a apresentar as formulações específicas do Princípio da Demanda Efetiva nas obras de Keynes e de Kalecki, suas possíveis limitações - ou mal-entendidos que possam ensejar - vis-à-vis à formulação geral proposta por Possas. Adicionalmente, evita-se qualquer necessidade de menção ao equilíbrio.<sup>3</sup>

No terceiro capítulo, passo à discussão das decisões de investir em Kalecki tal qual em sua Teoria da Dinâmica Econômica (Kalecki, 1985), em Crescimento e Ciclo das Economias Capitalistas (Kalecki, 1983), e alguns outros ensaios reunidos recentemente em seus *Collected Works* (Kalecki, 1990). Neste capítulo mostro os determinantes do investimento discutindo cada um deles. Em minha avaliação, a teoria do investimento de Kalecki é melhor compreendida colocando sua formulação do Princípio do Risco Crescente no centro da questão. Este princípio, na visão aqui endossada, perpassa todos os fatores relacionados por Kalecki como determinantes do investimento. Desta forma, fatores que influem na decisão de investir assim se tornam se e somente se contribuírem para a redução ou elevação da taxa de risco (que de nenhuma forma deve ser considerada como equivalente a risco probabilizável). Concluo que este elemento, a taxa de risco, tem as mesmas funções na teoria de Kalecki que

---

<sup>3</sup> Não que o equilíbrio - entendido como a mútua anulação de forças contraditórias - não seja uma possibilidade - mesmo que remota -, mas que ele não passa disso: uma possibilidade, e que não há força alguma que conduza o sistema a ele.

aquelas desempenhadas pelo grau de incerteza na teoria de Keynes. Depois de algumas considerações finais, apresento um apêndice o desenvolvimento das equações de investimento de Kalecki.

No quarto capítulo será apresentada a teoria do investimento de Keynes - expressa em sua Teoria Geral e alguns outros artigos - tal qual a compreendo como criativa e promissora: influenciado pelas leituras pós-keynesianas (tais como Paul Davidson, Hyman Minsky, Victoria Chick, Jan Kregel, Fernando Cardim Carvalho, Mário Possas). Daí, vale ressaltar, que a apresentação da teoria do investimento de Keynes não é uma exegese do autor, nem terá a preocupação de mostrar as diferenças com a interpretação convencional (modelo IS-LM). Procuro seguir uma linha de intérpretes, acima mencionados, que considero mais consistente com uma economia de mercado, sem o que torna-se ininteligível a proposta deste trabalho.

Início esta discussão com a análise da Teoria da Aplicação do Capital na Teoria Geral enfatizando seu caráter geral, como cálculo financeiro, tal como entendo ser o apresentado no Capítulo 17 da Teoria Geral. Neste aspecto será enfatizada a definição de preferência pela liquidez, esta definida de forma mais ampla, de maneira que, a preferência se dá em torno de ativos mais ou menos líquidos. Há por parte do agente uma avaliação subjetiva, *ex ante* à tomada de decisão, sobre o grau de liquidez dos ativos. Aqui far-se-á necessário ter claro a validade do comportamento convencional dos agentes à respeito do rendimento (as várias taxas de juros) dos vários ativos sob escolha. A taxa de liquidez imputada - logo sem substância material, mas não inteiramente descolada de fatores objetivos -, individualmente por cada agente, a cada ativo delimitará a composição do portfólio, tendo como subproduto a determinação da taxa de investimento em capital fixo, este também um dos ativos em avaliação pelo agente. A proposta é mostrar as inter-relações complexas existentes na tomada de decisão do agente, portanto antes de conhecer as variáveis efetivamente vigentes, que vai aplicar seu capital, podendo o mesmo escolher entre ativos mais e menos líquidos, de acordo com suas expectativas sobre o futuro, i. e., uma relação muito diversa da que comumente é apresentada na formulação tradicional IS-LM. Este modelo como se sabe suprime o tempo e, portanto, o ambiente incerto em que os agentes tomam suas decisões, de forma que as relações causais são simplesmente equações simultâneas cuja *"determinação" de uma variável é simplesmente a questão matemática de saber qual*

valor da variável satisfaz simultaneamente todas as equações".<sup>4</sup> Pasinetti (1979:55-58) mostra o grande mal que corresponde à interpretação de Keynes com o modelo IS-LM. Diz ele que o modelo IS-LM visou "diluir as inovações de Keynes - atenuar a ruptura com a tradição e remodelar a análise de Keynes de modo a 'digeri-la' em modos de pensar pré-keynesianos" (idem:55), vale dizer, assentados na economia de trocas presidida pela Lei de Say. E, ensina-nos, que, mesmo não sendo fácil saber todos os pontos onde a "mensagem foi distorcida", certamente,

*"o sinal mais seguro de distorção mostra-se toda vez que os 'resultados bem definidos' originais de Keynes são ofuscados pela imposição de interdependências que transformam as relações de Keynes ordenadas de modo causal num sistema de equações simultâneas"* (Pasinetti, 1979:55-56).

Além disso, Pasinetti (1979:56) me dá as razões para desconsiderar o modelo IS-LM nesse estudo, uma vez que

*"O artifício [de transformar relações causais em interdependentes] é tão bem sucedido com referência às poupanças e aos investimentos que os torna regulados, à maneira tradicional, pela taxa de juros (...). Assim, a contribuição de Keynes à demanda efetiva é eliminada de um só golpe"* (Pasinetti, 1979:56-57).

Logo, em direção exatamente oposta do que pretendo!

Ao longo da discussão das duas teorias procuro desde logo as sínteses teóricas. Segue ao final, no quinto capítulo, uma discussão ressaltando a idéia geral do trabalho.

Este trabalho se inscreve no campo da História do Pensamento Econômico visando a indicação de uma tentativa de conciliação de Keynes e Kalecki, cujas teorias do investimento - apesar de suas abordagens particulares - são passíveis de compatibilização. Esta síntese segue *insights* de autores como Shackle (1955), Minsky (1975; 1982 e 1986), Carvalho (1992) e Possas (1987). Este último. Aliás de quem obtive inspiração para este estudo, coloca a idéia aqui endossada da seguinte forma:

*"a concepção de Keynes sobre os determinantes do investimento revela-se bastante próxima à de Kalecki - surpreendentemente, talvez, para as leituras convencionais dos dois autores - exceto por seus níveis de generalidade e densidade conceitual incomparavelmente maiores, que por isso mesmo podem dar lugar, como foi sugerido antes, a uma teoria geral da instabilidade do*

---

<sup>4</sup> Maclachlan (1993:4).

*investimento mais que de sua dinâmica. Os limites ao investimento são, em ambos, da mesma natureza, ainda que Kalecki lhes dê um formato modelístico e teoricamente menos elaborado. Assim, de uma parte, os elementos monetários-financeiros da decisão de investir, relativos ao risco e à liquidez, também estão presentes em Kalecki – esquematicamente, é verdade – através da acumulação interna e do ‘risco crescente’ (...) Da outra parte, o ‘risco crescente’ e a acumulação (prospectiva) de lucros também estão implicitamente presentes em Keynes como fatores que afetam o investimento (...)” (Possas, 1987:145).*

Não entendo compatibilização como a confecção de uma “colcha de retalhos” insinuando que os autores são “varejistas” de idéias. O que se pretende é, com uma interpretação independente - na medida do possível - e muito respeitosa, com as idéias desses grandes pensadores buscar as complementaridades e concordâncias das duas teorias – o que no meu entender é perfeitamente factível. O resultado, pretende-se, é delinear um corpo teórico - mesmo que não fechado - que permita a análise realística de experiências concretas apontando as verdadeiras limitações ao crescimento do investimento destas, diferentemente da proposição atual de necessidade de “poupança prévia”

## Capítulo I

### A LEI DE SAY E SUAS CONSEQÜÊNCIAS

#### *Introdução*

Nossa preocupação neste capítulo será identificar, na Lei de Say, o princípio do elogio - que emerge como uma lei causal - à poupança prévia para a consecução do investimento; ou melhor, como a poupança é por si responsável pelo crescimento da taxa de investimento e que, portanto, quando se diz que "precisamos aumentar nossa poupança interna para que a nação cresça" está-se *identificando* a "decisão" de poupar com a decisão de investir.

A discussão partirá da concepção ou definição da lei - como esta foi apresentada pelo próprio Say e divulgada por seus adeptos, como Ricardo e John Stuart Mill - e na identificação do tipo de economia a que ela poderia se aplicar -, além de explicitar que mecanismos devem ser *pressupostos* para que o equilíbrio entre oferta e demanda *ex post* preconizado por ela possa ser alcançado.

A economia procedente da Lei de Say dar-nos-á o ambiente propício para, num segundo momento, analisarmos a teoria do juro proposta por Fisher, a qual, a nosso ver, toma como pressuposto o funcionamento da lei.

Esse capítulo terá como função na dissertação servir como contraponto para as concepções de economia e de dinâmica econômica, proposta por Kalecki e Keynes, quando estes assumem o Princípio da Demanda Efetiva para analisar as decisões de investir numa economia capitalista.

#### *I A Formulação da Lei de Say*

##### *I.1 Introdução*

No capítulo XV, Os Mercados, de seu Tratado, Say define com precisão aquilo que viria a ser chamado de "Lei de Say":

*“É bom observar que um produto acabado oferece, a partir desse instante, um mercado para outros produtos equivalente a todo o montante de seu valor. Com efeito, quando o último produtor acabou um produto, seu maior desejo é vendê-lo para que o valor desse produto não fique ocioso em suas mãos. Por outro lado, porém, ele tem igual pressa em desfazer-se do dinheiro que sua*

*venda lhe propicia, para que o valor do dinheiro tampouco fique ocioso. Ora, não é possível desfazer-se de seu dinheiro, senão procurando comprar um produto qualquer. Vê-se, portanto, que só o fato da criação de um produto abre, a partir desse mesmo instante, um mercado para outros produtos” (Say, 1983:139).*

Essa passagem nos revela que um produtor fabrica apenas e tão-somente com a intenção de consumir.<sup>5</sup> Mas, para comprar o produto de outro, ele se utiliza de sua própria produção. Então, sua produção deverá ser vendida no mercado e a receita que o produtor obtiver com esta venda ele utilizará para comprar aqueles produtos que julga necessários para si. Surge daqui uma teoria da produção, no qual o motivo de realizá-la é dado pelo desejo de consumo. Daí, a produção será tão grande quanto seja o desejo de consumo do produtor. Isto é, ele produzirá tanto quanto queira comprar de outro produtor. Por essa razão, *a produção gera uma demanda de mesma magnitude.*

Miglioli (1982:16) afirma que a Lei de Say às vezes é interpretada como válida

*“para as economias de produtores simples, isto é, onde cada família seria proprietária de seus meios de produção e trocaria apenas o excedente de bens que ela mesma produz mas não consome”.*

Aplicando-se a lei a uma economia capitalista, com divisão do trabalho vertical, os custos dos fatores produtivos utilizados esgotam a renda ou o valor da produção realizada, de forma que a renda auferida pelos fatores de produção é totalmente gasta na compra dos produtos fabricados pelas firmas<sup>6</sup>. Assim, pode-se afirmar que o sentido de determinação da Lei de Say é da renda para o gasto, i. e., *a renda ou produto determina o gasto, e as variações do mesmo em sua própria extensão.*

Na citação acima, do texto de Say, também está claro o período de tempo que decorre do momento em que se recebe a renda ao momento de gastá-la. Este deve ser instantâneo, para que o dinheiro não se deprecie.

Aqui chegamos ao ponto relativo ao papel do dinheiro nessa economia. Esse é concebido tão-somente como meio facilitador das trocas. Deixemos com Say a honra de apresentar a função do dinheiro.

---

<sup>5</sup> Esse princípio é encampado pela corrente neoclássica “velha”, como Jevons (1996:70): “Só trabalhamos para produzir com o único objetivo de consumir...”.

<sup>6</sup> Isso corresponde ao funcionamento do fluxo circular correntemente visto em livros-texto de microeconomia. Veja-se Koutsoyiannis (1977: cap.14).

*“Ainda que fosse para esconder a soma [de dinheiro] o fim último é sempre comprar alguma coisa com ela. Se não é quem esconde, é seu herdeiro ou alguém em cujas mãos cai a soma por um acidente qualquer: a moeda, com efeito, enquanto moeda, não pode servir para nenhum outro uso” (Say, 1983:138).*

O dinheiro não passa da *“viatura do valor dos produtos”*. O dinheiro entra nesta economia para que os custos de transação em se encontrar um produtor em situação simétrica sejam nulos, ou quase nulos. Dada a passividade - neutralidade - do dinheiro no processo de produção e geração da renda, pode-se, sem problemas, abstrai-lo da troca, e daí chegamos à sentença de que *“produtos são trocados por produtos”*. A neutralização da moeda joga-nos, de fato, para uma economia de trocas diretas.

Numa economia presidida pela Lei de Say, na qual a produção é a única geradora de poder de compra, o crédito é concebido de forma muito limitada, não passando de um empréstimo de unidades produtivas poupadoras - superavitárias - para unidades produtivas perdulárias - deficitárias. Portanto, no nível microeconômico algumas unidades produtivas podem gastar mais que a renda gerada na produção, desde que outras estejam gastando menos do que a renda gerada na produção. Contudo a simetria microeconômica reflete-se no ambiente macroeconômico em igualdade da renda e do poder de compra. O gasto agregado, por definição, não pode superar a renda agregada.

Não decorre do exposto que a Lei de Say por si impeça a superprodução geral (*general glut*), e garanta o pleno emprego. A divisão social do trabalho impõe alguns empecilhos para isso. Ela engendra incertezas quanto ao produto que os demais produtores desejam consumir. Isso pode introduzir diferenças na composição da produção ofertada *vis-à-vis* à demandada. Faz-se necessário a adoção de hipóteses adicionais sobre o funcionamento desta economia e o seu processo de ajuste ao equilíbrio.<sup>7</sup>

Pode-se mesmo conceber que um produtor ao terminar seu produto e colocá-lo à venda, não consiga vender sua mercadoria, devido a defasagens entre a composição da oferta e da demanda, levando à frustração da renda esperada no momento da produção da mercadoria. Isso pode provocar mudanças na composição da demanda de forma não previsível.<sup>8</sup> Esse processo, gerando *hysteresis* poderia levar finalmente ao *general glut*.

---

<sup>7</sup> Pode-se chegar a limites de abstrair-se a divisão do trabalho, como é o caso da "Economia de Robinson Crusoe" que geralmente aparece em autores neoclássicos "velhos" (ver Böhn-Bawerck, 1986) e "novos" (ver Plosser, 1989).

<sup>8</sup> Ver Macedo e Silva (1995:33).

Daí, para se evitar que o sistema entre em crises de superprodução faz-se necessário supor que haja: livre mobilidade dos fatores; preços flexíveis - inclusive da força de trabalho; pleno conhecimento do mercado, isto é, que impere a concorrência perfeita. Chamemos, novamente, a sapiência de Say.

*“Minha resposta [à superprodução] é que mercadorias que não se vendem ou que se vendem com perda ultrapassam a soma das necessidades que delas se tem, seja porque foram produzidas em quantidades excessivas, seja porque outras produções decaíram” (Say, 1983:140).*

Observe, leitor, as posições simétricas estabelecidas pelo autor. A produção excessiva, de um lado, tem uma escassez de produção, de outro. O sistema está utilizando sub-otimamente seus recursos produtivos. Se for concedido ao sistema seu pleno funcionamento, os recursos serão transferidos dos setores onde o uso dos fatores se mostrou excessivo para aqueles em que este uso se mostrou insuficiente. O sistema de preços é o sinalizador - parâmetro - dessas simetrias e transferências.

*“Pode-se observar que as épocas em que certos gêneros não se vendem bem são exatamente aquelas em que outros gêneros sobem a preços excessivos; ora, como esses preços elevados seriam motivo para favorecer sua produção, é preciso que causas maiores ou violentas, (...) mantenham por força essa penúria, de um lado, que causa uma obstrução, do outro” (Say, 1983:140).*

Entretanto, para que o equilíbrio seja alcançado, deve-se supor a espontaneidade e a rapidez no processo de ajustamento, de forma que novos distúrbios não gerem um processo cumulativo de desvios ao equilíbrio. Aliadas, Lei de Say, concorrência perfeita e ajuste rápido e eficaz nos garantem que não haverá superprodução geral (*general glut*).

Até aqui nada nos garante que todos os recursos serão plenamente utilizados pelos produtores proprietários dos mesmos. O limite ao uso dos recursos é dado pelo objetivo de consumo do produtor. Para que seja garantido o pleno uso dos recursos produtivos, deve-se adicionar a hipótese de que a demanda seja ilimitada. Isto é, que o desejo de consumir seja insaciável. Desse modo, sabe-se que o produtor fabrica para satisfazer suas necessidades de consumo, seja consumindo sua própria mercadoria, seja trocando seu excedente de consumo por outras mercadorias. Sendo seu desejo de consumo ilimitado, todos os recursos produtivos ao seu dispor serão plenamente utilizados, sendo alocados nos setores em que o sistema de preços mostrar ser mais lucrativo.

## 1.2 A Poupança Prévia como Única Fonte para Financiar o Investimento

A Lei de Say traz inúmeras conseqüências para várias questões em Teoria Econômica.<sup>9</sup> Vimos rapidamente no tópico anterior todas as hipóteses necessárias para que a economia utilize todos os seus recursos e não produza em excesso. Chegamos, com essas hipóteses, a uma economia de "Robinson Crusoe"– isto é, que prescindida da divisão social do trabalho e do dinheiro exercendo todas as suas funções -, que pretensamente pode ser aplicada a uma economia capitalista. Por agora, interessar-nos-emos diretamente pelas decisões de investir.

Quando o produtor produz e vende sua produção, auferindo sua renda, ele passa a enfrentar um novo problema de decisão. Ele deve decidir quanto consumir improdutivamente e quanto será poupado para sua reprodução futura. Poupar é a garantia de reprodução no tempo do sistema econômico.

Para Say é excedente toda a parte do valor produzido que não foi consumido e será transformado em acréscimo de capital.

*“É essencial observar que, de uma maneira ou de outra, quer se gaste improdutivamente uma poupança, quer se gaste produtivamente, ela sempre é gasta e consumida. Isso destrói uma opinião falsa, embora disseminada com muita freqüência, segundo a qual a poupança prejudica o consumo. Toda poupança, desde que se torne objeto de um investimento, não diminui em nada o consumo; ao contrário, ela dá lugar a um consumo que se reproduz e se renova perpetuamente, ao passo que um consumo improdutivo não se repete” (Say, 1983:116).*

E, de forma mais incisiva e clara:

*“Ora, visto que os produtores, ao mesmo tempo que criam valores, são obrigados a consumi-los e jamais podem acumular, isto é, empregar produtivamente, a não ser a porção dos valores produzidos que exceda suas necessidades; é o montante desse excedente que constitui o enriquecimento dos particulares e das sociedades. Um país avança tanto mais rapidamente para a prosperidade quanto a cada ano nele existam mais valores poupados e empregados reprodutivamente” (Say, 1983:118, grifo meu).*

Aí está precisamente o lado da oferta de capital - aqui pelo menos ele tem um sentido físico - que deve ser contraposto pelo lado da demanda de capital, ou seja, os

---

<sup>9</sup> Uma série delas é discutida tanto em Miglioli (1995) quanto em Possas (1987).

empresários que empreenderão um negócio. Daqui, oferta e procura de capital físico, sai a determinação da taxa de juro na visão neoclássica.

Ora, a partir do que foi dito, chega-se à conclusão de que todos os recursos estarão em atividade ou não haverá recursos ociosos na economia, uma vez que tudo o que é produzido será consumido - produtiva ou improdutivamente - , pois dessa forma será racional o produtor que utilizar toda sua capacidade produtiva. Além disso, como Say supõe concorrência perfeita e plena mobilidade dos fatores produtivos, se um setor apresentar-se mais lucrativo os produtores de outros setores, cujos recursos estejam ociosos, imediatamente transferirão seus recursos para o mesmo, o mais lucrativo.

Em resumo, a Lei de Say não representa apenas a constatação - óbvia, necessária e *ex post* - da igualdade entre receita e despesa<sup>10</sup>, nela está contido *um sentido de determinação* da renda para o gasto que, aliado à hipótese de concorrência perfeita, força a economia ao equilíbrio, assim como relações de causalidade - como a da poupança para o investimento - que por serem irrealistas impedem uma compreensão mais próxima de nosso objeto tão complexo: as decisões de investir capitalistas.

Assim, a economia se limita a um sistema de produção no qual a moeda não exerce todas as suas funções ficando limitada a ser meio de troca; a riqueza é entendida apenas num sentido *real* - às vezes de apenas um produto, que tanto serve ao consumo quanto ao investimento - em que ou é consumida ou poupada, e ao poupar-se necessariamente investe-se - ou pelo próprio que poupou ou por um terceiro que pagará juros pelo empréstimo - garantindo um consumo maior no futuro.

No próximo item se discutirá a teoria do juro que emerge da Lei de Say. Será utilizado como referencial "A Teoria do Juro" de Irving Fisher, que estabelece o equilíbrio acima descrito para o mercado de capitais. O que pretendo com esta discussão, é reter os conceitos que, até hoje, são utilizados para a determinação da taxa de investimento. Os resultados alcançados serão o ponto de partida para as discussões posteriores das decisões em Kalecki e Keynes.

## *II A Teoria Neoclássica do Investimento a partir da Recuperação da Teoria do Juro de Irving Fisher*

### *II.1 Introdução*

---

<sup>10</sup> Tapinos é defensor desta interpretação - ver prefácio a Say (1983).

No tópico precedente descrevemos a Lei de Say e suas implicações teóricas. Neste momento, aprofundaremos a análise da relação entre poupança e investimento (financiamento e empréstimo) dentro da vertente convencional, tendo como subproduto<sup>11</sup> a taxa de juro.

Todos os autores que, implícita ou explicitamente, aceitaram a Lei de Say formularam sua teoria do investimento como dependente da decisão de poupança (renda/produto menos consumo) da sociedade<sup>12</sup>. Como qualquer teoria de preços neoclássica, o entrelaço da oferta e demanda por empréstimo resulta numa determinada taxa de juro. Por outro lado, a taxa de poupança e a demanda por empréstimo dependem da taxa de juro do mercado. Essa seria, em essência, a teoria neoclássica da taxa de juro.

Um dos primeiros teóricos da vertente neoclássica a se dedicar a esse tema foi Irving Fisher. Ao analisar a taxa de juro ele estabelece definições e conceitos que até hoje são as bases sobre as quais se assenta a teoria neoclássica do investimento<sup>13</sup>. Portanto, uma das razões pelas quais tomo como fonte para a análise da teoria do investimento neoclássico a obra de Fisher é seu pioneirismo neste campo. Uma segunda razão, talvez mais forte e surpreendente, é a antecipação de muitas das conclusões a que chegou Keynes, particularmente quando Fisher introduz a incerteza em sua análise - mesmo mantendo a Lei de Say. A simples introdução da incerteza derruba qualquer noção de maximização e, portanto, de equilíbrio - pelo menos em seu sentido tradicional. Mesmo que inconscientemente, a meu ver, Fisher rompe com a abordagem neoclássica em seus princípios metodológicos (“o modo de pensar euclídeano/cartesiano”)<sup>14</sup>, pois quando ele entroniza a incerteza o “mundo imaginário” que construiu com relações matemáticas não pode mais ser verificado, dando lugar a um “mundo real” não-ergódico, no qual as relações matemáticas e o agente maximizador se dissipam.

Fisher apresenta sua teoria do juro através de três aproximações. As duas primeiras não incluem a incerteza, por isso considero-as como a teoria neoclássica

---

<sup>11</sup> Na verdade, a afirmação acima não é totalmente verdadeira. Pois, como veremos, não há um sentido de determinação entre poupança, investimento, taxa de juro. Isto é, dentro da razão neoclássica, poderíamos afirmar que uma determinada taxa de poupança/investimento é subproduto de uma dada taxa de juro. O problema é resolvido, segundo a vertente neoclássica, por meio de equações simultâneas.

<sup>12</sup> “Se quisermos que seja possível um aumento do capital, evidentemente é preciso subtrair ao consumo no presente uma cota ainda maior de forças produtivas disponíveis no período corrente, sendo que essa cota deve ser destinada a servir o futuro” (Böhm-Bawerk, 1986:132).

<sup>13</sup> A referência é Jorgenson (1969).

<sup>14</sup> Dow (1991:17-25).

moderna com a diferença de não ter os desenvolvimentos matemáticos permitidos pela programação dinâmica que habitam os textos neoclássicos mais recentes<sup>15</sup>. Nestas duas primeiras aproximações, todos os preceitos neoclássicos de comportamento racional maximizante, de atomismo e equilíbrio, são assumidos pelo autor.

A terceira aproximação é a que Fisher considera mais realista, na medida em que introduz a incerteza - em relação ao valor do dinheiro numa data futura, o que denominou de "ilusão monetária"<sup>16</sup> - na análise. A introdução da incerteza impede a precisão da formulação matemática<sup>17</sup>, só realizável, segundo Fisher, no ambiente "imaginário" das duas primeiras aproximações.

Para os propósitos deste trabalho, a apresentação da teoria do juro de Irving Fisher estará condicionada aos seguintes objetivos:

- 1) Mostrar os determinantes da poupança - o autor usa o termo impaciência humana para gastar -, e do investimento - denominada de oportunidades de investir;
- 2) Diferenciar as duas primeiras aproximações da terceira; sendo as primeiras entendidas como a teoria aceita pela escola neoclássica, e a terceira, ao introduzir a incerteza, aproxima-se da formulação de Keynes, salvo sua limitação a uma economia onde preside a Lei de Say.

Assim, a apresentação será subdividida em: a) uma discussão dos determinantes da poupança, ou impaciência humana de gastar; b) os princípios que controlam a oportunidade de investir; e c) as interferências na "precisão" da teoria com a introdução da incerteza.

## II.2 Três definições de Renda

O elemento básico sobre o qual o agente toma decisões é a renda. Esta é definida como "uma série de eventos"<sup>18</sup>. Essa série de eventos é sentida subjetivamente pelos agentes. São "as experiências psíquicas da mente individual"<sup>19</sup>, as quais Fisher

<sup>15</sup> Ver Jorgenson (1969) e Barro e Sala-i-Martin (1995).

<sup>16</sup> "Podemos dizer que o sistema de equações que foi usado *poderia determinar* completamente a taxa de juro se não fossem os fatores de interferência(...)", "a única influência perturbadora de importância transcendente é a de um padrão monetário instável, e, (...), mesmo isso só faria uma diferença nominal nos resultados se não fosse pela 'ilusão monetária'" (Fisher, 1930:198).

<sup>17</sup> "Tentar formular matematicamente de qualquer maneira completa e útil as leis que determinam a taxa de juro sob a influência da probabilidade seria a mesma coisa que a tentativa de expressar completamente as leis que determinam a trajetória de um projétil, quando afetado por casuais rajadas de vento" (Fisher, 1930:195).

<sup>18</sup> Fisher (1930:13)

<sup>19</sup> *idem, ibidem.*

denomina renda-prazer (para ele a essência da atividade econômica)<sup>20</sup>. Para efeitos de medição e teorização, a renda-prazer, por não ser mensurável, deve dar lugar à renda real, que consiste “*naqueles eventos finais no mundo externo que nos proporcionam prazeres internos*”.<sup>21</sup> Para Fisher, uma aproximação bastante aceitável da renda-prazer.

Mas, o que os indivíduos recebem de fato é a renda monetária, que pode ser maior que a renda real (ou o que foi comprado para consumo ou realização da renda-prazer), resultando em formação de poupança. Se ocorrer o contrário, isto é, a renda monetária for menor do que a renda real, haverá neste caso uma tomada de empréstimo. Em termos globais a renda monetária é igual à renda real, a menos que haja uma mudança no valor do padrão monetário.<sup>22</sup>

De todo modo, para sermos fiéis à tradição neoclássica, e como faz o próprio Fisher, o valor do padrão monetário variará na mesma proporção da renda real da economia, isto é, não devemos nos preocupar com variações da renda monetária.<sup>23</sup> Por isso, passamos a designar a renda real como renda simplesmente. Ademais, a renda tratada por Fisher são os “eventos futuros”. Ou seja, diz respeito à definição de qual fluxo de renda prospectivo (consumo descontado a uma determinada taxa de juro) o agente seleciona para si próprio, dada uma lista de alternativas.

A taxa de juro será, então, “*um prêmio percentual sobre bens presentes em relação aos bens futuros do mesmo tipo*”<sup>24</sup> ou é a diferença entre a quantidade de bens recebida no futuro menos a quantidade de bens deixada de consumir hoje, divididas pela

---

<sup>20</sup> A meu juízo, isto mostra sua adesão a uma economia de produtores de bens para uso pessoal e não para troca, na medida em que não está se referindo à renda como o recebimento de um montante de dinheiro pela venda de uma mercadoria. A definição refere-se à relação do indivíduo com o objeto, portanto, fora de uma economia de mercado.

<sup>21</sup> Fisher (1930:14).

<sup>22</sup> A variação dos preços e de seu nível é determinado em Fisher pela Teoria Quantitativa da Moeda. A não previsibilidade de um aumento da oferta monetária - portanto, da inflação - levaria a uma redução da taxa de juros reais e, por consequência, melhora das condições para os devedores. Por outro lado, “a influência de tais mudanças [valorizações ou desvalorizações] no poder de compra do dinheiro, sobre a taxa monetária de juro, será diferente, dependendo da mudança ter sido ou não *prevista*. Se não é claramente prevista, uma mudança no poder de compra do dinheiro não afetará muito, de início, a taxa de juro expressa em termos de dinheiro. Em lugar disso, se a mudança é na direção da valorização, prejudicará o devedor, porque reembolsar o principal da sua dívida custar-lhe-á mais bens do que nem ele ou seu credor anteciparam(...)” (Fisher, 1930:31-2). Esse é o processo conhecido como deflação dos ativos, o qual mostraria as relações dos mercados monetários e reais para Fisher. Para uma discussão detalhada da ilusão monetária ver Earp (1994); para a discussão sobre deflação dos ativos ver Wolfson (1996).

<sup>23</sup> Adio a discussão dos efeitos das mudanças no valor da moeda para o momento em que apresentar a discordância de Keynes em relação aos referidos efeitos estabelecidos por Fisher. Tornar-se-á mais clara a discordância, assim entendo, quando apresentar o conceito fisheriano de taxa de retorno sobre os custos.

<sup>24</sup> Fisher (1930:31). Isso significa que a demanda futura de um bem particular já está, hoje, definida. Isto é, o investidor sabe, hoje, qual a quantidade e o tipo de bem que lhe será demandado numa data futura

quantidade de bens deixada de consumir hoje. É neste ponto que chegamos ao primeiro fator fundamental da taxa de juro. Esse fator é denominado por Fisher de Preferência Temporal ou Impaciência Humana.

### *II.3 Preferência Temporal ou Impaciência Humana de Gastar: os princípios que regulam a poupança*

A teoria do juro de Fisher é composta por dois elementos. Um é objetivo, denominado de oportunidades de investimento. O segundo é subjetivo, a taxa de preferência temporal, será objeto de nossa discussão a seguir. A preferência temporal é formulada no contexto de uma economia sem produção.

A preferência temporal é o elemento que define a escolha de renda presente e futura do indivíduo. O indivíduo tem a renda presente e o fluxo de rendas futuras é certo. Quanto menos da renda presente ele consumir, mais ele acresce à renda futura. Ou seja, é um conceito de transferência de renda de hoje para uma data futura determinada. Desta forma, a preferência temporal é

*“o excedente (porcentagem) da utilidade marginal presente de uma unidade a mais de bens presentes sobre a utilidade marginal presente de uma unidade a mais de bens futuros”<sup>25</sup> (Fisher, 1930:47).*

Não me parece errado afirmar que se trata de um conceito de substitutibilidade, mesmo que ao invés de nos referirmos a fatores substitutos num mesmo instante (como ocorre na teoria neoclássica estática) tratemos da preferência de um mesmo bem em instantes diferentes. Ademais, não podemos esquecer que mesmo a substitutibilidade entre capital e trabalho – os fatores produtivos – deve ser levada em conta para a definição da renda dos fatores.

Então, o que determina a taxa de poupança (investimento), ou o que determina o grau de impaciência, sabendo-se que quanto maior for a impaciência maior o gasto corrente, ou maior a preferência pela renda presente à renda futura?

---

determinada. Por exemplo, se poupou em trigo hoje, sabe que o fez para consumir mais trigo numa data futura determinada, sendo a quantidade multiplicada pelos juros de todo o período.

<sup>25</sup> Certamente esse conceito pode ser encontrado em muitos textos neoclássicos contemporâneos, sendo a preferência temporal, nestes casos, resultante das expectativas racionais formuladas pelos agentes maximizadores.

A resposta recai sobre dois elementos: a) as características do fluxo de renda, estas dizendo respeito à sua dimensão, ao perfil temporal, à composição e à incerteza; e b) razões de ordem pessoal.<sup>26</sup>

Em relação à dimensão, quanto menor a renda maior a impaciência em gastá-la, obviamente devido às necessidades prementes do indivíduo, julgadas por Fisher como racionais. Enquanto, por outro lado, haveria um componente de irracionalidade, pois “impedem” o indivíduo de perceber suas necessidades futuras.

Então, de modo geral

*“pode-se dizer que, em iguais circunstâncias, quanto menor a renda, maior a preferência pela renda presente sobre a futura; isto é, maior a impaciência para adquirir a renda [consumir] o mais cedo possível” (Fisher, 1930: 53).*

O perfil temporal teria efeitos conjuntos com a dimensão sobre a impaciência de gastar. Haveria uma tendência em tornar o perfil temporal constante ou mais suavizado, na medida em que, se a renda apresenta-se crescente, o indivíduo tende a tornar-se mais impaciente, i. e., preferir mais renda presente sobre renda futura. Enquanto que, se o fluxo de renda apresenta-se decrescente, isto é, a renda presente é relativamente mais abundante que a renda futura, o indivíduo tende a ser mais paciente poupando mais para adicionar à renda futura.<sup>27</sup>

Sobre a impaciência de gastar ainda influiria o risco ou a incerteza quanto à renda futura. Se essa fosse muito incerta, enquanto a renda presente e/ou futura imediata pudesse ser tranqüilamente assegurada, haveria uma diminuição da impaciência (o que elevaria a poupança) em prol de se garantir uma renda futura.

Em suma, o fluxo de renda e suas características de dimensão, de perfil temporal e de risco, seriam os fatores objetivos que determinam a impaciência humana em gastar ou sua preferência (inter)temporal.

Fisher arrola ainda fatores pessoais na determinação dessa impaciência. Neste sentido, a meu juízo, Fisher consegue escapar de hipóteses irrealistas como a de “agente representativo”. Enquanto os fatores objetivos acima listados podem ter efeitos iguais, os fatores subjetivos (pessoais) garantem a heterogeneidade do comportamento do agente que, de resto, aproxima-se muito mais do mundo real. Por outro lado, falta à sua

---

<sup>26</sup> Temos aqui uma formulação certamente aceita por Keynes, como pode ser visto no Cap. 8 de sua Teoria Geral, mas que não resulta em fator que determine a taxa de juro ou em fundos para investimentos.

<sup>27</sup> Essa idéia foi desenvolvida por Friedman e Modigliani através das Teorias da Renda Permanente e do Ciclo da Vida.

teoria uma explicação de como agentes heterogêneos se comportam de modo simétrico de forma a resultar em um equilíbrio no mercado.

Assim são listados a previsão, o autocontrole, os hábitos, a expectativa de vida, o interesse pela vida alheia – como de familiares dependentes - e a moda, como fatores pessoais que determinam a impaciência por gastar. Obviamente, quanto maior o autocontrole, a expectativa de vida, o interesse pela vida alheia e melhor previsão, tanto maior será a paciência ou a poupança - ou ainda, preferência pela renda futura sobre a presente.

Ou seja, com um maior respeito à complexidade do objeto, Fisher consegue chegar às mesmas relações que um teórico neoclássico chega hoje, com menos formalização.

Por esses critérios, da natureza do fluxo de renda e da natureza pessoal, cada indivíduo teria sua própria taxa de impaciência. O mercado de empréstimos é o elo entre os indivíduos de elevada e baixa impaciências. É na relação entre ofertantes e demandantes de empréstimo que as taxas de impaciência marginais se igualam.

Sobre o mercado de empréstimos supõe-se que este opere em concorrência perfeita, isto é, para o prestador ou o tomador individual a taxa de juro é dada. Tendo essa taxa de juro como parâmetro, os indivíduos ajustam suas taxas de impaciência. Se maiores que a taxa de juro vigente no mercado tornam-se tomadores de empréstimos, em um processo que vai crescendo à renda presente até que suas taxas de impaciência se igualem à taxa de juros do mercado. Se menores que a taxa de juro vigente no mercado tornar-se-ão prestadores, em um processo oposto ao anterior.

Numa suposta taxa de juro inicialmente dada, se fluem ao mercado mais demandantes do que ofertantes de empréstimo, aquela taxa de juro inicialmente suposta não será de equilíbrio e terá de ser elevada.

A igualação da taxa de juros do mercado com a impaciência marginal, através da cessão ou tomada de empréstimos, corresponde ao princípio da maximização da utilidade. Pois, se um indivíduo tem uma taxa marginal de preferência temporal maior que a do mercado, isto é, se ele está disposto a sacrificar mais de sua renda futura do que o mercado está exigindo, como agente racional, este indivíduo preferirá tomar empréstimo do mercado e sacrificar menos de sua renda futura do que estava disposto, até que sua taxa marginal de preferência temporal iguale-se à taxa de juros do mercado.

Devemos lembrar que Fisher é um adepto da Lei de Say e, portanto, o crédito é tratado de forma muito simples. Ou seja, crédito ou empréstimo corresponde à cessão de

produto/renda a um segundo indivíduo mediante a garantia deste de que devolverá o principal do empréstimo mais juros depois de decorrido algum tempo. Em termos individuais, o gasto não está limitado pela renda do indivíduo. Mas, em termos globais, o empréstimo em si não representa acréscimo ao poder de compra. Esse continua o mesmo de antes, apenas mudou de mãos. Isto é, como renda aqui é uma definição *ex ante* não pode variar pelo simples fato de parte dela ser emprestada a alguém. A renda é um montante dado e imutável.

A renda/produto só pode aumentar com a produção. Certamente, um indivíduo pode tomar empréstimo para aumentar seu consumo corrente, mas para que possa haver acréscimo à renda os recursos devem ser empregados produtivamente.

Isso nos remete à segunda aproximação de Fisher à teoria do juro, na qual ele acrescenta os princípios da oportunidade de investir, isto é, os fatores que regulam as modificações dos fluxos de renda futuros e a demanda por poupanças.

#### *II.4 As Oportunidades de Investir como Determinantes da Demanda por Poupança*

A partir de sua renda disponível, os indivíduos tomam suas decisões de gastar ou esperar segundo os princípios da impaciência humana discutidos antes. O esperar diz respeito ao fluxo de renda futura. O indivíduo, tendo perfeita previsão do fluxo de renda futura, terá de escolher entre os muitos fluxos opcionais, de forma que, sendo ele racional, escolherá aquele de máximo valor presente.

Além disso, escolhe entre perfis temporais diferentes, com mesmo valor presente, fazendo trocas entre renda presente e futura através de cessão ou tomada de empréstimos.

Portanto, a oportunidade de investir diz respeito à escolha dos possíveis usos do capital. A taxa de juro entra aqui como determinante do valor presente máximo, tendo em vista que uma taxa alta tende a favorecer investimentos com retornos de curto prazo, e uma taxa baixa favorece investimentos a longo prazo.

Assim,

*“Uma mudança nessa taxa pode deslocar o valor presente máximo para alguma outra opção, ou fluxo de renda alternativo, e esse deslocamento tem um efeito sobre a taxa de juro” (Fisher, 1930:92).*

Fisher estabelece a taxa marginal de retorno sobre o custo como o critério pelo qual o indivíduo escolhe as opções de fluxo de renda a seu dispor. O custo é o de perder o fluxo de renda associado à alternativa que foi preterida, e o retorno diz respeito ao fluxo de renda ganho com a alternativa escolhida<sup>28</sup>, determinado pelas respectivas produtividades marginais dos diferentes capitais.<sup>29</sup> A taxa de retorno sobre o custo é a taxa de desconto (ou juros) hipotética que iguala os valores presentes dos retornos e dos custos de opções alternativas.<sup>30</sup> A opção escolhida será aquela que apresentar maior taxa de retorno sobre o custo.

*“Entre todas as possíveis opções abertas a uma pessoa, uma em especial é escolhida, cuja comparação com qualquer outra opção garante uma taxa de retorno sobre o custo igual ou maior do que a taxa de juro”* (Fisher,1930:102).

A igualdade com a taxa de juro deve ser estabelecida - pois se não fosse assim seria melhor emprestar os recursos e auferir a taxa de juro do mercado -, caso a taxa de retorno sobre o custo seja menor que a taxa de juro do mercado. A diferença entre a taxa de retorno sobre o custo e a taxa de juro levaria à substitutibilidade entre opções até que aquelas se tornem iguais.

O princípio é marginal, uma vez que segue a lei dos retornos decrescentes<sup>31</sup>. Na medida em que se vai crescendo recursos em uma opção (sempre produtiva) os retornos associados a essa opção tendem a cair. Por isso, o fator oportunidade de investir é identificado por Fisher como objetivo, isto é, está relacionado à produtividade marginal técnica de cada investimento.<sup>32</sup>

*“A taxa de retorno sobre o custo, comparada com a taxa de juro do mercado, é o nosso guia para sabermos até onde ir na série. Então, alcançamos a taxa marginal de retorno sobre o custo”* (Fisher,1930:103).

Falta sabermos como é que se determina a taxa de juros do mercado. Por fim, chegamos à conclusão tradicional da economia neoclássica. A taxa de poupança, determinada pela impaciência em gastar renda, será igualada no mercado pela taxa de investimento, determinada objetivamente pela taxa marginal de retorno sobre o custo.

---

<sup>28</sup> Fisher (1930:101).

<sup>29</sup> *idem*, p. 111.

<sup>30</sup> *Ibidem*, p.100.

<sup>31</sup> *Ibidem*, p. 102.

<sup>32</sup> *Ibidem*, p. 111.

Esse equilíbrio entre demanda e oferta de poupanças resulta na taxa de juros do mercado.

Devo fazer algumas considerações críticas antes de entrar na terceira aproximação à teoria do juro proposta por Fisher. A formulação fisheriana tal como foi aqui apresentada está sujeita a todas as críticas endereçadas aos princípios de racionalidade e equilíbrio feitas à economia neoclássica.

O agente fisheriano é racional maximizador, tomando decisões numa economia sem moeda ou onde esta é neutra, sem incerteza e sem interdependência entre os agentes; na qual cada um toma suas decisões a partir dos preços dados pelo mercado, desconsiderando as ações dos concorrentes. Certamente são hipóteses que não respeitam as características mais evidentes da economia capitalista<sup>33</sup>.

O axioma da racionalidade do agente, ou seja, maximização, e o ótimo Paretiano, isto é, nenhum indivíduo pode melhorar de situação sem piorar a de um outro, só podem ser alcançados mediante hipóteses de simultaneidade na solução de equações, cujas variáveis deveriam ser independentes e, ao contrário, tornam-se interdependentes. Como vimos, na determinação da taxa de juro os indivíduos fazem suas distribuições de renda presente e futura de acordo com sua preferência temporal e as oportunidades de investir. Do ponto de vista individual isto é o que determina a taxa de impaciência em gastar e a taxa marginal de retorno sobre o custo. A cessão e a tomada de empréstimos no mercado de capitais igualariam essas taxas até que se determinasse a taxa de juro do mercado. Entretanto, como foi visto, para se determinar a taxa de impaciência e a taxa marginal de retorno sobre o custo deve-se conhecer o fluxo de renda futuro associado àquela opção. E, para conhecer-se o fluxo de renda, deve-se, antes, saber, a taxa de juros do mercado.

*“Para o indivíduo, a taxa de juro determina o grau de impaciência, para a sociedade, os graus de impaciência do conjunto de indivíduos determinam ou ajudam a determinar a taxa de juro” (Fisher, 1930: 79).*

Assim, o que deveria estar sendo “explicado”, a taxa de juro, com variáveis “independentes”, só o pode ser através de equações simultâneas, pois as variáveis “independentes” também dependem da variável dependente.<sup>34</sup>

---

<sup>33</sup> Na discussão sobre demanda efetiva trataremos dessas características mais essenciais.

<sup>34</sup> A corrente neoclássica não se rende a esses problemas. Ela os “resolve” ou pelo processo de *tatónnement* de Walras, ou pela mão invisível de Smith, ou pelas expectativas racionais de Lucas. Contudo, sempre está pressupondo o que deveria explicar: o equilíbrio.

À primeira vista, essa taxa de retorno sobre o custo assemelha-se ao conceito de eficiência marginal do capital de Keynes. Le Roy (1983, cf. Dimand, 1995: 257) afirma que a eficiência marginal do capital difere da taxa de retorno sobre o custo uma vez que ela é a taxa de desconto que iguala os rendimentos futuros e o preço de oferta de um ativo de capital, enquanto a segunda é a taxa de desconto que iguala os rendimentos futuros ao preço de demanda do ativo de capital. Desse ponto surgiria a confusão de Fisher quanto aos efeitos de uma inflação esperada recair-se preferivelmente sobre a taxa de juro do que sobre a eficiência marginal do capital. O próprio Keynes assim entende<sup>35</sup>, e sua crítica a Fisher recai sobre os efeitos de uma mudança do valor da moeda. Para Keynes, a maior confusão existente sobre o conceito de eficiência marginal do capital é que este diz respeito aos rendimentos previstos e não aos correntes.<sup>36</sup> O equívoco de Fisher seria, segundo Keynes, ter suposto que o efeito de uma desvalorização da moeda atuaria sobre a taxa de juro e não sobre a eficiência marginal do capital.<sup>37</sup> Dessa forma, uma mudança no valor da moeda que fosse prevista levaria os preços das mercadorias existentes a ajustarem-se imediatamente, de forma que a eficiência marginal se igualasse à taxa de preferência pela liquidez, ao passo que se não fosse prevista, efeito algum teria sobre os negócios.<sup>38</sup> Para Keynes o efeito relevante se dá sobre a eficiência marginal do capital no sentido de elevá-la, pois os preços dos bens que serão produzidos serão maiores.<sup>39</sup>

Não obstante à acertada crítica de Keynes, devo fazer algumas considerações por discordar da identidade mesma dos conceitos.<sup>40</sup> Em primeiro lugar, no conceito de taxa de retorno sobre o custo, Fisher descarta nesse “custo” qualquer idéia de “custo de produção”. Isto é, o custo a que Fisher se refere não diz respeito à transferência de valor dos insumos e da mão-de-obra ao preço final do produto. Como veremos adiante, Keynes incorpora tanto o sentido fisheriano de custo (que se encaixa mais como “custo de oportunidade”), quanto o sentido de custo de produção, mesmo que neste último tenhamos que nos referir a custos de produção esperados. Em segundo lugar, e mais fundamentalmente, o conceito de taxa de retorno sobre o custo de Fisher está

---

<sup>35</sup> “Embora não lhe chame ‘eficiência marginal do capital’, o Professor Irving Fisher deu, na *sua Theory of Interest* (1930), uma definição daquilo que denomina ‘a taxa de renda, em relação ao custo’, idêntica à nossa”. Keynes (1964:139).

<sup>36</sup> *Idem*, p.140.

<sup>37</sup> *Ibid.*, p.141.

<sup>38</sup> *Ibid.*, p.141; ver nota 16 deste capítulo.

<sup>39</sup> *Ibid.*, pp. 141-42.

<sup>40</sup> Não quero ser mais realista do que o rei, contudo, como já mencionei, busco uma interpretação livre à luz do Princípio da Demanda Efetiva.

intimamente ligado à produtividade marginal do capital, isto é, um conceito físico, enquanto que a eficiência marginal em Keynes diz respeito às previsões de demanda futura em termos monetários. Assim, em Fisher a taxa de retorno sobre o custo é sabida hoje com certeza, uma vez que se sabe a demanda futura através da renda/consumo postergada (a taxa de preferência no tempo). Neste sentido Fisher não abandona sua filiação à Lei de Say, antes, a lança no formato neoclássico. Melhor explicando, utiliza o método de otimização marginalista intertemporal, no qual a incerteza não tem lugar.

Em Keynes a incerteza prevalece de modo que não haja motivos para se esperar elevações na demanda futura devido a postergações de consumo corrente. Antes, pelo contrário, como esta é feita, preferivelmente em moeda, pode ter efeitos depressivos sobre as expectativas dos agentes se isto sinalizar um aumento da preferência pela liquidez.

Em terceiro lugar, e relacionado ao anterior, a taxa de desconto em Fisher se confunde com a taxa de juro real do mercado, levando o autor a um raciocínio circular de determinação da mesma, enquanto em Keynes a eficiência marginal do capital e a taxa de juros, apesar de deverem igualar-se, são determinadas em mercados distintos.

### 11.5 *Consideração da Incerteza na Teoria do Juro de Fisher*

Nas duas primeiras aproximações, Fisher foi capaz de elaborar uma teoria do juro de forma precisa. Mas, segundo ele, essas aproximações são irrealistas por desconsiderarem a incerteza. A conclusão a que chega com a introdução da incerteza é de que se deve abandonar a idéia de uma única taxa de juro.<sup>41</sup>

O abandono de uma única taxa de juro decorre do fato de existirem diferentes taxas de risco associadas a cada opção de fluxo de renda.

*“A taxa de juro deixa de ser o montante ideal, imaginário e de valor fixo até agora considerado e assume a infinidade de formas que encontramos nas transações econômicas reais” (Fisher, 1930:130).*

Ao embaçar a previsão dos eventos futuros, a incerteza traz consigo a “preferência pela liquidez” (o termo é de Keynes, não de Fisher). O fato de o dinheiro estar “*sempre*

---

<sup>41</sup> Isto é, uma solução determinística e antecipada pelos agentes, que serve à maximização e ao equilíbrio.

*pronto, ou quase pronto, para ser usado quando necessário, (...), substitui parte do juro*".<sup>42</sup>

A meu ver, o que ocorre nesta terceira aproximação é o "abandono", por parte do autor, dos princípios axiomáticos e metodológicos<sup>43</sup> neoclássicos, mesmo que ele próprio não explicita isso. Não por acaso a teoria de Fisher aproxima-se, neste ponto, da de Keynes. Creio que Fisher se aproxima ainda mais de Keynes quando considera as limitações sobre empréstimos. Essas são determinadas pelas "garantias" que o indivíduo pode dar ao prestatário pelo empréstimo.

*"Não será possível a um indivíduo modificar seu fluxo de renda de acordo com sua vontade, (...), sua possibilidade de modificação será limitada pelo temor do tomador de empréstimo de não poder reembolsá-lo, e o temor ainda maior do empregador de não ser reembolsado"* (Fisher, 1930:131).

Essas contingências, impostas pela incerteza em saber o valor do padrão monetário, impediriam (como em Keynes!) os indivíduos de modificarem seu fluxo de renda para maximizar seu valor presente. Ele não poderá igualar sua

*"taxa de preferência de renda presente sobre a futura à taxa, ou taxas, de juro predominantes no mercado; e por razões similares pode não conseguir equiparar a taxa de retorno sobre o custo a qualquer taxa de juro"* (Fisher, 1930:132).

A incerteza parece embaraçar, ainda, a função do dinheiro nas duas aproximações anteriores como mero meio de troca. *"Em outras palavras, em um mundo de acasos e súbitas mudanças, a capacidade de venda rápida, ou liquidez, é uma grande vantagem"*.<sup>44</sup>

Sendo o dinheiro

*"a mais vendável de todas as propriedades a "conveniência" em poder dele dispor com certeza para qualquer troca, sem qualquer preparação prévia, em outras palavras, sua liquidez, é em si mesma um retorno suficiente sobre o capital que um indivíduo aparentemente mantém inativo na forma de dinheiro. Essa liquidez de nosso saldo em dinheiro substitui qualquer taxa de juro no sentido mais correto da palavra"* (Fisher, 1930:134).

---

<sup>42</sup> Fisher(1930:131).

<sup>43</sup> Ver Dow (1991).

<sup>44</sup> (Fisher, 1930:134).

Infelizmente, Fisher tem uma crença profunda na apresentação científica em termos matemáticos<sup>45</sup>, ao qual dizia que a terceira aproximação, considerando a incerteza, não se adaptava, e, por isso, não avançou nela. Certamente, podemos ver que sua terceira aproximação caminhava para uma teoria do juro tal qual Keynes a formulou. Talvez possamos entender a “terceira aproximação” como uma aproximação a Keynes. Pelo menos a poupança prévia perde sentido para a definição da taxa de investimento, pois, ao invés dela, poupança prévia, tornar-se capital fixo pode ter ficado guardada na forma líquida.

Não obstante essa “aproximação” à teoria de Keynes, Fisher continua aceitando a Lei de Say. Se Fisher tivesse se empenhado em sua terceira aproximação, certamente chegaria a uma teoria compatível com uma economia de mercado. A produção não seria realizada apenas para o próprio consumo - como o seria numa “economia de Robinson Crusoe”. As funções da moeda seriam plenamente reconhecidas, assim como suas conseqüências sobre a produção de outras mercadorias.

Desta forma, Fisher poderia ter avançado mais nas conseqüências da “preferência pela liquidez do dinheiro”. E, se a liquidez pode ser um prêmio que compense o juro, ele certamente deveria considerar o dinheiro entre as opções “de fluxo de renda”. Não o fez, e, com isso, não percebeu as conseqüências dessa preferência sobre a taxa de juro e, por conseguinte, sobre o investimento. Uma das mais diretas realçadas por Keynes é que a reserva de uma parte da renda corrente na forma líquida (poupança) não dá sinais sobre qual será a demanda efetiva futura, pois esta reserva líquida não estabelece nem data nem montante e tampouco qual produto será demandado pelos consumidores.

Por outro lado, Fisher não se desvencilha de uma economia onde o poder de compra e renda são embaraçados. Isto é, o gasto em sua teoria está limitado pela renda da sociedade. A concepção de crédito é a mesma de empréstimo de parte da renda de um indivíduo a outro. Ou seja, apesar do gasto individual não estar limitado pela renda, o gasto da comunidade está. Obviamente, essa é uma concepção de crédito insuficiente para uma economia capitalista com sistema bancário avançado e ativo na criação de poder de compra. Nesta economia o gasto é realizado mediante as expectativas de rendas futuras, portanto, desvinculada da renda corrente ( pelo menos parcialmente).

---

<sup>45</sup> "Em alguns casos, como na teoria dos movimentos da Lua, as perturbações podem ser calculadas com bastante precisão, através da combinação racional de um número de influências elementares. Tal resolução de problemas empíricos representa o mais alto ideal da ciência aplicada" (Fisher, 1930:198).

Em suma, levando às últimas conseqüências a incerteza, e acrescentando algumas características essenciais da economia capitalista - particularmente a busca de lucros - Fisher teria de se desfazer da Lei de Say para formular uma teoria dinâmica do investimento. Não o fez em favor de uma economia “imaginária”, pois esta, supostamente, seria a função da ciência.<sup>46</sup>

No próximo capítulo, discuto o conceito de demanda efetiva, como oposição à Lei de Say, e suas implicações dinâmicas serão desdobradas na análise do investimento em Kalecki e Keynes nos dois capítulos subseqüentes.

---

<sup>46</sup> “Na melhor das hipóteses, a ciência pode apenas determinar o que *poderia* acontecer sob *determinadas* condições. Ela nunca pode determinar exatamente o que acontece ou acontecerá sob condições reais” (Fisher, 1930:195).

## Capítulo 2

### O PRINCÍPIO DA DEMANDA EFETIVA

#### 2.1 *Introdução*

Da discussão do capítulo anterior emergiu um sistema econômico que, presidido pela Lei de Say, apresentava características de uma economia de “Robinson Crusoe” ou, na melhor das hipóteses, uma economia de produtores simples produzindo para o consumo próprio e realizando trocas apenas com o excedente deste consumo, sem a necessidade da intermediação do dinheiro.<sup>47</sup>

Nessa economia, a produção é a um só tempo riqueza imediata, poder de compra e renda. Essa economia prescinde da divisão social do trabalho e, portanto, de uma mercadoria que seja equivalente geral para que as demais mercadorias possam se expressar umas relativas às outras num sistema de preços. Além disso, e o que é fundamental para minha discussão, esse sistema econômico depende primordialmente das decisões de produzir e poupar dos agentes, uma vez que esta última define o investimento e a produção dos períodos futuros a partir do produto (renda) presente. No que segue, mostro a relação inversa à Lei de Say como válida para uma economia de mercado. Isto é, mostrarei que em economias de mercado deve prevalecer o Princípio da Demanda Efetiva, cuja componente fundamental é a decisão de investir, pois é a partir desta que se gerarão as rendas sobre as quais – numa hipótese bastante restritiva – se tomam decisões de consumo – a segunda componente da demanda efetiva.

#### 2.2 *O Princípio da Demanda Efetiva: Uma Formulação Geral*

Os teóricos convencionais traçam para esse sistema relações econômicas com pretensões de que essas valham para uma economia de mercado, mais especificamente, para a economia capitalista. No capítulo anterior tratamos especificamente das decisões de investir dentro de uma teoria – a teoria do juro de Irving Fisher – que toma a Lei de Say como pressuposto.

Não chega a ser novidade a inclinação dos economistas para a polêmica, mas deve ser consenso, mesmo para os teóricos ortodoxos que costumam se satisfazer com a “inevitável perda de elementos da realidade na abstração teórica”, que

*“quaisquer hipóteses ou métodos de análise que se pretendam abrangentes, independentemente dos critérios de avaliação que se julguem aplicáveis, devem respeitar as características mais evidentes do objeto estudado”*(Possas, 1987:22).

---

<sup>47</sup> Segundo Minsky (1975:57) a “economia clássica e a síntese neoclássica estão baseadas num paradigma do escambo – a imagem é de um pequeno produtor ou um manufator comerciando numa feira na aldeia”.

Salta aos olhos que uma economia capitalista apresenta-se profundamente assentada na divisão social do trabalho<sup>48</sup>, e que a produção é realizada visando a troca por dinheiro - onde a receita da venda dessa mercadoria deve superar os gastos em sua produção - o qual exerce várias funções, que emergem de sua característica de equivalente geral das mercadorias. Se aceitas essas características mínimas de uma economia mercantil ela não pode ser imaginada como uma feira na aldeia ou como uma economia “robinsoniana” como querem os neoclássicos velhos e novos.<sup>49</sup>

Neste capítulo, pretendo apresentar uma formulação do Princípio da Demanda Efetiva - elaborada por Possas(1987:51) - que necessita apenas do reconhecimento de algumas características mínimas de uma economia mercantil<sup>50</sup>. Isso será suficiente para descartar a validade da Lei de Say e, adicionalmente, todas as relações dela decorrentes - particularmente no que diz respeito à necessidade de poupança prévia para investir.

O Princípio da Demanda Efetiva emerge “naturalmente” da definição de economia mercantil que, sinteticamente, deve apresentar as seguintes características: 1) divisão social do trabalho; 2) produção privada e destinada à troca; 3) presença do dinheiro, exercendo as funções de medida dos valores, meio de circulação, meio de pagamento e reserva de valor.

Desde Adam Smith, a divisão social do trabalho é considerada uma característica fundamental da economia mercantil. A essa divisão Smith associou ganhos de produtividade, pela especialização do trabalhador, maior rapidez na execução das tarefas, e crescimento econômico. Ao mesmo tempo o produtor se torna autônomo - por poder decidir quanto, como e o que produzir - e interdependente - por produzir uma pequena parcela do produto social, e, simultaneamente, necessitar dos demais bens produzidos por outros - em relação aos demais produtores.

Desse modo, fica claro que o objetivo do produtor não é consumir sua produção e, com o excedente realizar trocas. Antes é sua intenção produzir para a troca, e dela tirar um valor maior do que o gasto na produção.<sup>51</sup> De outro lado, sua mercadoria é um

---

<sup>48</sup> “Uma das mais básicas e específicas características de qualquer sistema de produção altamente especializado (...) é a peculiaridade da organização da produção, a qual é fundamentalmente baseada na divisão do trabalho e na especialização” Pasinetti (1993:25).

<sup>49</sup> Ver Plosser (1989:51-77).

<sup>50</sup> Essa economia é descrita por Marx no capítulo 1 de O Capital (1983:Os Economistas), no qual discute todas as características essenciais de *qualquer* economia de mercado - por isso tem um caráter geral. Isto é, não se torna necessário para a refutação da Lei de Say especificar qualquer tempo histórico do capitalismo. A refutação pode (e deve) ser realizada puramente em um nível teórico, evitando-se as confusões - já corriqueiras e pouco frutíferas - do tipo “o problema da *insuficiência* da demanda efetiva”; de identificação do Princípio da Demanda Efetiva com gastos governamentais; ou da necessidade - para que o princípio possa funcionar! - de alguma estrutura de mercado específica.

<sup>51</sup> “Sob as regras do jogo capitalista, a maior parte da produção é para a venda, não para o consumo. O motivo de cada indivíduo é dispor de dinheiro, e uma corrente de bens e serviços que servem à satisfação das necessidades humanas surge como um sub-produto de seus esforços para obtê-lo” [Robinson (1956), *apud* Macedo (1995:10, nota)].

átomo do produto social. Ele, para poder realizar suas trocas contra os inúmeros outros produtores das demais mercadorias, deve dispor de uma mercadoria que seja aceita por quaisquer um dos demais produtores. Dessa relação surge o dinheiro como equivalente geral aceito por todos os produtores e, portanto, permutável por todas e quaisquer mercadorias.

Como equivalente geral das trocas, o dinheiro adquire as *características* de reserva de valor, meio de pagamento, meio de troca e unidade de conta. Reserva de valor, pois, sendo a única mercadoria aceita por todos e a qualquer momento, sua posse garante a possibilidade de liquidar dívidas imediatamente - *atributo da liquidez*. Para o produtor isso gera um valor imputado ao dinheiro, de modo que em determinadas situações (quando as expectativas são muito incertas), julga necessário reservar para si. Isso nos garante dizer que o produtor, ao não produzir para o auto-consumo, não está obrigado a comprar apenas por ter anteriormente vendido.

Como meio de pagamento, o dinheiro possibilita o diferimento do pagamento de dívidas, as quais serão denominadas em moeda - unidade de conta -, abrindo a possibilidade de concessão de crédito. A concessão do crédito<sup>52</sup> é feita em termos monetários, não ensejando, necessariamente, qualquer transferência de produto entre produtores. Então, a possibilidade de obter poder de compra - pelo crédito ou pelo patrimônio - para além da renda corrente, nos garante que nenhum produtor está limitado a gastar pelo montante de sua renda. Cabe lembrar, ainda, que da criação de poder de compra para um indivíduo não decorre a compressão do gasto de qualquer outra unidade econômica.

Do acima exposto, concluímos que há uma disjuntiva entre comprar e vender. À evidente proposição de que a todo ato de venda corresponde um ato de compra deve-se adicionar que o primado lógico está a cargo do ato de compra. Isto é, *esse é o único ato autônomo na relação de compra e venda*.

Na formulação geral proposta por Possas (1987:51), na qual nos basearemos ao longo de todo o texto, o Princípio da Demanda Efetiva é definido da seguinte forma:

*“Em qualquer ato de compra e venda tomado isoladamente, produz-se um fluxo monetário - pagamento de um lado, recebimento de outro - decorrente de uma única decisão autônoma: a de efetuar determinado dispêndio”.*

Como definido por Possas (1987:51), o Princípio da Demanda Efetiva inverte a determinação da igualdade entre renda e despesa da Lei de Say. O sentido da determinação passa a ser da despesa para a renda<sup>53</sup>, o que é condizente com *qualquer*

<sup>52</sup> Deve estar claro que o crédito não tem nada a ver com “empréstimo” de uma parte da renda não consumida. Crédito é poder de compra obtido por endividamento.

<sup>53</sup> “O princípio básico que permaneceu oculto por tanto tempo, e que pode ser chamado de “Princípio da Demanda Efetiva”, pode ser enunciado diretamente numa forma muito concisa(...), a demanda gera renda” Pasinetti (1979:39).

economia mercantil, como acima definida. Vale dizer, uma economia em que o produtor fabrica essencialmente para a venda ou troca, e não para o próprio uso, portanto seu objetivo não é o consumo de um valor de uso, mas a acumulação de mercadorias - “coleção de mercadorias” - particularmente em sua forma mais geral: o dinheiro. Sendo que este último desempenha várias funções: meio de troca, meio de pagamento e, particularmente importante, reserva de valor.

Além disso, a economia é formada por produtores independentes - sem um planejador social - que decidirão o que, quanto e como produzir. A necessidade social de sua produção só poderá ser averiguada num segundo momento, quando o produtor conduzir sua mercadoria ao mercado. Desta forma, a sociedade determinará, através do mercado, se a quantidade, o valor e o próprio produto têm relevância. Essa regulação “inconsciente” através do mercado é o que Marx caracteriza como anarquia da produção, o que revela que as decisões de investimento e produção são tomadas por um agente determinado: o capitalista.

Ora, aí estão todos os elementos para podermos afirmar que a renda não é determinada no ato de produção, mas no de realização. Entendendo a renda como um fluxo, sabemos que a mercadoria terá seu valor definido pelos salários pagos, insumos comprados a outros capitalistas e os lucros. Pois bem, os lucros só poderão ser sabidos após realizarem-se as vendas. O que nos leva à conclusão lógica de que a renda total gerada só será sabida quando as vendas forem realizadas. Se houver variação de estoques, ficará patente uma redução dos lucros - entendido como fluxo de caixa. Por exemplo, se se define o preço de uma mercadoria A como custos mais lucros temos:

$$P = m + \pi$$

onde, P= Preço Unitário;

m= Custo Unitário Direto; e

$\pi$ = Lucros

Pois se  $m$  por suposição já foi pago - aos outros proprietários dessas mercadorias - ele se torna riqueza velha. Falta a realização de  $\pi$ , que não pode estar garantida pela simples produção da mercadoria A. Aí está uma outra implicação da demanda efetiva: ninguém pode decidir receber<sup>54</sup>.

Mas só haverá possibilidade de não se vender tudo o que se produziu por que a moeda exerce o papel de reserva de valor, o que significa que os agentes, por qualquer motivo, preferem reter moeda a realizar uma compra.

---

<sup>54</sup> “Nenhum homem por precaução ou ingenuidade pode garantir a ele mesmo a exata realização de uma imaginada satisfação futura” (Shackle, 1955: viii).

Mas, o neoclássico pergunta de onde vem o poder de compra dos indivíduos, já que para ele - adepto da Lei de Say - a única fonte de poder de compra é a renda, e ela é toda gasta. Para os que endossam o Princípio da Demanda Efetiva, a renda constitui-se apenas em uma das possíveis fontes de poder de compra havendo outras fontes como o crédito e o patrimônio, particularmente as reservas líquidas. Isto porque a renda é entendida como um *fluxo* que, ao ser recebido, coloca-se lado a lado com as demais fontes de poder de compra, i. e., o *estoque* de riqueza. Isto é importante porque as decisões de gasto nunca são feitas sobre uma renda ou parte dela - que a rigor não pode ser decidida por quem recebe -, mas sobre a riqueza estocada, que pode ir muito além da renda.

Deve-se chamar a atenção neste instante para o fato de que a maior parte dos indivíduos numa economia capitalista - os trabalhadores - têm seu poder de compra limitado pelo fluxo de renda, isto é, não podem constituir uma carteira de ativos ou recorrer ao crédito para gastarem além do que arrecadam. Talvez esta seja uma das razões para se acreditar que todos os indivíduos estejam limitados por seu fluxo de renda. Grave engano. Os capitalistas e classes de alta renda dispõem de inúmeras fontes de poder de compra, além de suas rendas e acesso ao crédito. Isso apenas corrobora o fato de autores como Keynes e Kalecki ignorarem a “poupança prévia” para a realização de investimento, pois quem investe não depende de sua renda para tal.

Então, numa economia capitalista, diferentemente de uma economia produtora de bens para auto-consumo, o Princípio da Demanda Efetiva sempre vale, pois é o gasto que determina a renda, e o gasto é sempre autônomo em relação à renda.

Ao adotarmos essa definição de demanda efetiva, acreditamos estar evitando um equívoco comum de confundir o Princípio da Demanda Efetiva com “deficiências” de demanda. Não se trata de deficiência alguma do sistema que o gasto determine a renda. Adicionalmente, torna-se claro que a confusão aludida diz respeito às conseqüências do princípio. Isto é, como a decisão só pode recair sobre o gasto, este pode ser efetivado além ou aquém da renda passada e corrente. Isso levou alguns autores a relacionarem, erroneamente, a demanda efetiva com a “insuficiência” de demanda.

Ademais, a definição aqui exposta impede a confusão entre a refutação das implicações da Lei de Say e a própria lei. O que a definição de Possas (1987) aqui adotada faz é refutar a própria Lei de Say, invertendo seu sentido de determinação de renda→gasto, para gasto→renda.<sup>55</sup>

Em resumo seguimos a conclusão de Macedo e Silva (1995:69) sobre as dimensões da Demanda Efetiva:

---

<sup>55</sup> Possas (1987:59 e seguintes) esclarece as várias confusões que são feitas entre a Lei de Say e suas conseqüências, e ainda mostra como estes equívocos podem levar a conclusões que, ao invés de refutar a Lei peremptoriamente, terminam por recolocar a validade da Lei.

*“- o gasto é autônomo em relação à renda corrente, dado que esta é apenas um dos determinantes – não necessariamente o mais importante – da restrição orçamentária de cada agente econômico; o poder de compra imediato que cada agente pode mobilizar depende também da liquidez dos ativos em seu portfólio e de sua capacidade de alavancar recursos externos (por exemplo, por meio do endividamento);*

*- numa economia mercantil, o agente econômico pode decidir produzir, aplicar capital, colocar à venda e comprar. Porém, nenhum agente pode “decidir receber” (decisão que, no entanto, está ao alcance do Estado, guardados certos limites). A relação entre ofertante e demandante só pode ser estabelecida se houver, da parte do último, a decisão de gastar (a qual, para ser efetivada, supõe a disponibilidade de poder de compra imediato). A decisão de gastar contrapõe-se o ato passivo de receber. Há então uma assimetria entre demandante e ofertante, que resulta da assimetria entre riqueza em forma geral – dinheiro, poder de compra imediato – e a riqueza em uma de suas inúmeras expressões particulares”.*

Antes de terminar esse capítulo, pedimos a atenção do leitor para o fato de termos adotado um conceito de demanda efetiva - o qual consideramos o mais geral possível - que prescindir de qualquer configuração específica de uma economia mercantil - mesmo que concretamente a única economia mercantil que exista seja a capitalista. Desse modo, o Princípio da Demanda Efetiva aplica-se indistintamente a uma economia oligopolizada ou em competição pura; com ou sem a presença do governo; aberta ou fechada. A renda será determinada pelo gasto, e a variação daquela está condicionada pela variação deste - mesmo que a variação da renda seja apenas nominal.

Por fim, é sob esse conceito geral de demanda efetiva que serão analisadas as teorias do investimento de Keynes e Kalecki - novamente de maneira independente - e busca das suas complementaridades.

## *2.2 Princípio da Demanda Efetiva em Kalecki*

Kalecki expõe o Princípio da Demanda Efetiva de forma simples e direta, utilizando-se de um sistema formado por três departamentos:  $D_1$ - produtor de bens de capital;  $D_2$  – produtor de bens de consumo capitalista e  $D_3$  – produtor de bens de consumo para trabalhadores. Ele faz algumas suposições que o diferenciam dos esquemas de reprodução ampliada proposto por Marx: as matérias-primas entram contabilizadas em cada departamento, ao contrário de Marx que contabiliza tudo no  $D_1$ , designando-o como produtor de bens de produção (bens de capital e matérias-primas);

seus esquemas não são montados na forma de valor como em Marx. Conceição Tavares explica as razões pelas quais Kalecki assim o faz:

*"O que Kalecki está interessado é imaginar um 'modelo simples' que permita estudar o crescimento global e setorial de uma economia capitalista.  
 (...) Quando o processo de produção capitalista já tenha alcançado um elevado grau de diferenciação técnica do capital não se pode mais examinar o movimento de acumulação de capital, analisando a produção de D<sub>1</sub> como sendo equivalente à categoria de capital constante (o c marxista) englobando nela o capital fixo (os equipamentos) e o capital circulante (as matérias-primas).  
 (...) [Assim, com as suposições de Kalecki], se obtém um duplo resultado: integrar verticalmente a produção corrente por categorias de demanda final e submeter esta à decomposição e à lógica da demanda efetiva e da distribuição funcional da renda" (Tavares, 1978:18-20).*

Além disso, Kalecki simplifica seu modelo ao supor que os trabalhadores consomem tudo que recebem, e o saldo do comércio exterior e do governo são nulos. A partir disso temos:

D <sub>1</sub>	D <sub>2</sub>	D <sub>3</sub>	TOTAL
P <sub>1</sub>	P <sub>2</sub>	P <sub>3</sub>	P
W <sub>1</sub>	W <sub>2</sub>	W <sub>3</sub>	W
I	C <sub>c</sub>	C <sub>w</sub>	Y

Do quadro acima Kalecki retira as seguintes relações:

$$P_3 = W_1 + W_2 \quad (1)$$

Isto é, os lucros do D<sub>3</sub> são determinados pelos salários pagos nos departamentos D<sub>1</sub> e D<sub>2</sub>, visto que os custos com mão-de-obra neste departamento são cobertos pela demanda dos trabalhadores do mesmo.

Adicionando os lucros de D<sub>1</sub> e D<sub>2</sub> a ambos os lados de (1), teremos:

$$P_1 + P_2 + P_3 = W_1 + P_1 + W_2 + P_2, \text{ e daí:}$$

$$P = I + C_c \quad (2)$$

Sendo a participação dos salários na renda em cada setor dado por  $w_1 = W_1/I$ ;  $w_2 = W_2/C_c$  e  $w_3 = W_3/C_w$ , se substituirmos em (1), teremos:

$$C_w - w_3 C_w = w_1 I + w_2 C_c$$

$$C_w = \frac{w_1 I + w_2 C_c}{1 - w_3} \quad (3), \text{ e a renda nacional será:}$$

$$Y = I + C_c + C_w = I + C_c + \frac{w_1 I + w_2 C_c}{1 - w_3} \quad (4)$$

Das relações contábeis acima – que como toda igualdade contábil não esclarecem nada sobre que variáveis estão sobre controle do agente – devemos questionar a causalidade. Ou qual das variáveis é determinante da igualdade. Kalecki faz uma pergunta simples: sobre qual das variáveis o capitalista tem poder de decisão? Obviamente, a resposta está nas decisões de gasto, já que ninguém pode decidir quanto receber.

Desse modo, Kalecki estabelece o Princípio da Demanda Efetiva de forma inequívoca. Se por um lado nele não encontramos a interferência do tempo – a não ser o período que decorre da decisão de investir e o investimento em si -, fato que exclui a questão fundamental da incerteza como Keynes explicita, por outro não é necessário qualquer noção de equilíbrio - como existe em Keynes - pois traz sérios problemas para o bom entendimento do princípio.<sup>56</sup>

Em todas as quatro equações acima *o gasto sempre determina a renda*. No caso dos lucros no  $D_3$  é o consumo dos trabalhadores dos departamentos  $D_1$  e  $D_2$  que os determina. Podemos, então, supor algum viés subconsumista da parte de Kalecki? Não. Como podemos observar na equação (3), os salários dependem dos gastos capitalistas tanto em consumo quanto em investimento, dada a distribuição de renda (a distribuição não determina a dinâmica. É apenas um parâmetro). Portanto, como os salários são uma variável passiva da dinâmica, e dado que os *"trabalhadores gastam tudo que ganham"*, os lucros em todos os departamentos são determinados pelos gastos capitalistas (mesmo que os lucros do  $D_3$  sejam determinados por esses gastos de forma indireta). É dessa perspectiva que Kalecki afirma, corretamente, que *"os capitalistas ganham tudo que gastam"*.<sup>57</sup>

Kalecki é um autor fundamentalmente preocupado com as decisões de investir. E o é por saber que esta é a principal peça da engrenagem dinâmica capitalista. É nela que estão guardadas as respostas para o movimento cíclico da economia moderna. Ele, então, simplifica seu objeto, sem mutilá-lo, supondo que o consumo capitalista varie numa proporção fixa com os lucros correntes. Não obstante, os lucros são determinados pelo investimento no período anterior. E essa cadeia pode prolongar-se por períodos

---

<sup>56</sup> A ponto de um conceito simples, como este que estamos tentando demonstrar, tornar-se um emaranhado de postulados de desigualdade ou desequilíbrio desviando o entendimento do fundamental.

<sup>57</sup> A afirmação se dá num contexto agregado, o qual não permite a ingenuidade de achar que um capitalista qualquer individualmente receberá aquilo que gastar.

sucessivos para trás. No entanto, quanto mais longe no tempo estiver esse lucro menos influência ele terá sobre o consumo capitalista no presente.

A poupança é definida como renda corrente menos consumo. A poupança capitalista, então, são os lucros menos o consumo capitalista. Pela equação (2), já mencionada, a poupança iguala-se ao investimento se retirarmos tanto à direita quanto à esquerda o consumo capitalista. Então:

$$\begin{aligned} P - C_c &= I + C_c - C_c \\ S &= I \end{aligned} \quad (5)$$

Kalecki com simplicidade e clareza mostra, dessa forma, que, se os lucros são determinados por decisões passadas de investimento e se o consumo capitalista é uma fração dos lucros, a poupança é um resíduo da renda não consumida e, portanto, a uma decisão de investir segue a formação de uma poupança de mesmo montante. Daí que a poupança é um conceito irrelevante para o estudo das *decisões*<sup>58</sup> de investimento.<sup>59</sup>

Assim apresentada não há lugar para referência ao equilíbrio, ou a qualquer processo de ajustamento ao mesmo entre poupança e investimento, além de se prescindir da taxa de juros para que a referida igualdade sempre ocorra. Elimina-se com um só golpe todas as relações discutidas antes, estabelecidas pelos adeptos da Lei de Say.

No momento em que o capitalista toma sua decisão de investir ele não leva em conta a poupança corrente (nem pode), pois esta ainda não foi determinada. Em relação à "poupança prévia" ela não pode ser determinante do investimento, seja por que ela não é a única fonte de poder de compra para o investidor; seja por que (como em Kalecki) ela já havia sido determinada (no caso da acumulação de lucros internos) por outras razões, ou, ainda, porque ela pode não ter sido constituído em fundo para investimento, mas preferivelmente ter se tornado em fundo para especulação.

### 2.3 A Demanda Efetiva em Keynes

O conceito de demanda efetiva em Keynes, como se sabe, é formulado com base nas expectativas dos empresários quanto à receita das vendas futuras. Nesse sentido,

---

<sup>58</sup> Mesmo por que ninguém decide sobre resíduo (poupança).

<sup>59</sup> "A rigor, a noção de poupança pode ser totalmente *dispensada* de uma teoria da determinação da renda, e mais ainda, de qualquer apresentação ou discussão da demanda efetiva" Possas (1987:70).

talvez fosse mais adequado falarmos em demanda efetiva *esperada*.<sup>60</sup> Por outro lado, pode-se interpretar o conceito de demanda efetiva em Keynes no sentido de ser aquela *demand* que *efetiva* um certo nível de emprego.<sup>61</sup> A meu juízo, qualquer das duas interpretações é passível de ser comprovada com passagens da Teoria Geral. Além disso, entendo que, qualquer uma das duas é compatível com o conceito que venho adotando, seguindo a definição de Possas (1987:51).

Neste tópico, pretendo mostrar que Keynes propõe uma concepção original do Princípio da Demanda Efetiva quando o formula em termos de expectativa dos empresários quanto aos lucros futuros.

### 2.3.a Preço de Oferta e de Demanda e o Ponto de Demanda Efetiva

Como se sabe a definição de Demanda Efetiva dada por Keynes no capítulo 3 é de que ela corresponde ao "*valor de D no ponto da função de demanda agregada, onde ela intercepta a função de oferta agregada*".<sup>62</sup> De fato, essas funções são construídas em termos de renda agregada *esperada* relacionada a cada nível de emprego, fora o custo de uso.<sup>63</sup>

A função de demanda agregada é definida como aquela que "*relaciona as várias hipotéticas quantidades de emprego com os rendimentos que se espera obter do volume de produção correspondente*".<sup>64</sup> Os empresários devem, então, formar expectativas da demanda por bens finais, consumo e investimento, a cada nível de emprego oferecido pelas empresas. Segundo Chick (1993: 75-78), deve-se levar em conta apenas as variações dependentes da renda (geralmente, mas não necessariamente, o consumo) para determinar a inclinação da curva de demanda esperada, uma vez que, a curto prazo, as expectativas de longo prazo, e, portanto, o investimento, são dadas. Como se sabe, Keynes (1964:39) estabelece a demanda como dependente da renda (consumo) na base da psicologia da comunidade, a qual estabelece que "*quando a renda real global*

---

<sup>60</sup> Chick (1993:71) corretamente classifica: "A escolha dos termos de Keynes é muito confusa, e ele próprio não se utiliza deles de maneira coerente. Há dois conceitos com nomes muito semelhantes: demanda efetiva e demanda agregada".

<sup>61</sup> "A questão do volume dos recursos disponíveis, no sentido da quantidade da população suscetível de ser empregada e da extensão da riqueza natural e do capital de equipamento acumulado, também a miúdo foi tratada de uma maneira descritiva. Porém, a teoria pura dos fatores que determinam o emprego efetivo dos recursos disponíveis, raramente foi objeto de exame aprofundado" Keynes (1964:17, grifo no original)

<sup>62</sup> Keynes (1964:37).

<sup>63</sup> Adiante, veremos a importância do custo de uso dentro das decisões de produzir dos capitalistas.

<sup>64</sup> Keynes (1964:63).

*aumenta, o consumo global também aumenta, porém, não tanto quanto aquela".* Desta forma, a curva de demanda vai diminuindo sua inclinação à medida que cresce o volume de emprego e a renda a ele associada (como salários e lucros dos capitalistas que venderam insumos para a produção).

Por outro lado, a função de oferta agregada não é tão simples de se deduzir. A definição de preço de oferta agregada dada por Keynes diz que esta última é *"a retribuição esperada e suficiente para que os empresários considerem vantajoso oferecer a dita ocupação"*.<sup>65</sup> Patinkin (1982:125) declara que, ao contrário da função de demanda agregada, Keynes não ofereceu *"qualquer informação detalhada acerca da natureza do preço de oferta e a correspondente função"*. A ambigüidade estaria na formulação desta função diretamente em termos de renda<sup>66</sup> considerando que esta fosse compatível com a análise de custo marginal.<sup>67</sup> Isto é, Keynes relacionou de forma direta variações do nível de emprego com variações do preço de oferta esperado, uma vez que tinha assumido como válido o "primeiro postulado da escola (neo)clássica".<sup>68</sup> Assim, sua curva de oferta agregada era ascendente devido ao crescimento dos custos variáveis totais, e não dos custos marginais. Deste modo, como alerta Possas (1987:78 nota) *"ao que parece, Keynes não percebeu claramente que a análise convencional da concorrência pura, construída para funções unitárias (preço e custo marginal), não se aplica às suas funções expressas em renda"*. De fato, o ponto de maximização de lucros na concorrência perfeita é aquele no qual a receita marginal (e não total, como em Keynes) iguala-se ao custo marginal (e não variável total, também, em Keynes). Graficamente:

---

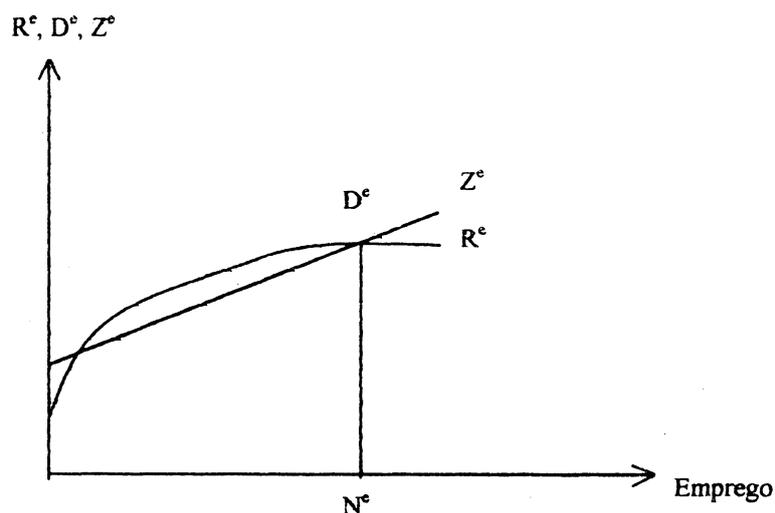
<sup>65</sup> Keynes (1964: 36). Existe uma literatura que deriva essas funções de demanda e oferta, problematizando a necessidade das hipóteses de: rendimentos decrescentes - a qual Keynes formula em sentido diverso dos neoclássicos (Possas, 1987:78 nota; Chick, 1993:cap.5; Patinkin, 1982: cap.5); do *timing* ou da sincronia entre as decisões de produzir de vários capitalistas; e da composição e nível da demanda efetiva (Possas, 1987:78 nota)

<sup>66</sup> Como veremos no tópico adiante.

<sup>67</sup> Keynes (1964:64, 35n); Chick (1993:73); Macedo e Silva (1994:cap.3 e apêndice); Patinkin (1982:cap.5) Possas (1986:296).

<sup>68</sup> Este postulado, como se sabe, levaria a retornos decrescentes à medida que mais trabalhadores vão sendo incorporados à linha de produção. A diferença primordial entre o conceito de retornos decrescentes aceito por Keynes e o da teoria neoclássica é que no primeiro os rendimentos decrescentes decorrem de que "a medida que a produção aumenta, uma certa empresa se vê obrigada a ocupar mão de obra cada vez menos qualificada para os seus fins especiais por unidade de salário pago" (Keynes, 1964:51), e, no segundo, é devido ao excesso do emprego de um fator relativo ao outro.

GRÁFICO I



Observe-se que a função  $Z^e$ , representando o preço de oferta esperado a cada nível de emprego, é crescente à medida que os custos variáveis totais crescem. Aplicando-se o cálculo diferencial, o ponto indicado por  $D^e$  - em Keynes o ponto de demanda efetiva, e, portanto, de máximo lucro - é, de fato, o ponto de lucro mínimo.<sup>69</sup> O ponto de máximo lucro seria aquele no qual as inclinações de  $R^e$  e  $Z^e$  fossem iguais. Ou, se quiserem, onde a distância entre as curvas de demanda esperada ( $R^e$ ) e oferta ( $Z^e$ ) é maior.

De qualquer forma, creio que este não seja o ponto essencial. O que julgo fundamental é que, uma vez formulada em termos agregados, a curva de oferta deve ser crescente junto com o nível de produção e emprego, sem que haja necessidade de se adotar qualquer hipótese de rendimentos decrescentes, ou mesmo de concorrência, na medida em que a demanda efetiva é compatível com qualquer estrutura de mercado - desde que se excetue a hipótese de perfeito conhecimento sobre o futuro. Essa condição, o fato da curva de oferta ser crescente, é fundamental para Keynes, tendo em vista o fato de o mesmo haver rechaçado a Lei de Say na base de que

*"a teoria clássica supõe que o preço da procura global (ou produto) sempre se ajusta ao preço da oferta global, de tal modo que, seja qual for o valor de  $N$ , o produto  $D$  adquire um valor igual ao do preço de oferta global  $Z$  que corresponde a  $N$ . Quer dizer que a demanda efetiva, em vez de ter um valor de equilíbrio único, comporta uma série infinita de valores todos igualmente admissíveis, e que o volume de emprego é indeterminado, salvo na medida*

<sup>69</sup> Ver Patinkin(1982:143-153)

*em que a desutilidade marginal do trabalho lhe fixe um limite superior "*  
(Keynes, 1964:37-38).

Isso significaria, em termos do gráfico acima, que as curvas  $R^e$  e  $Z^e$  seriam coincidentes, de modo que o ponto de interseção  $D^e$  não poderia ser definido.<sup>70</sup> A oferta cresceria até que o pleno emprego fosse atingido, se supormos concorrência pura.<sup>71</sup> Não resta dúvida de que o Princípio da Demanda Efetiva em Keynes está formulado para propósitos específicos de determinação do nível efetivo de emprego ( $N^e$ ). Assim, uma vez aceito o Princípio da Demanda Efetiva, nada poderá garantir que o nível de demanda esperado seja tal que haja pleno emprego. E, além disso, não há nenhum mecanismo intrínseco ao sistema que o conduza ao pleno emprego. Desta feita, qualquer teoria do emprego baseada na Lei de Say seria um caso particular da teoria geral de Keynes, uma vez que o pleno emprego é um dos possíveis, mesmo que por um mero acaso, estados de equilíbrio das funções de oferta e demanda acima estabelecidas.

Devemos de fato ressaltar que o conceito de equilíbrio que Keynes adota tem um sentido especial, uma vez que o mesmo se define *ex ante*. Ou seja, não entra em operação nenhuma força que, em sentido e magnitude contrária a uma outra, leve o sistema ao equilíbrio. Esta última seria uma definição mais comum encontrada na teoria econômica. Portanto, parece que Keynes está oferecendo um conceito em que o sistema está em equilíbrio quando os agentes responsáveis por sua dinâmica - no caso os capitalistas - definiram suas decisões - de produção e emprego -, dadas suas expectativas de demanda - consumo e investimento -, e *não têm nenhum incentivo para mudá-las até que os resultados sejam observados*.<sup>72</sup>

Ainda no capítulo 3, Keynes decompõe a demanda em seus dois elementos básicos: a) gastos dependentes da renda<sup>73</sup> -  $D_1$ ; b) gastos independentes da renda -  $D_2$ . Aqui ele trabalha com demanda efetivada e não com seu conceito anterior de *demanda*

---

<sup>70</sup> "A Lei de Say especifica que todo gasto (demanda agregada) em produtos da indústria é sempre exatamente igual aos custos totais da produção agregada, incluindo lucros brutos e salários (oferta agregada). Isto implica que a curva de demanda deve ser coincidente com a curva de oferta agregada" (Davidson, 1994:22).

<sup>71</sup> No primeiro capítulo desta dissertação foram tratados os fatores que, junto à Lei de Say, levam ao pleno emprego.

<sup>72</sup> Ver Possas (1986:296) e Vercelli (1991: 14-15).

<sup>73</sup> Davidson (1994:34-47) esclarece que o uso do termo consumo em lugar de gastos dependentes da renda corrente, como Keynes o fez, provoca inúmeras confusões importantes, inclusive para a noção de multiplicador, que redundaram na identificação de sua categoria de gasto  $D_1$  com o que de fato ela não é - como as hipóteses de renda permanente e de ciclo de vida.  $D_1$  é todo gasto corrente relacionado à renda corrente, portanto, é uma despesa que termina no mesmo período da renda gerada.

efetiva. Isto é, Keynes neste ponto já discute em termos de renda *realizada*<sup>74</sup> (*ex post*), e não em termos de renda *esperada* (*ex ante*). Assim, num mesmo curto período, a renda gerada no início de tal período - devido aos gastos com salários e compras de outros capitalistas -, determina o consumo da comunidade, dada a propensão da comunidade de gastar a partir desta renda - "a psicologia da comunidade". O restante da renda gerada só pode ter vindo do que foi gasto em investimento pelos capitalistas. Daí que,

*"para um dado valor do que chamaremos a propensão da comunidade a consumir, o nível de equilíbrio do emprego, ou seja, o nível em que nada incita os empreendedores em conjunto a ampliar ou reduzir o emprego, dependerá do montante do investimento corrente"* (Keynes, 1964:39).

Desta feita, o elemento componente da demanda efetiva dos capitalistas que nos propusemos a investigar - o investimento - não é, de modo algum, dependente da renda corrente, muito menos da poupança, uma vez que esta é definida a partir da renda corrente. E, neste sentido, Keynes está de pleno acordo com o Princípio da Demanda Efetiva como definido por Kalecki, i. e., a renda gerada na economia depende dos gastos em consumo e investimento. A diferença mais evidente é que Kalecki distingue os gastos em consumo dos trabalhadores e consumo dos capitalistas, enquanto Keynes trata-os de maneira agregada.<sup>75</sup>

No que tange ao consumo, Keynes relaciona dois conjuntos de fatores, objetivos e subjetivos<sup>76</sup>, que determinariam a propensão a consumir da sociedade. Pondera ele que apesar das *"flutuações imprevistas nos valores de capital podem modificá-la [a propensão a consumir], bem como poderão afetá-la variações substanciais na taxa de juros e na política fiscal"*<sup>77</sup> tais fatores<sup>78</sup> são, *"no mais das vezes, de importância secundária"*<sup>79</sup>, de forma que a propensão ao consumo deve ser *"considerada uma função relativamente estável"*<sup>80</sup>, donde

*"somos levados a concluir que as variações de curto prazo no consumo dependem em grande parte das alterações do ritmo com que se ganham as*

<sup>74</sup> No próximo tópico discutirei a definição de renda realizada de Keynes, que na verdade é chamada de renda, por esse autor e contraposta à demanda efetiva (renda esperada).

<sup>75</sup> Possas (1987) mostra que os multiplicadores de renda de Keynes e Kalecki são semelhantes, apesar de Kalecki não tê-lo derivado.

<sup>76</sup> Keynes (1964: cap. 8 e 9).

<sup>77</sup> Keynes (1964:98-99).

<sup>78</sup> Junto a outros de caráter subjetivo e que mudam lentamente como a distribuição de renda, fatores tecnológicos, hábitos culturais de raça e religião, etc. Veja Keynes (1964:111).

<sup>79</sup> Keynes (1964:111)

<sup>80</sup> Keynes (1964:98)

*rendas e não das variações na propensão a consumir uma parte das mesmas"*  
(Keynes, 1964:111).

Muito embora possa ser argumentado que é uma simplificação muito aquém da realidade considerar o consumo determinado principalmente pela renda ganha, particularmente nos dias de hoje quando o crédito ao consumidor é bem mais amplo do que ao tempo de Keynes, vale notar que o expediente usado por Keynes embute uma opção metodológica - a meu ver correta - de, em sistemas complexos, isolarem-se os fatores fundamentais de determinação da dinâmica do mesmo. Neste caso, como em Kalecki, tomando por hipótese que o consumo é uma *função estável* da renda, devemos nos perguntar o que determina as variações nesta. A partir do Princípio da Demanda Efetiva, fica-nos a tarefa de responder o que determina o investimento de modo a solucionar tal questão.

Daí tanto em Keynes quanto em Kalecki a dinâmica do sistema encontra-se nas decisões capitalistas de investir. Keynes tem uma vantagem adicional de ter formulado uma teoria da produção em que coloca as decisões dos capitalistas no centro da dinâmica de curto prazo, já que são suas decisões de produzir, enquanto as variações no estoque de capital são iguais a zero, que determinam a renda disponível para os gastos dos consumidores. Em suma, Keynes e Kalecki colocam a dinâmica do sistema diretamente condicionada às decisões de gastos, primordialmente, dos gastos capitalistas.

### 2.3.b *A Definição do Lucro*

Inicialmente, cabe aqui alguma digressão sobre o conceito de renda de Keynes, na medida em que este nos subsidiará com alguns elementos importantes, tais como custo de uso e suplementar, preço de oferta e lucro, para uma melhor compreensão das decisões de investir, que serão analisados mais à frente.

O custo primário constitui-se de duas partes: os custos dos fatores e o custo de uso. Este último é na verdade um custo *expectacional*. Não é por outro motivo que Keynes o considera como um dos "elos do presente com o futuro". Em suas palavras:

*"O custo de uso é um dos elos que ligam o presente e o futuro, porque quando um empresário fixa a sua escala de produção tem de escolher entre utilizar imediatamente o seu equipamento ou conservá-lo para utilizar mais tarde"*  
(Keynes, 1964: 76-77).

O custo de uso é um cálculo das vantagens e desvantagens de se usar o equipamento existente, no que se insere na lógica da aplicação do capital como elemento do cálculo capitalista. Nos termos de Keynes,  $G$  é o valor do equipamento produtor, no fim do período de produção, que se constitui de estoques de produtos acabados e não acabados e das máquinas que podem ser postas em uso, já descontados os gastos de manutenção e melhoramentos e a depreciação pelo uso do equipamento;  $A_1$  se constitui dos produtos adquiridos junto a outros empresários.  $A$  é o que se espera vender no período corrente (suposto como corretamente previsto pelo empresário). Então,  $A + G - A_1$  é o estoque de ativos que se espera manter de um período a outro. Vale lembrar que o valor deste estoque se mede por seu valor presente, i.e., o valor descontado que se espera receber com o futuro uso desse equipamento, e, como se sabe, é tão-somente uma *especulação* do empresário.

Mas, este não nos mostra ainda qual a parcela de renda obtida pelo empresário. Isso se deve ao fato de que

*"uma parte de  $A + G - A_1$  não deve ser atribuída às atividades do período em questão, e sim ao equipamento produtor que o empresário possuía no início do período. Portanto, a fim de se chegar ao conceito de renda do período considerado, temos de deduzir de  $A + G - A_1$  certa importância representando a parte de seu valor fornecida (em certo sentido) pelo equipamento herdado do período anterior"* (Keynes, 1964: 61).

Este montante é o custo de uso. Mesmo que o equipamento de capital não tivesse sido utilizado - uma vez que o empresário tenha avaliado os retornos de utilizá-lo hoje com os que obteria utilizando-o no futuro e, concluído que, obterá maiores retornos se o fizer só no futuro -, ainda assim o empresário teria incorrido em custos de manutenção e melhoramento do equipamento no valor de  $B'$  - por exemplo, com limpeza das máquinas, colocação de óleo, atualização de software, etc. Ao fim do período, dado o gasto  $B'$ , restaria um valor  $G'$  do equipamento. Daí,  $G' - B'$  seria *"o máximo valor líquido que poderia ter sido conservado do período anterior, se o equipamento não houvesse sido utilizado na produção de  $A$ ."*<sup>81</sup> Então, o custo de uso é definido como a diferença entre as vantagens e as desvantagens, medidas por seus valores presentes, de

---

<sup>81</sup> Keynes (1964: 62).

se utilizar ou não o equipamento produtivo hoje<sup>82</sup>. Seguindo as definições anteriores, o custo de uso é:

$$U = (G' - B') - (G - A_1) \quad (1)$$

Sendo  $G' - B'$  valores dependentes dos rendimentos futuros esperados pelo uso do equipamento no futuro, o custo de uso é um conceito *expectacional*. Como diz Chick (1993:55, grifo meu): " $G'$  e  $B'$ , e, por conseguinte,  $U$ , não são definidas em relação exclusivamente ao período corrente, e unicamente de maneira objetiva. As expectativas do futuro estão inevitavelmente envolvidas."

A diferença entre as receitas e os custos primários, que envolvem os "custos dos fatores" (basicamente salários,  $W$ ) e o custo de uso ( $U$ ), dar-nos-á os lucros brutos esperados pelo empresário. Ou,

$$\Pi = A - (W + U). \quad (2)$$

E, em termos de renda agregada,

$$\Pi + W = A - U. \quad (3)$$

O preço de oferta acima definido (2) deve, portanto, cobrir o custo primário ( $W + U$ ). Além disso, Keynes ainda relaciona, no cálculo capitalista, perdas (ou ganhos) não devidas ao uso do equipamento e alheias às suas decisões, o que chamou de *involuntárias*<sup>83</sup>. Estas, ainda, poderiam ser previstas ou imprevisas. Daí, a obsolescência "normal" seria um evento previsto mas involuntário, enquanto que a obsolescência devido ao progresso técnico, por exemplo, seria imprevisas. À primeira parte Keynes designa de *custo suplementar*<sup>84</sup>. Retirando da renda bruta, acima definida, esta parcela do custo suplementar ( $V$ ) chega-se à renda líquida de Keynes. Então,

$$\Pi + W = A - U - V \quad (4)$$

O preço de oferta estabelecido pelo capitalista deve levar em conta aspectos intertemporais importantes que definirão se o capitalista deve ou não usar seu equipamento. Este preço, a longo prazo, deve ser suficiente para cobrir o custo (de oportunidade) de uso, os custos dos fatores, o custo suplementar (deixar um fundo para reposição do capital), e o *custo de risco*

---

<sup>82</sup> "O que determina o custo de uso é o sacrifício previsto de lucros futuros decorrente da utilização imediata" Keynes (1964:77).

<sup>83</sup> "(...)podem verificar-se perdas (ou lucros) involuntárias no valor do seu equipamento por motivos que escapam ao seu controle e independentes das suas decisões correntes". Keynes (1964:64).

<sup>84</sup> Keynes (1964:65).

(advindo de erros de previsão), além de possibilitar uma remuneração adequada ao capital.<sup>85</sup>

Deste ponto, podemos definir a poupança agregada líquida como a diferença entre renda líquida (equação 4) e consumo ( $A - A_1$ ). Daí obteremos

$$S = A - U - V - (A - A_1) \quad (5)$$

$$S = A_1 - U - V \quad (6)$$

Não constitui-se em surpresa que esta definição de poupança seja igual a investimento, uma vez que este é igual às compras feitas aos outros empresários ( $A_1$ ) menos o desgaste pelo uso do equipamento ( $U$ ). O investimento líquido corresponde ao investimento bruto menos o custo suplementar. Neste aspecto, são agregados idênticos. Um dos dois torna-se supérfluo. Chick (1993:60, grifo no original) chega a afirmar que "*a Teoria Geral poderia ter sido escrita sem esse conceito e teria sido melhor que isso tivesse ocorrido*". Daí neste sentido macroeconômico as duas magnitudes são idênticas, sendo a poupança um resultado *ex post*. Assim, Keynes (1964:71) afirma que "A poupança, de fato, não passa de um simples resíduo. As decisões de consumir e as decisões de investir determinam conjuntamente os rendimentos".

Está claro nesta passagem - como de resto na discussão da demanda efetiva até aqui realizada - que poupança é um conceito supérfluo no estudo da dinâmica econômica. Nada significa, pois é puramente um resíduo. Ela é definida, como se viu, a partir da renda corrente, e, esta, é determinada pelas decisões de consumo e investimento.

Cabe perguntar se há algum papel para a poupança individual. Será que uma redução do consumo significaria uma poupança agregada maior, como cansam de alardear os adeptos da Lei de Say? Uma redução do consumo significa a preferência do consumo futuro em relação ao consumo presente<sup>86</sup>. Os recursos poupados deverão ser aplicados de modo a possibilitar ao agente poupador que exerça seu poder de liquidar dívidas no futuro (indeterminado). O consumidor frugal deve decidir sua aplicação

---

<sup>85</sup> É uma forma de determinação de preços ao estilo *mark-up*. O *mark-up* esperado deve ser definido pelos empresários segundo a estrutura de mercado em que a firma atua. Em outras palavras, deve haver uma antecipação, por parte do empresário, baseada em convenções, para o mesmo determinar seu preço sem que cause reações dos concorrentes. Além disso, e pretendo sustentar essa posição mais adiante, o *mark-up* deve ser estabelecido tendo em vista o financiamento do investimento futuro e o pagamento dos compromissos financeiros dos investimentos já realizados (ver Minsky (1982:40-43)). Essa forma de determinar preços não é contrária a de Kalecki (1985:cap 1), pode mesmo ser compatibilizada se tratarmos a formulação de Kalecki como uma baseada nas convenções. Para uma discussão mais detalhada ver Kandir (1989: 87-103).

<sup>86</sup> Vimos que Fisher chama a isso de "preferência no tempo". Keynes (1964:cap.8) também listou esse motivo entre aqueles que determinavam uma maior abstenção ao consumo.

entre um leque enorme de ativos - dos mais líquidos aos menos líquidos<sup>87</sup>. A menos que a poupança já seja uma decisão de investir, com o que demanda-se a produção de um novo equipamento produtivo, nada obriga o poupador a investir, ou a financiar um capitalista investidor - como é suposto pelos adeptos da Lei de Say. Todavia, essa última forma de aplicação - o investimento - não *garante* liquidez para o futuro. Daí que, o poupador privilegiará ativos que possam ser prontamente convertidos em moeda. Davidson (1994:53) afirma, corretamente, que "*a decisão de poupar, portanto, não cria per se demanda por capital real ilíquido*".

Por outro lado, uma redução do consumo se reflete simplesmente numa redução da renda do produtor, seja pelo aumento dos estoques indesejados, seja pela redução de seus preços. Renda menor, poupança menor. Assim, a maior poupança de uns provoca menor poupança de outros. A poupança agregada não varia.<sup>88</sup> Daí, o que nos resta responder é que fatores determinam o investimento em Kalecki e Keynes. Estas constam nos capítulos seguintes.

---

<sup>87</sup> "Os poupadores tem que se engajar em um processo de decisão em dois passos (...). No primeiro passo, a decisão de *preferência no tempo*, (...), e o segundo passo, a *decisão de preferência pela liquidez*" (Davidson, 1994:52).

<sup>88</sup> "As poupanças, eles [alguns autores] dizem, destinam-se à compra de títulos, e se a poupança aumenta há uma demanda maior por títulos. Novos títulos são emitidos para financiar o aumento no investimento, e portanto um aumento na poupança leva a um aumento no investimento. O argumento naufraga em seu primeiro passo, porque, dado que um indivíduo, ao aumentar suas próprias poupanças, reduz a poupança de outros, ele não aumenta a taxa de poupança da comunidade e, portanto, não aumenta a demanda por títulos" (Robinson, 1937:12, *apud* Macedo e Silva, 1994:cap.6:34)

## Capítulo 3

### OS DETERMINANTES DO INVESTIMENTO EM KALECKI

#### 3.1 Introdução

A mais importante obra de Kalecki, a *“Teoria da Dinâmica Econômica”*, na qual nos baseamos para a presente discussão, está plenamente voltada para o estabelecimento dos determinantes do investimento.<sup>89</sup> Percebe-se claramente em sua leitura, que Kalecki costura todos os temas tratados naquele livro de forma a culminar na teoria das decisões de investir. Isso não significa que os outros temas não tenham interesse por si, mas sim que a dinâmica deve ser explicada a partir da demanda efetiva, ou pelo menos que seja com ela compatível. Minha leitura dos determinantes do investimento de Kalecki será feita no sentido de mostrar o papel crucial desempenhado pelo Princípio do Risco Crescente na limitação ao investimento. Isto significa que se o risco não fosse crescente a demanda por investimento se efetivaria *ad infinitum*, ou até que se atinja, por algum outro meio, rendimentos decrescentes. Kalecki define este princípio da seguinte maneira:

*“É razoável assumir que o risco marginal cresce com o montante investido. Porque quanto maior o investimento, maior é a redução da renda do empresário obtida de seu próprio capital quando a taxa média de lucros cai abaixo da taxa de juros”.* (Kalecki, 1990:289)

Tentarei mostrar que a variação da taxa de risco associado às novas decisões de investir indica os fatores determinantes do investimento em Kalecki. Por exemplo, à medida que o investimento de toda a economia cresce, lança sinais contraditórios para o capitalista individual, pois de um lado isso cresce seus lucros e de outro, sua decisão de investir, cresce seu estoque de capital. O crescimento dos lucros correntes pode influir positivamente nas decisões de investir reduzindo a taxa de risco do investimento tanto pelo crescimento dos fundos internos, quanto pela animação dos ímpetus capitalistas. Por outro lado, o crescimento do estoque de capital eleva a taxa de risco de expansão acima do crescimento do mercado.

---

<sup>89</sup> Ver Patinkin (1982:cap. 3).

### 3.2 Os Fatores que Alteram a Taxa de Risco do Investimento

Muito embora o *tempo* não tenha sido tratado de forma tão decisiva em Kalecki, quanto o é em Keynes, em todas as versões de sua teoria dos determinantes do investimento o autor considera que o investimento propriamente dito – i. e., a ampliação da capacidade produtiva implantada - ocorre com uma certa defasagem em relação à decisão de investir. Isso não só por que a partir da decisão ainda leva um tempo até que o equipamento seja construído e esteja pronto para o uso, “*mas também [por que] reflete fatores como decisões empresariais retardadas*”<sup>90</sup>, de modo que capte a influência do nível ou das mudanças das variáveis correntes. Em sua primeira versão do ciclo<sup>91</sup>, Kalecki subdivide a atividade de investimento em três etapas: as encomendas; a produção dos bens de investimento, *igual a acumulação bruta*; e, finalmente, as entregas do equipamento pronto. É nesta última etapa que deve ser computada toda a renda gerada pelo investimento coincidindo, portanto, com o fim do período de investimento. Não obstante o fato de ser possível haver cancelamentos das encomendas, Kalecki considera que as decisões tomadas serão todas efetivadas.<sup>92</sup> Daí,

$$F_{t+\tau} = D_t, \text{ onde}$$

$F_{t+\tau}$  é o investimento em capital fixo;

$D_t$  é a taxa de decisão de investir ;

$\tau$  representa a defasagem temporal entre a decisão e o investimento propriamente dito.

As decisões de investir  $D_t$  serão tomadas até que a lucratividade esperada do investimento tenha alcançado o mínimo. Este pode ser a taxa de juros dos títulos de curto prazo, por serem mais seguros.<sup>93</sup> Kalecki elenca como limites aos planos de investimento: as limitações do mercado para os produtos da firma; o “princípio do risco crescente” e a limitação do mercado de capitais<sup>94</sup>. As decisões de investir só serão retomadas se estes limites forem superados. A partir disso, Kalecki considera como os três determinantes básicos do investimento, i. e., as “*três categorias amplas de modificação na situação econômica*” para que novas decisões de investir sejam tomadas: a) a acumulação bruta de capital pelas firmas a partir dos lucros correntes; b) as modificações nos lucros; c) as modificações no estoque de capital fixo.

---

<sup>90</sup> Kalecki (1985:131)

<sup>91</sup> Kalecki (1983:cap. 4)

<sup>92</sup> Kalecki (1985: 131, nota)

<sup>93</sup> Kalecki (1990:285-298)

<sup>94</sup> Kalecki (1985:131)

Sugiro que o princípio do risco crescente é um fator comum aos demais. Isto é, proponho que todas as três categorias do sistema econômico que devem mudar para que novas decisões de investimento sejam tomadas estão relacionadas ao princípio do risco crescente.

Vejam, antes, a apresentação formal dos determinantes do investimento e, em seguida, ao discutir cada um dos fatores, serão destacadas suas relações com o princípio do risco crescente. Então, formalmente:

$$D_t = F_{t+\tau} = aS_t + b \frac{\Delta P t}{\Delta t} - c \frac{\Delta K t}{\Delta t}$$

O primeiro desses fatores,  $a S_t$  – a chamada poupança bruta das firmas -, é definido por Kalecki como a soma da depreciação e dos lucros não distribuídos, mais a "poupança pessoal" dos grupos controladores.<sup>95</sup> Este fator está claramente associado ao "princípio do risco crescente" e aos limites do mercado de capitais. Antes de explicar como se dá essa associação, faço uma digressão sobre o significado do termo.

Para efeitos de simplicidade estatística, Kalecki supõe que a acumulação interna da firma é uma fração  $a$  do total da poupança bruta  $S$ .<sup>96</sup> Essa simplificação rendeu-lhe três tipos de críticas. Uma de caráter formal, a qual considera a formalização de Kalecki um reducionismo de um tema que não poderia mesmo ser tratado por seus modelos.<sup>97</sup> Outra, sendo uma variação da primeira, que considera um equívoco – ou, no mínimo, pouco clara - a opção de Kalecki em fazer de  $a$  uma variável contínua ao invés de uma restrição financeira.<sup>98</sup> E uma terceira que afirma ter Kalecki se rendido à Lei de Say: as decisões de investir devem ser precedidas de poupança prévia por parte dos capitalistas.<sup>99</sup> Para os formuladores dessa crítica, Kalecki teria entrado em contradição com o Princípio da Demanda Efetiva, diga-se, que formulou de modo claro e inequívoco<sup>100</sup> e baseou toda sua teoria nesta formulação.<sup>101</sup>

<sup>95</sup> Kalecki (1985: 132).

<sup>96</sup> *ibidem*, 133. Possas e Baltar (1981: 141-3, 125-28).

<sup>97</sup> “[Kalecki] não pode dar conta daquilo que não cabe em seus modelos mediante expedientes formais”. Barros de Castro (1979:121, nota).

<sup>98</sup> Barros de Castro (1979:123); e Possas (1987:127).

<sup>99</sup> Formulam este tipo de crítica: Barros de Castro (1979:122-25) – o mais sofisticado dentre os críticos -, e Andrade (1987).

<sup>100</sup> Como mostrado no capítulo 2 desta dissertação.

<sup>101</sup> “Na equação acima ( $F_{t+\lambda} = aS_t$ ), porém, os investimentos voltam a ser função da poupança no período anterior”, apesar de Kalecki (e Keynes) terem feito “uma das mais vigorosas contribuições” para a

Entendo, contudo, que escapou aos críticos, alinhados no terceiro tipo de crítica listada acima, o essencial da formulação de Kalecki: a poupança bruta entra no modelo de Kalecki na passagem do nível micro ao nível macro. Ele apresenta-a de modo claro ao iniciar o nível micro com o que chamou de “acumulação interna das firmas” e ao finalizar sua teoria dos ciclos ao nível macro com o investimento agregado.<sup>102</sup> Se nem no início da formulação e nem em seu final a poupança aparece, esta só pode ter surgido no processo de agregação. É neste ponto que vários críticos identificam o retrocesso de Kalecki a formas de pensar (neo)clássicas. A acumulação interna de lucros seriam, na verdade, poupanças feitas a partir dos lucros do período anterior. Isto é, saudemos a lei de Say.

Todavia, vimos no capítulo anterior como que os lucros eram determinados pelos gastos capitalistas em investimento e consumo. Em seu “Esboço de Uma Teoria do Ciclo Econômico”<sup>103</sup>, Kalecki chamava de acumulação bruta “todos os bens que são usados na reprodução e expansão do capital fixo assim como no aumento dos estoques”. A acumulação bruta nada mais é que o resultado das decisões de investimento com uma defasagem. O consumo, por sua vez, foi mostrado, em parte, como uma fração dos lucros correntes e, em parte, consistia de um valor constante. Daí, concluímos que a poupança era igual ao investimento. Finalmente, os lucros eram determinados proporcionalmente por esta parte constante e pela *acumulação bruta*<sup>104</sup>. Esta última, como já mostramos, ocorre logo depois que as ordens de investimento são realizadas. Então, a acumulação bruta corresponde à produção do equipamento por período de tempo que vai da decisão de investir à entrega da encomenda propriamente dita. Em outras palavras, depende do *nível de atividade econômica* provocada pelo nível de decisões de investir no início do período, e não da poupança prévia como querem os críticos.

Muito embora refute a crítica de que Kalecki tenha se rendido à Lei de Say, reconheço que a forma como se dá a inclusão entre os determinantes do investimento de Kalecki do termo acumulação bruta é problemática e pode ser a responsável pela

---

“radical superação da doutrina, profundamente arraigada, ainda nos anos 30, de que a poupança precede e condiciona os investimentos” Barros de Castro (1979:122 - 23).

<sup>102</sup> Kalecki (1985:152), apresenta os determinantes do investimento da seguinte forma:

$$I_{t+\theta} = \frac{a}{1+c} I_t + b' \frac{\Delta P_t}{\Delta t} + e \frac{\Delta O}{\Delta t} + d'$$

<sup>103</sup> Kalecki (1983:29).

<sup>104</sup> “Segue-se das suposições acima que os lucros reais  $P$  são proporcionais a  $B_0 + A$ , onde  $B_0$  denota a parte constante do consumo dos capitalistas e  $A$  a acumulação bruta que é igual à produção de bens de investimento” Kalecki (1983: 30; grifos originais).

interpretação equivocada, rendendo-lhe a crítica que considero injusta, i. e., o termo *poupança bruta* levou alguns críticos a associá-lo à *poupança prévia* dos economistas doutrinados na Lei de Say. Contudo, como bem mostram Possas e Baltar (1981:142), Kalecki utiliza a poupança bruta devido às dificuldades de agregação subjacentes às heterogêneas situações no que diz respeito ao grau de risco crescente para cada firma, e seria melhor se Kalecki tivesse denominado a acumulação interna de aplicação da riqueza financeira. Neste sentido, Chick (1993:199), procurando algum sentido para a "decisão" de poupar, encara-a como "decisão" apenas no nível microeconômico como "uma soma de dinheiro que (...) deve encontrar um modo de tornar-se investimento financeiro". Assim,

*"a poupança foi corretamente definida como a aquisição de ativos financeiros, inclusive dinheiro. Logo, você pode pensar, deveria ser possível mensurar a poupança agregada: a soma das aquisições individuais de ativos financeiros".* (Chick, 1993:199-200)

Mostra Chick (1993:200) que este não é o caso, pois há uma série de complicadores para a agregação das "decisões" individuais de poupança financeira, tais como: a) o estoque de títulos é definido pelos ofertantes; b) nem todos os depósitos em dinheiro indicam poupança; c) como tratar a revalorização dos títulos ao medir a poupança? E, finalmente, conclui com força:

*"Deve-se concluir que há dificuldades sérias, talvez insuperáveis, na definição de poupança agregada(...). Na verdade, parece impossível obter um conceito agregado que tenha a qualidade certa desejada. Talvez só seja possível dizer o que a poupança agregada não é."* (Chick, 1993:200-201).

Sobre o conceito de poupança bruta de Kalecki, Feiwel observa que

*"O tratamento do papel da poupança na equação de Kalecki não parece totalmente claro. Não parece que poupança neste contexto é usada em seu sentido keynesiano (onde ela é idêntica a investimento), nem pode poupança significar aqui o ato de não consumir. Por que é o consumo, e não o não-consumo, que estimula a atividade de investimento. Parece que Kalecki tinha em mente aqui alguma coisa muito mais sutil, nomeadamente, o que Klein incluiu como um forte fator em sua função econométrica do investimento, i. e., liquidez. Por poupança aqui, Kalecki provavelmente entendia os ativos líquidos acumulados, particularmente aqueles nas mãos dos empresários".* (Feiwel, 1975:165, *apud* Jobim, 1984:95).

Apesar dos problemas surgidos de sua simplificação estatística, não há nada, todavia, que nos faça concluir que Kalecki tenha se rendido à Lei de Say. Ficarei aqui, para todos os efeitos, com a definição de Feiwel de que a poupança bruta seja algo mais sutil como manutenção de ativos líquidos. O que tentarei demonstrar é que Kalecki foi fiel ao Princípio da Demanda Efetiva do início ao fim de sua teoria do investimento, além de - mesmo que não tenha explicitamente pensado nisso - ter aberto um caminho profícuo para a análise do financiamento do investimento e da instabilidade do mesmo.

Kalecki também demonstrou que a poupança seria igual ao investimento, e por este determinada, sem, contudo, nada ter a ver com a taxa de juros. Vale dizer, assim como Keynes, Kalecki demonstrou que poupança e investimento são iguais independentemente da taxa de juros e do nível de renda. Nos dois autores, o investimento é que determina a poupança, através das variações na renda (global em Keynes; e nos lucros em Kalecki, devido a sua hipótese simplificadora de que os trabalhadores não poupam). Kalecki dizia que o investimento se auto-financia.<sup>105</sup> É possível concluir, a partir disso, que não há *limites* para o crescimento das firmas, uma vez que seu investimento é auto-financiado? Não. Há limites, e muito objetivos - segundo o autor - que tendem a deprimir as expectativas de lucros dos capitalistas, levando estes a cessarem seus investimentos. Além disso, observa-se o fato de que o "auto-financiamento" se realiza no agregado, não sendo possível dizer o mesmo de uma firma individual, já que seus lucros dependem dos investimentos de outras firmas.

Kalecki se pergunta, então, de onde "os capitalistas encontram os 'meios' para aumentar a produção dos bens de investimento ou seu consumo pessoal"(?).<sup>106</sup> O financiamento para a realização do investimento sempre é possível através da criação de poder de compra realizável pelos bancos, ou pelas reservas líquidas das firmas.<sup>107</sup> Assim como Keynes, Kalecki concebe um fundo rotativo ( o *finance* em Keynes) que repor a liquidez dos bancos. Segundo Kalecki, se

*"durante um dado período, mais dinheiro é gasto, por exemplo, com recursos dos depósitos bancários, então mais dinheiro no mesmo montante volta aos bancos sob a forma de lucros realizados, de modo que a soma dos depósitos permanece inalterada".(Kalecki, 1985:40).*

---

<sup>105</sup> "Devemos salientar que a igualdade entre poupança e investimento (...) será independente do nível da taxa de juros, que a teoria econômica costumava considerar como fator de equilíbrio entre a procura e a oferta de capital novo. Dentro da concepção presente, o investimento, uma vez realizado, automaticamente fornece poupança necessária para financiá-lo." Kalecki (1985:89)

<sup>106</sup> Kalecki (1983: 40)

<sup>107</sup> Kalecki (1985: 90).

Também Kalecki entende que os bancos possuem papel fundamental na explicação dos ciclos, pois sem a disposição destes de emprestar poder de compra, a demanda crescente por poder de compra - por motivos de transação - após as decisões de investir terem sido tomadas levariam ao crescimento das taxas de juros e, *"se essa taxa aumentasse suficientemente rápido para anular a influência da rentabilidade bruta, a expansão econômica seria impossível"*. Chamo a atenção para o fato de a taxa de juros ser concebida por Kalecki como um custo do empréstimo, que se eleva se a taxa de juros se elevar, diminuindo, portanto, a rentabilidade do investimento.

A firma terá maior acesso a capitais externos se a mesma detiver um grande volume de ativos próprios em relação aos compromissos, i. e., se sua taxa de endividamento for baixa. É desse modo que as barreiras do mercado de capitais são transpostas pela acumulação interna de lucros, e, por isso, o fator  $a$  tenderia a ser maior que 1. Do ponto de vista do prestamista, uma firma que detém grande volume de capital próprio reduz o risco do crédito, uma vez que pode fornecer maiores garantias. Por outro lado, mesmo dispondo da possibilidade de alavancar recursos de terceiros, a firma pode achar conveniente não realizar investimentos acima de um certo nível devido ao "risco crescente". Por este princípio entende-se que quanto maior o volume de capital investido num mesmo setor maior o risco de perdas associado a essa opção, caso o negócio fracasse.<sup>108</sup> Ou seja, há um risco associado a se crescer mais do que o próprio mercado de produtos da firma<sup>109</sup> - uma vez que o efeito específico do termo  $aS$  é sentido quando  $\Delta P = 0$ , pois se do contrário  $S$  estaria se modificando no período -, agravado se o financiamento se der por recursos de terceiros. Isso quer dizer que o investimento se torna menos líquido (no sentido de que as vendas dos produtos provenientes deste capital tronam-se menos realizáveis) do ponto de vista do próprio investidor. Neste sentido a taxa de risco varia em direção inversa da taxa de liquidez.<sup>110</sup> Logo, crescimento da taxa de risco equivale-se a decréscimo da taxa de liquidez. Ocioso notar que essa relação é diferenciada em cada momento do tempo, conforma as convenções vigentes. O crescimento da taxa de risco para Kalecki, e a diminuição da taxa de liquidez para Keynes, à medida que se adquire novos ativos de capital é o

---

<sup>108</sup> Kalecki (1985: 127-28); *idem* (1990: 287-288).

<sup>109</sup> Devemos subentender que reinvestimentos levam a perdas, uma vez que a taxa de lucros seja zero, como suposto por Kalecki para captar o efeito específico do termo  $aS$  sobre o investimento.

<sup>110</sup> Definida como a possibilidade de realizar o ativo a curto prazo e sem perdas. Chick (1993: 335) sugere que a liquidez apresenta três dimensões: tempo, valor e expectativa.

limitador das decisões de investir. Logo, tudo que influir na direção da redução da taxa de risco, ou elevação da taxa de liquidez associada ao ativo de capital, eleva o investimento. Isso por que enquanto as receitas do investimento são incertas os compromissos financeiros assumidos para a realização do investimento são estabelecidos contratualmente. Do mesmo modo, os investidores externos à firma agirão, ou seja, seu aporte de capital ao investimento deve ser limitado pelo mesmo princípio de risco crescente. Analisando o recurso a empréstimos externos via subscrição de ações, Kalecki afirma que "*o 'público' tende a distribuir seu risco comprando ações de diversas companhias diferentes. Será impossível, portanto, colocar mais de uma quantidade limitada de novas ações...*".<sup>111</sup>

A firma poderia seguir uma estratégia de diversificação de aplicação do capital de modo a diluir também os riscos de perda. Contudo – em mercados oligopolizados como supõe Kalecki – a diversificação encontra barreiras elevadas impostas pelas concorrentes, obrigando o investidor a comprometer elevadas somas de capitais se deseja entrar em novos mercados. Dessa maneira, considero que a diversificação também engendra o princípio do risco crescente.<sup>112</sup> Assim,

*“O reinvestimento da poupança em base ceteris paribus, isto é, sendo constante o montante de lucros, pode defrontar-se com dificuldades por motivo de o mercado para os produtos da firma ser limitado e, por outro lado, a expansão para novas esferas de atividade envolver um risco considerável”.* (Kalecki, 1985:138)

Há ainda a possibilidade de a diversificação se dar para mercados financeiros antes do que para novos mercados de produtos. Na hipótese dos negócios fracassarem no setor original, ainda há a possibilidade de ganho nas outras aplicações. É por esse motivo que o valor de  $a$  tenderia a ser menor que 1. Neste sentido, como já disse, enquanto aplicação financeira, o termo  $aS$  não deveria ter sido considerado como poupança corrente mas como aplicação financeira da riqueza, pois assim, presta-se atenção à diferença entre o que este termo de fato expressa - como já disse recursos líquidos - e o que se entende por poupança corrente. Daí, então, a crítica formal listada acima faz sentido, uma vez que se

---

<sup>111</sup> Kalecki (1985: 129)

<sup>112</sup> *ibid*, 128.

*"o risco (e os custos de vendas, ou de perda de fatia de mercado) crescente de ampliar a capacidade substancialmente acima (ou abaixo), do que a projeção de crescimento do mercado assegura, implicaria tornar o parâmetro a uma 'variável', em direção oposta à variação de  $S_b$ , com o que talvez seja preferível, em primeira aproximação, tratar esse efeito como uma restrição, sujeita a deslocamentos em função das condições financeiras e de crédito da empresa...". (Possas, 1987:129-28).*

Voltando ao termo *a*, esse teria um valor indeterminado. Maior do que 1, na medida em que a acumulação interna às firmas permite maior poder de alavancar financiamentos externos porque reduz o risco do prestamista; e menor do que 1 devido à operação direta do princípio do risco crescente, de forma que *"parte [do capital da empresa] poderá estar sob a forma de títulos"* ao invés de ser investido.<sup>113</sup>

O "princípio do risco crescente" impõe limites às ambições empresariais<sup>114</sup> de crescimento. Mas também conduz-lhes para aplicações em mercados financeiros e, mais remotamente, para a diversificação produtiva<sup>115</sup>. Eles temem apenas o futuro imponderável. A acumulação interna de recursos - na forma de ativos financeiros realizáveis a curto prazo - aumenta a capacidade da firma de investir, se endividar com terceiros e realizar os desejos de crescimento dos capitalistas. Por outro lado, essa acumulação deve ser vista como crescimento das *potencialidades* de investimento da firma, uma vez que a operação do princípio do risco crescente pode levar a não efetivação do investimento, apesar da firma ter acumulado recursos internos realizáveis a curto prazo e, portanto, com menores riscos. Isto é, a efetivação do investimento não pode estar garantida pelo acúmulo de recursos internos<sup>116</sup> como se houvesse uma *"compulsão 'automática' ao reinvestimento dos lucros retidos, sem considerar as condições de risco competitivo no mercado em questão ou em mercados alternativos"*.<sup>117</sup> Endosso, finalmente, a interpretação de que a acumulação interna é um meio de estender os limites financeiros colocados à firma, de forma que sem a mesma a

---

<sup>113</sup> Kalecki (1985: 127).

<sup>114</sup> Segundo Minsky, o sistema capitalista é intrinsecamente instável devido a comportamentos excessivamente eufóricos - "cegueira ante ao fracasso" - da parte dos investidores, tornando suas obrigações financeiras incompatíveis com seus fluxos de caixa descontados (comportamento "Ponzi") Minsky(1982:28).

<sup>115</sup> Estas dificultadas por uma estrutura crescentemente oligopolizada, na qual as firmas estabelecidas provavelmente já constituíram imensas barreiras à entrada por diferenciação, canais de distribuição, acesso a matérias-primas, etc. Muito embora isso não signifique a impossibilidade da entrada, particularmente quando o mercado está em expansão.

<sup>116</sup> Possas (1987:128, nota 190) entende que o próprio Kalecki parecia sugerir isso a partir da seguinte afirmativa: "Outrossim, um incremento na poupança 'interna' permite à firma absorver fundos externos a uma taxa mais alta, se o investimento *for* considerado desejável". Kalecki (1985:138).

<sup>117</sup> Possas (1987:128).

operação do risco crescente, tanto para o prestamista quanto para o prestatário, limitaria muito mais rapidamente as decisões dos investidores. Neste sentido, Kalecki afirma que "um incremento da poupança 'interna' permite à firma absorver fundos externos a uma taxa mais alta, se o investimento for considerado desejável".<sup>118</sup> Isso significa que a decisão de reinvestir - os lucros acumulados - dependerá, em última instância, dos lucros futuros esperados, portanto da demanda efetiva, *vis-à-vis* a rentabilidade de outras alternativas.

### 3.3 Os Termos $\Delta P$ e $\Delta K$

Outros dois fatores que Kalecki relaciona entre seus determinantes são os lucros do período e o estoque de capital. Estes fatores são relacionados ao "princípio da aceleração" ou do "ajustamento do estoque de capital". Segundo este princípio a taxa de investimento tende a crescer enquanto crescer a taxa de lucros (aqui relacionada ao nível de produção e vendas). Se os lucros estiverem variando a um ritmo diferente do esperado, isto estará representando uma mudança da capacidade ociosa não planejada. Isto é, o grau de utilização da capacidade instalada estará fora do desejado. Então será necessário um ajuste do estoque de capital.

O próprio autor reconhece seu alinhamento com as teorias do tipo ajuste de capital, muito embora esse seria um caso particular de sua teoria. Kalecki argumenta, com razão, que sua teoria é superior àquelas (do tipo "ajuste do capital") por considerar a influência do *nível de atividade da economia* – representada pela poupança bruta -, além das variações desse nível – representadas pela taxa de lucros.

A questão da rentabilidade do equipamento existente é vista como função crescente dos lucros correntes e decrescente do estoque de capital.<sup>119</sup> Se os lucros correntes são apenas uma base (já que não temos meios de calcular os lucros futuros) para a formação de expectativas dos lucros futuros e, como vimos, os lucros são uma função das vendas, então esses dois fatores captam a necessidade de se ajustar a capacidade ao nível de vendas (lucros) esperado. Mas, se estamos interpretando esses termos como uma *proxy*, a colocação da taxa de lucros aí deve ter um significado diferente do que usualmente se confere. Possas (1987: 130) identifica duas maneiras de interpretar a taxa de lucros entre os determinantes do investimento em Kalecki: a) "ou a

---

<sup>118</sup> Kalecki (1985:138, primeiro grifo meu).

<sup>119</sup> Kalecki (1985:136).

taxa de lucros está indicando as variações imprevistas no grau de utilização”; b) “ou então pretende indicar a rentabilidade esperada associada ao novo investimento, *qualquer* que seja seu conteúdo”. Para a primeira hipótese seria suficiente considerar as variações nas taxas de lucros correntes, pois em não havendo mudança estrutural, esta seria uma *boa aproximação* para o comportamento dos lucros no futuro. Além disso, deve-se considerar os efeitos dessas variações – dos lucros - por meio de um aumento da acumulação interna às firmas. Os investimentos teriam o único objetivo de repor o estoque de capital depreciado, não fazendo sentido investimentos líquidos com taxa de lucros esperada constante. No entanto, uma forma mais lógica de apresentar a questão seria considerar não a taxa de lucros mas o grau de utilização do equipamento. Já no segundo caso, a taxa de lucros correntes não só não se constitui em uma boa aproximação, por conta da necessidade de considerar-se as mudanças estruturais e/ou de risco que mudarão por completo as perspectivas e as condições de lucros futuros, como se torna algo ilógica. Endosso a segunda interpretação, posto que se coaduna com o princípio do risco crescente e inviabiliza uma interpretação também ilógica da acumulação interna como sendo necessariamente reinvestida. O próprio Kalecki (1990:309) reconhece que *"a taxa de renda capitalista que agora é obtida não é uma base suficiente para um novo investimento que deve levar em conta desenvolvimentos futuros"*. Sua influência deve se restringir, o que não é pouco, ao ânimo dos investidores. *"Conhecendo tão pouco sobre o futuro, os empresários estão inclinados a ser otimistas quando os negócios vão bem e pessimistas quando vão mal"*.<sup>120</sup>

De fato, o mecanismo cíclico de Kalecki baseia-se nas influências positivas, dadas pelas variações dos lucros correntes, e negativas, dadas pelas variações do estoque de capital, desses dois elementos. O auge cíclico é representado por uma taxa de decisões de investir superior à do período passado, e o fundo cíclico com essa mesma taxa inferior a do período anterior. Os períodos intermediários entre esses dois, a recessão e a recuperação, seriam períodos nos quais as entregas dos equipamentos de capital seriam superiores e inferiores, respectivamente, à depreciação do capital existente.

De todo modo, os fatores incluídos por Kalecki entre os determinantes do investimento expressam os efeitos contraditórios do investimento. Ao mesmo tempo em que o investimento estimula a demanda efetiva (e os lucros) ele cria capacidade produtiva. Segundo Kalecki:

---

<sup>120</sup> Kalecki (1990:309-310).

*“Encontramos aqui um dos mais notáveis paradoxos do sistema capitalista. A ampliação do equipamento de capital, isto é, o aumento da riqueza nacional, contém a semente de uma depressão no curso da qual a riqueza adicional se comprova ser apenas potencial. Por que uma parte considerável do capital permanece ociosa e somente torna-se útil na próxima recuperação”.* (Kalecki 1983: 26-7).

Avalio que aqui também opera o princípio do risco crescente. Os lucros passados são uma base *aproximada* para o cálculo da rentabilidade dos novos investimentos. Uma ampliação dos investimentos eleva o estoque de capital e, conseqüentemente, deve reduzir a taxa de lucros se o mercado da firma não se ampliar na mesma proporção. Novos investimentos, que ampliam o estoque de capital, deprimem os lucros esperados devido à operação do risco crescente com o maior comprometimento de recursos numa mesma estratégia de acumulação. Vale dizer, quando a percepção do portfólio está mais fixo, novas adições de ativos fixos, na ausência de mudanças estruturais, deprimem os lucros esperados.

#### 3.4 *Por que não a taxa de juros?*

Kalecki considerou a taxa de juros de pouco relevo como determinante do investimento porque tenderia a ser estável a longo prazo, tomando como hipótese, vale notar, a facilidade com que os bancos fornecem poder de compra na fase de auge - portanto, de maior pressão de demanda por moeda - sem, no entanto, elevar rapidamente a taxa de juros.<sup>121</sup> Kalecki discute as razões para a taxa de juros ser estável a longo prazo de duas formas.

No artigo *"Esboço de Uma Teoria do Ciclo Econômico"*, a taxa de juros é estável a longo prazo porque o sistema bancário é suficientemente flexível para satisfazer a demanda por poder de compra que se eleva quando se está na fase expansiva do ciclo - elevação por motivos transacionais -, e cai quando se está na fase de recessão do ciclo - queda pelos mesmos motivos transacionais. Já na TDE, Kalecki elabora mais seus argumentos - provavelmente já influenciado pela teoria de Keynes -, e concebe duas formulações da taxa de juros: a de curto e a de longo prazo. A taxa de juros a curto

---

<sup>121</sup> "Há, assim, uma estreita conexão entre o fenômeno do ciclo econômico e a resposta do sistema bancário ao aumento da demanda por dinheiro em circulação a uma taxa de juro que não seja proibitiva para a ampliação do investimento". Kalecki (1983:41).

prazo é definida como "a remuneração da renúncia à liquidez".<sup>122</sup> Ela é determinada pelo "valor das transações e pela oferta monetária por parte dos bancos".<sup>123</sup> Chama a atenção o fato de Kalecki definir o volume de transações ou de negócios de forma peculiar quando comparado às definições convencionais da fórmula da Teoria Quantitativa da Moeda ( $MV = PT$ ). Para Kalecki (1985: 113), "o volume dos negócios consiste em duas partes de caráter bastante distinto: operações financeiras e não-financeiras". A velocidade da moeda é crescente com a taxa de juros. Ou seja, se a taxa de juros esperada a curto prazo for mais alta menor será a demanda por moeda, e as transações serão realizadas com menor quantidade de moeda. Tudo nos leva a crer que para Kalecki, assim como para Keynes, como veremos, a demanda por moeda não é função apenas das transações com produtos, mas também engloba a demanda especulativa como definida por Keynes, i. e., uma função da taxa de juros esperada ou da apreciação (depreciação) do ativo. As taxas de juros a curto prazo tenderiam a ser mais voláteis.

Para as decisões de investir, por outro lado, importa é a taxa de juros a longo prazo. Esta seria dada pela taxa de juros esperada a curto prazo, baseada na média das taxas de juros passadas em período recente, mais uma taxa de risco devido à possível depreciação dos ativos de longo prazo. Desse modo, a taxa de juros a longo prazo apresentaria relativa estabilidade uma vez que a taxa de juros esperada não deve flutuar muito num mesmo ciclo.<sup>124</sup> Além disso, o risco de depreciação varia em sentido inverso ao da taxa de juros a curto prazo. Essa aumenta na prosperidade devido ao motivo transações, enquanto a taxa de risco de depreciação cai na prosperidade uma vez que as expectativas são mais otimistas.

Kalecki (1985:119, grifos meus) afirma que uma queda na liquidez do portfólio tende a aumentar a taxa de risco.

*"É importante salientar que o 'coeficiente de risco' pode aumentar não só quando a depreciação dos títulos for considerada mais provável, mas também quando se eleva a proporção da posse de ativos realizáveis a longo prazo em comparação com a posse de ativos realizáveis a curto prazo mais numerário. É que, então, com igual probabilidade de depreciação no valor dos títulos, uma queda real significará uma perda maior relativamente ao valor de todos os ativos disponíveis.(...) Assim, ceteris paribus, se o valor*

---

<sup>122</sup> Kalecki (1985:112).

<sup>123</sup> idem.

<sup>124</sup> Ver Miglioli (1982:279).

*dos ativos realizáveis a longo prazo relativamente a todos os ativos disponíveis em posse do público se eleva",*

o risco tende a ser crescente.

A conclusão de Kalecki quanto à influência da taxa de juros sobre o investimento continua sendo a de que: a) a taxa de juros relevante para as decisões de investir são as de longo prazo; b) estas tendem a ser relativamente estáveis. Assim, a taxa de juros a longo prazo "*difícilmente poderia ser considerada como elemento importante no mecanismo de ciclo econômico*".<sup>125</sup>

Essa não parece ser uma boa conclusão para nossos objetivos. Não obstante, se observarmos novamente a formação da taxa de juros a longo prazo notaremos sua grande dependência, para ser considerada estável, da taxa média de juros a curto prazo do período passado recente, a que vai nos dar a taxa de juros esperada. Segundo Ferreira (1996), esta "*teoria das taxas de juros a longo prazo contém algumas fragilidades importantes e uma certa incompatibilidade com os mecanismos atuais de financiamento*". Pode ser que em determinadas circunstâncias institucionais das organizações financeiras - como as que existiam no tempo de Kalecki - essas taxas pudessem não ser muito instáveis e oferecer uma boa aproximação para a formação de uma taxa de juros esperada. Contudo, num sistema de taxas de juros flutuantes, o passado pode não ser um bom guia para o futuro. Isso significa que as taxas de juros talvez sejam mais voláteis do que o suposto por Kalecki, impondo uma maior instabilidade potencial à taxa de juros a longo prazo. Finalmente, taxas de juros a longo prazo mais instáveis teriam que ser consideradas como fator importante nas decisões de investir.

Além disso, e este é o argumento principal deste trabalho, considero que Kalecki não deu a devida importância à relação, que ele mesmo estabeleceu, entre manutenção de ativos de curto prazo e ativos de longo prazo, que levariam a maior ou menor taxa de risco. Observe, leitor, que Kalecki estabelece uma relação inversa entre taxa de risco e proporção de ativos realizáveis a curto e a longo prazo mantidos no portfólio. Quanto menor tal relação maior a taxa de risco e, portanto, maior a taxa de juros esperada a longo prazo, e vice-versa. Ativos fixos são ativos a longo prazo cujo risco é crescente com sua aquisição, uma vez que seus rendimentos são incertos, enquanto os compromissos financeiros são estabelecidos contratualmente, i. e., são certos. Assim

---

<sup>125</sup> Kalecki (1985:124).

sendo, devido ao risco ser crescente a taxa de juros a longo prazo esperada deve ser crescente com o investimento. E a taxa de lucro esperada deve decrescer. A hipótese de que a taxa de juros esperada pode ser deduzida das taxas de juros a curto prazo do período recente não é muito aderente à realidade. Essa pode ser uma aproximação inicial mas, sendo essa taxa definida como o preço pela renúncia à liquidez, como afirma Kalecki, parece-me que a sua estabilidade torna-se contraditória quando consideramos a operação do princípio do risco crescente.

A taxa de juros *esperada* a curto prazo deveria ser crescente e não decrescente em períodos de recessão, uma vez que ativos a curto prazo seriam preferidos nesses períodos. O contrário seria verificado nos períodos de auge do ciclo. A taxa de juros esperada deveria ter sido formulada diretamente como taxa de preferência pela liquidez, como veremos na discussão do próximo capítulo, a qual varia em sentido inverso, e não direto, ao da atividade econômica.

### 3.5 *Considerações Finais*

Busquei mostrar que a variação da taxa de risco associado às novas decisões de investir é a base - limite - sobre a qual Kalecki indica os fatores determinantes do investimento. Vimos que à medida que o investimento de toda a economia cresce, o sistema evolui de forma contraditória, uma vez que de um lado isso cresce os lucros dos capitalistas e de outro, cresce o estoque de capital. Os capitalistas não tomam decisões de investir como classe, de forma que o crescimento dos lucros correntes pode influir positivamente nas decisões de investir, pois reduz a taxa de risco do investimento tanto pelo crescimento da acumulação interna, quanto pela animação dos ímpetus capitalistas. Por outro lado, o crescimento do estoque de capital eleva o risco de expansão acima do crescimento da demanda efetiva do mercado, que nos termos de Keynes, como veremos a seguir, corresponde à diminuição da escassez do tipo de capital.

As variáveis correntes, no entanto, só podem ser tomadas como *proxy* dos acontecimentos futuros. Assim, se bem que a acumulação de recursos internos possam elevar o potencial de alavancagem da firma, novas decisões de investir devem levar em consideração novas perspectivas de lucros vis-à-vis alternativas de diversificação. Ao interpretar a acumulação interna como manutenção de ativos líquidos, sugeri que a cada nova decisão de investir o capitalista avalia a oportunidade de abrir mão desses fundos para adquirir novos ativos de capital, considerando o fato da taxa de risco

crescer vis-à-vis aplicações de curto prazo. "Assim, *ceteris paribus*, se o valor dos ativos realizáveis a longo prazo relativamente a todos os ativos disponíveis em posse do público se eleva"<sup>126</sup>, a taxa de risco cresce. Logo, não pode haver dúvidas quanto à semelhança das funções desempenhadas pela taxa de risco para Kalecki e de grau de incerteza para Keynes. Todas duas variam em sentido inverso à taxa de liquidez associada ao ativo.

---

<sup>126</sup> Kalecki (1985:119)

**Apêndice**  
**APRESENTAÇÃO DO MODELO FORMAL DOS DETERMINANTES**  
**DO INVESTIMENTO DE KALECKI.**

Neste apêndice, apresentarei a equação do investimento de Kalecki como apareceu em sua Teoria da Dinâmica Econômica no capítulo 9 e mostrarei seu desenvolvimento até a forma “completa” com variação dos estoques. Relembrando a fórmula:

$$D_t = F_{t+\tau} = aS_t + b \frac{\Delta P_t}{\Delta t} - c \frac{\Delta K_t}{\Delta t}$$

Sendo que a taxa de modificação do capital em equipamento fixo,  $\Delta K/\Delta t$ , é igual ao investimento em capital fixo antes da depreciação no mesmo período:

$$\frac{\Delta K}{\Delta t} = F_t - \delta,$$

onde,

$\delta$  é a depreciação do capital em equipamento. Daí:

$$F_{t+\tau} = aS_t + b \frac{\Delta P_t}{\Delta t} - c(F_t - \delta) + d$$

$$F_{t+\tau} = aS_t + b \frac{\Delta P_t}{\Delta t} - cF_t - c\delta + d$$

e dividindo tudo por  $1 + c$  ficamos com:

$$\frac{F_{t+\tau} - cF_t}{1 + c} = \frac{a}{1 + c} S_t + \frac{b}{1 + c} \frac{\Delta P_t}{\Delta t} + \frac{c\delta + d}{1 + c}$$

Rearrmando os termos:

$$F_{t+\theta} = \frac{a}{1+c} S_t + \frac{b}{1+c} \frac{\Delta P_t}{\Delta t} + d$$

onde,  $\theta$  é um hiato temporal menor que  $\tau$ , mas não muito, em vista de  $c$  ser muito pequeno. Segundo Kalecki, o motivo disto é que as flutuações de  $K$ , estoque de capital, são bastante pequenas.<sup>127</sup> E  $F_{t+\tau}$  é definido como a média ponderada de  $F_{t+\tau}$  e  $F_t$  pelos pesos  $1$  e  $c$ ; e  $b' = \frac{b}{1+c}$  e  $d' = \frac{c\delta + d}{1+c}$ .<sup>128</sup>

Os determinantes ficam, assim, reduzidos à acumulação interna e à taxa passada de modificação dos lucros. O aumento do estoque de bens de capital se reflete no denominador  $1 + c$  - efeito negativo sobre o investimento. E o coeficiente  $d'$  apresenta modificações somente a longo prazo, já que  $\delta$ , depreciação, só flutua a longo prazo - particularmente sob efeito de inovações.

Essa última equação aponta serem as decisões de investir em capital fixo função tanto do nível de atividades quanto da modificação desse nível. Desse modo, Kalecki afirma que o “princípio da aceleração” - expressa em  $\Delta P_t/\Delta t$  e  $\Delta K/\Delta t$  - é insuficiente para explicar as decisões de investir, por levarem em conta apenas as mudanças do nível de atividade, e não o próprio nível - expresso em  $S$ <sup>129</sup>. Já no que tange aos investimentos em estoque o “princípio de aceleração” é considerado por Kalecki como suficiente. Então, Kalecki supõe que a taxa de variação do nível de estoques é proporcional à taxa de modificação da produção ou do nível de vendas.<sup>130</sup>

Aqui, também existe uma defasagem do ajuste do estoque ao novo nível de produção.

Então:

$$J_{t+\theta} = e \frac{\Delta O_t}{\Delta t}$$

<sup>127</sup> Kalecki (1985:127, nota).

<sup>128</sup> Kalecki não faz essa mesma simplificação para  $a/1+c$  porque esse termo tem implicações importantes para a teoria do ciclo que desenvolve.

<sup>129</sup> Kalecki (1985: 139).

<sup>130</sup> Kalecki (1985:139).

$J_{t+\theta}$  é o investimento em estoque, com a mesma defasagem do investimento em capital fixo.

$\frac{\Delta O_t}{\Delta t}$  é a variação da produção por unidade de tempo.

A equação total do investimento apresenta-se como:

$$I = F + J,$$

e, daí:

$$I_{t+\theta} = \frac{a}{1+c} S_t + b' \frac{\Delta P_t}{\Delta t} + e \frac{\Delta O_t}{\Delta t} + d',^{131}$$

Para relembrar,  $(a/1+c) S_t$  depende do nível de atividade econômica - o que não aparece nos modelos de “aceleração” - e  $b' \Delta P_t/\Delta t$  depende das variações do nível de atividades.

Em termos de ciclo - flutuações ao redor do nível de depreciação, portanto, sem a influência de  $d'$ , Kalecki conclui que a economia se encontrará numa situação estática - em termos de equações diferenciais é a solução do caso homogêneo com o termo constante igual a zero.

*“De fato, se o investimento bruto em capital fixo estiver ao nível da depreciação, irá gerar uma poupança bruta igual, e como essa poupança beneficia exclusivamente as firmas, tenderá a ser reinvestida. Ademais, o volume do capital em equipamentos será mantido constante; os lucros e a produção permanecerão sem alteração porque são determinados pelo nível do investimento, e, uma vez que a produção é estável, nenhuma alteração dos estoques irá se verificar.*

*Enquanto as condições acima se mantiverem, o sistema permanecerá estático, exceto no que diz respeito às flutuações cíclicas em torno do nível onde o investimento se iguala à depreciação”.* (Kalecki,1985:185).

Dai, conclui-se que o crescimento a longo prazo só pode vir do elemento  $d'$ - associado às inovações. Isso porque as inovações tornam novos investimentos mais atraentes, e apresentam uma perspectiva de lucros crescentes, eliminando, por assim

dizer, o princípio do risco crescente. O investimento líquido em capital fixo será maior do que a depreciação. Daí que

*“está claro que um fluxo constante de invenções provoca acréscimos de investimento a um ponto acima do nível resultante de nossos determinantes básicos. As invenções, portanto, transformam o sistema estático em outro, sujeito a uma tendência ascendente”.* (Kalecki, 1985:186).

Vê-se que Kalecki não negligenciou os efeitos da inovação sobre o crescimento a longo prazo, que a rigor deve ser analisado conjuntamente com o ciclo. Insatisfeito com essa versão, que ora é apresentada, Kalecki ainda elabora outra em 1968<sup>132</sup> para explicar melhor este termo d'. Nossa pesquisa tem o objetivo básico de estudar os determinantes do investimento, procurando uma compatibilização das teorias apresentadas por Keynes e Kalecki. Não nos preocupamos, a rigor, com a discussão dos ciclos, muito embora tanto a teoria de Kalecki quanto a de Keynes levem-nos diretamente a este ponto - para Kalecki, teoria do investimento e dinâmica cíclica são idênticas. Por outro lado, a dinâmica engendrada pela demanda efetiva precede e pode negligenciar a mudança estrutural. Nesse sentido, deixaremos de lado a questão do desenvolvimento ou crescimento a longo prazo para enfocar nosso objetivo direto.

---

<sup>131</sup> Segue-se, desta equação, a possibilidade de convertê-la em uma equação de diferenças finitas linear de segunda ordem, e daí retirar conclusões sobre as características das flutuações cíclicas mediante manipulação dos valores dos parâmetros. Para ter um exemplo disso ver Possas (1987:147 e segs).

<sup>132</sup> Kalecki (1983).

## Capítulo 4

### DECISÕES DE INVESTIR EM KEYNES

#### 4.1 *Introdução*

A proposta deste capítulo é apresentar a teoria do investimento de Keynes à luz de sua formulação geral como uma escolha de portfólio. Este diz respeito aos ativos e às dívidas contraídas para adquiri-los. As dívidas são estabelecidas contratualmente, de forma que são desembolsos certos, enquanto os ativos apenas prometem um retorno incerto. Tal incerteza varia com o grau de liquidez do ativo. Em extremos opostos, sob o critério de liquidez, estão os ativos de capital (ou “instrumentais”) – ilíquidos – e os ativos monetários – totalmente líquidos – e, entre eles, os ativos de capital líquido (estoques) e os vários ativos financeiros. Os ativos monetários não rendem retornos explícitos, apenas são liquidáveis a qualquer instante sem perda de valor, i. e., são plenamente seguros. Já ativos de capital possuem a propriedade de gerar retornos explícitos, mas estes são incertos. Neste esquema, quanto maior o peso no portfólio dos ativos ilíquidos, capital fixo, maior o grau de incerteza quanto à possibilidade de honrar os compromissos contratualmente estabelecidos para a compra dos mesmos. Enfim, o grau de liquidez desejável do portfólio é que define quanto de ativos de capital serão mantidos no mesmo. A aproximação do que se segue com a interpretação pós-keynesiana é proposital. Primeiro porque é nítido que só esta vertente restaura de modo coerente a preferência pela liquidez, na medida em que incorporam a incerteza ao ambiente em que as decisões são tomadas. Segundo, ligado ao primeiro, por que a moeda incorpora-se ao sistema de forma inextricável, vale dizer, sem moeda não existe capitalismo. Uma terceira razão é que, nesta vertente, a oferta de moeda é endógena ao sistema, uma vez que sua definição é mais ampla do que a adotada pela teoria ortodoxa. Colocada desta maneira, a escolha do portfólio torna-se algo totalmente distinto da perspectiva fisheriana, discutida no primeiro capítulo. Lá, a moeda não tem papel nesta escolha. Aqui, ela é um dos ativos que podem ser escolhidos. E isso faz toda diferença, como veremos.

Pretendo mostrar que a limitação ao investimento se dá pela taxa de liquidez associada a cada ativo sob avaliação do agente, determinada pelo grau de incerteza que o agente confere àquela aplicação, e variando em sentido inverso a ele. Em Kalecki,

como foi visto, a taxa de risco é que desempenha este papel de limitadora do investimento. Keynes oferece uma formulação mais genérica do que Kalecki, na medida em que sua formulação contempla um agente que está avaliando não só ativos de capital, mas ativos financeiros e monetários.

O presente capítulo constitui-se de uma seção que discute a teoria geral da escolha da aplicação de riqueza, tal como pode ser vista no capítulo 17 da Teoria Geral. A segunda seção mostrará o conceito de eficiência marginal do capital e a decisão de investir em um ativo específico: o capital fixo. Finalmente, jogam-se luzes sobre as possíveis relações entre a teoria de investir de Keynes e de Kalecki que será mais profundamente discutida no capítulo posterior que fecha o trabalho.

#### 4.2 Teoria Geral da Aplicação do Capital

Pode parecer estranho à primeira vista seguir um caminho inverso ao que foi proposto pelo próprio formulador de uma teoria. No entanto, parece-me adequado fazê-lo no caso do Livro IV da Teoria Geral de Keynes, tendo em vista a interpretação aqui proposta, qual seja, a de partir de uma análise geral das decisões de aplicação da riqueza para uma análise particular desta aplicação que é o investimento em capital fixo. Por isso, partirei da análise do capítulo 17 da Teoria Geral e analisarei os ativos constituintes de uma carteira simples como proposto por Keynes. Keynes, no Livro IV cap. 11, começa avaliando a decisão de investir em ativos fixos ou ilíquidos, depois passa a discutir, cap. 12, a escolha de outros ativos mais líquidos para composição do portfólio, até chegar a análise, capítulos 13 e 15, da demanda por moeda, i. e., a manutenção de ativos totalmente líquidos. Finalmente, no capítulo 17, Keynes faz uma análise conjunta de todos os ativos<sup>133</sup>, cujos atrativos para serem demandados foram discutidos em separado nos capítulos anteriores. Entendemos que o caminho escolhido por Keynes, análise parcial dos determinantes da demanda de cada ativo até a teoria geral do capítulo 17, obscurece as interdependências existentes na demanda dos ativos. A partir disso, a proposta aqui é proceder de modo inverso, ou seja., mostrar a teoria geral da aplicação do capital e, depois, a aplicação particular em capital fixo. Doravante, faço uma distinção: aplicação de capital diz respeito a decisões gerais sobre as formas

---

<sup>133</sup> Segundo Possas (1986:301): "É, na verdade, uma versão muito compacta e simplificada de uma teoria de aplicação financeira *lato sensu* (*portfolio*), onde um ativo de capital fixo de grande durabilidade é apenas a extremidade ilíquida de um espectro de ativos que contém, no extremo oposto, saldos monetários."

de preservar e/ou acumular riqueza; e investimento é a aplicação específica em bens de capital com os mesmos objetivos. Neste sentido, entendo ser a teoria do investimento de Kalecki uma proposição particular da teoria geral da aplicação de capital de Keynes.<sup>134</sup>

Segundo Minsky (1975:69), carteira ou portfólio é "*a propriedade ou controle de ativos e das obrigações colocadas para alcançar esta propriedade e controle*". A composição da carteira dos agentes será montada segundo suas percepções do grau de confiança associado ao retorno - explícito ou implícito - de cada ativo componente da carteira. Da mesma forma, a composição da carteira deve levar em conta as dívidas colocadas para a aquisição do ativo, uma vez que essas dívidas representam comprometimento de pagamentos que influem negativamente na retribuição total do ativo. Portanto, a composição do portfólio condensa as "*visões passadas e correntes sobre os retornos futuros das unidades particulares, como também da economia*"<sup>135</sup>. A questão que temos que abordar centra-se, então, em saber que fatores devem ser considerados para a constituição do portfólio numa forma determinada. Os óbvios efeitos disto para nossa discussão central é que os ativos instrumentais (capital fixo) estão envolvidos nestas decisões, competindo, deste modo, com outras formas de manutenção e acumulação de riqueza.

No capítulo 17 Keynes relaciona três atributos possuídos em proporções distintas por cada ativo que determinam a "*retribuição total que se espera da propriedade de um ativo*"<sup>136</sup> ou o preço de demanda do ativo, como:

- 1) os ativos proporcionam algum rendimento (q) líquido das despesas correntes, atribuído a seu uso;
- 2) os ativos sofrem alguma espécie de desgaste ou possuem custos de manutenção (c), inclusive custos do financiamento da compra do ativo;
- 3) a posse de ativos oferece alguma segurança para o proprietário do mesmo, seja para liquidar dívidas seja para manter o valor da riqueza, ao que Keynes denominou de prêmio de liquidez (l). Liquidez é a capacidade do ativo de transformar-se imediatamente em outro ativo qualquer mantendo seu valor inicial<sup>137</sup>. Este, como se

---

<sup>134</sup> Peço a paciência do leitor para esperar uma discussão mais clara destas idéias mais adiante.

<sup>135</sup> Minsky (1975:69).

<sup>136</sup> Keynes (1964:218).

<sup>137</sup> "Liquidez é um conceito bi-dimensional. Ele se refere ao tempo de duração requerido (ou que se espera requerer) para dispor de um ativo e à capacidade deste ativo de conservar seu valor no tempo considerado". Carvalho (1992:85).

nota, não é um atributo que se revelará em alguma parcela do produto decorrente do ativo (por seu uso ou simples manutenção) no fim do período.<sup>138</sup>

Keynes exprimiu a retribuição total dos ativos como uma taxa, a que chamou de taxa própria de juros, no que, deduz-se,  $q$ ,  $c$  e  $l$  são proporções relativas ao custo de aquisição do ativo. Então, a taxa própria de juros que se espera de qualquer ativo será igual "ao seu rendimento menos a sua despesa de armazenagem [ou manutenção] mais o seu prêmio de liquidez, ou seja  $q - c + l$ ."<sup>139</sup> Além dessas, pode-se acrescentar também a apreciação (depreciação) dos preços de mercado do ativo ( $a$ )<sup>140</sup>, no fim do período de manutenção, em relação ao preço de aquisição do mesmo. Enfim, a taxa própria de juros é a soma desses atributos:

$$a + q - c + l$$

Em termos gerais podemos classificar três tipos de ativos segundo seus atributos  $a + q - c + l$ , a saber: ativos de capital ou instrumentais; ativos financeiros e moeda.<sup>141</sup>

Os ativos instrumentais e financeiros têm a propriedade ou dão o direito a seu possuidor de auferir um fluxo monetário ao longo de um determinado período. Somente a produção de um novo ativo de capital deve ser considerada como um investimento para a sociedade. Os ativos de capital e financeiros podem ser revendidos, mas isto não significa a criação de riqueza nova do ponto de vista social. O que isso representa é apenas uma transferência patrimonial. Em outras palavras, a propriedade mudou de dono. Os ativos financeiros novos também não significam necessariamente que nova capacidade produtiva será criada. Muito embora a emissão de títulos de dívida ou subscrição de ações possa servir para esse fim, ela também pode servir para a compra de outros ativos financeiros (se se julga que serão valorizados mais no futuro do que a dívida emitida para a compra do mesmo), ou para o pagamento de dívidas passadas. De todo modo, quem compra um ativo financeiro não está fazendo um investimento, mas sim uma aplicação.<sup>142</sup>

<sup>138</sup> "Não há, por assim dizer, nenhum resultado em forma de produção no fim do período considerado, e, não obstante, é algo pelo qual as pessoas estão dispostas a pagar um preço." Keynes (1964:218).

<sup>139</sup> *op.cit.*, pp. 218-19.

<sup>140</sup> É em cima deste atributo que os especuladores buscam, no sentido restrito dado por Keynes (1964:cap. 12) à especulação, obter valorização de sua riqueza.

<sup>141</sup> Minsky (1975) e Davidson (1994). Keynes, no mesmo capítulo 17, analisa três tipos de ativos: capital instrumental, com  $q - c$  positivo e  $l$  tendendo a zero; capital líquido, com custos de armazenagem ( $c$ ) superando sua liquidez ( $l$ ), muito embora admita que sua apreciação ( $a$ ) pode compensar seus custos de armazenagem em situações especiais; e, finalmente, moeda que possui um prêmio de liquidez que compensa a sua não capacidade de gerar renda.

<sup>142</sup> "A compra de um ativo financeiro nunca é um investimento no vocabulário de Keynes. Do ponto de vista da comunidade, qualquer transação envolvendo ativos financeiros é uma *transferência de ativos* entre o comprador e o vendedor" Davidson (1994:49).

Os ativos instrumentais são bens de capital, planta ou equipamento produtivo. A aquisição de um ativo de capital é realizada para, através de seu uso, produzir bens e serviços que devem ser vendidos para gerar renda. A venda é incerta. Depende da demanda efetiva de consumidores e investidores. Haverá investimento se se espera que os resultados das vendas, os  $q$ 's acima, sejam suficientes para cobrir os custos de carregamento,<sup>143</sup> os  $c$ 's anteriormente citados, ao longo de sua vida econômica e, ainda, cubram o - ou pelo menos iguale-se - preço exigido pelo produtor do ativo de capital. O montante a ser recebido é incerto e variável. O valor esperado ( $q$ ) pela utilização do ativo de capital deve depender de fatores estruturais, tais como: estrutura do mercado e nível de atividade; e de fatores subjetivos, como: otimismo ou pessimismo do avaliador e de seus avalistas.<sup>144</sup> Por outro lado, os ativos de capital caracterizam-se por serem ilíquidos, i. e., sua qualidade de transformar-se em moeda ou outro ativo imediatamente e sem perdas de capital é zero.<sup>145</sup>

A aquisição do ativo de capital dá-se, portanto, apesar das condicionalidades subjacentes, devido a seu atributo de os rendimentos esperados superarem seus custos de manutenção.

Ativos financeiros, por seu turno, diferenciam-se dos ativos de capital por estabelecerem contratualmente os fluxos de caixa a serem recebidos em cada momento do período de sua existência. Ademais, os ativos financeiros possuem maior liquidez que os ativos de capital, uma vez que apresentam mercados secundários bem organizados e/ou são garantidos por instituições nas quais os participantes do mercado tem confiança, supondo situações “normais”. Os possuidores de ativos financeiros podem desfazer-se deles a qualquer momento, mas ao custo de não saber antecipadamente quanto em moeda valerá seu ativo. Minsky (1975:71), por exemplo, contrapõe aos ativos de capital os títulos de dívida governamentais. Geralmente, espera-

---

<sup>143</sup> No capítulo em que discutimos a determinação dos lucros em Keynes o leitor encontrará os custos envolvidos pelo "carregamento" do ativo. Chamo a atenção para os custos de uso e suplementares.

<sup>144</sup> Nas palavras de Minsky (1975:71): “Em qualquer tempo o montante de moeda que pode ser aumentado por uma tal transação [venda ou hipoteca de uma planta em troca de empréstimo] depende das visões de outros operadores e potenciais operadores [do ativo de capital], (...), dos banqueiros, comerciais e de investimentos, sobre a habilidade [deste ativo específico] de gerar fluxos de caixa, (...), no ambiente econômico antecipado”.

<sup>145</sup> A liquidez de um ativo é determinada institucionalmente e, por isso, a liquidez associada a um ativo pode variar ao longo do tempo. Como observou Carvalho (1992:87) a liquidez depende da organização do mercado deste ativo e das regras colocadas na formação do mesmo que determinarão a densidade, que se refere ao tamanho e substitutibilidade entre os itens do mercado, e a permanência, que se refere ao período de operação do mercado. Wray (1990:170) também relaciona bons mercados secundários; garantia de seu valor dado pelo governo ou por instituições confiáveis; riqueza e outras características do

se que o governo seja capaz de honrar seus compromissos garantindo o valor monetário de seu título. Além disso, títulos de dívida de governos têm um mercado secundário bem organizado.<sup>146</sup> Portanto, além de prover algum rendimento ( $q - c$ ) os ativos financeiros ainda possuem alguma liquidez ( $l$ ), além de, em certas circunstâncias, poderem se apreciar ( $a$ ). Porém, quanto mais líquidos, menor sua capacidade de prover rendimentos. Ou seja, por terem um prêmio de liquidez elevado, seu emissor pagará uma taxa de juros baixa ou nula.

Finalmente, o capitalista tem à sua disposição a escolha da moeda como forma de manter sua riqueza. Qual a vantagem de manter moeda como reserva de valor? Em relação a si mesma a moeda não pode se apreciar ou depreciar<sup>147</sup>. A moeda também não dá o “direito” a nenhum rendimento ( $q$ ). Contudo, a moeda possui liquidez plena, i. e., a qualquer momento que se queira, pode-se trocar moeda por qualquer outro ativo sem que ela perca valor nominal. Moeda também serve para liquidar dívidas. Uma vez que os contratos são denominados em moeda, a própria moeda torna-se um ativo seguro para saldar dívidas. Segundo Keynes (1964:228): “*Há uma vantagem manifesta em conservar ativos no mesmo padrão em que irão vencer-se os compromissos futuros*”. Além disso, os custos de manutenção da moeda são baixos. Dessa forma, o prêmio de liquidez da moeda é um ( $l = l$ ).

Este modelo de avaliação dos ativos, proposto por Keynes no capítulo 17, estabelece que o ativo será escolhido para compor o portfólio de um agente à medida que sua retribuição total ( $a + q - c + l$ ) superar a dos demais ativos. O processo de aquisição do ativo “terminaria” quando, na avaliação subjetiva do agente, a taxa própria de juros desse ativo se igualasse a de cada outro. Segue-se que os motivos para se demandar qualquer ativo - líquido ou ilíquido - estão contemplados na discussão do capítulo 17 da Teoria Geral.

Assim, utilizando-nos dos determinantes das retribuições totais dos ativos ( $a + q - c + l$ ), podemos determinar as vantagens relativas da manutenção de cada ativo.<sup>148</sup> Considere os subscritos  $t$  e  $m$  como relativos a títulos de dívidas e moeda,

---

emissor, e baixos custos de carregamento ou manutenção”, como características influentes na liquidez do ativo.

<sup>146</sup> Estamos seguindo a definição de mercado bem organizado sugerida por Davidson (1994:49): “Um mercado bem organizado é aquele em que não há custos para o encontro de compradores e vendedores. Um mercado bem organizado requer um produto padronizado com baixo custo de carregamento”.

<sup>147</sup> Para nossos propósitos não estamos considerando a valorização ou desvalorização da moeda de um país ante moedas de outros países, nem a valorização ou desvalorização da moeda face a mercadorias.

<sup>148</sup> O que se segue está baseado em Carvalho (1992:98 e segs.).

respectivamente. Para que não haja desejo de mudar a composição do portfólio, um aplicador deve igualar os retornos totais esperados de cada ativo:

$$a_t + q_t - c_t + l_t = a_m + q_m - c_m + l_m$$

Assumindo  $a_m = q_m = c_m = 0$ , e rearrumando os termos, teremos:

$$a_t + q_t - c_t = l_m - l_t$$

o que mostra que, para ser vantajoso manter um título em carteira, é necessário que seu rendimento compense a perda de liquidez quando comparado com a moeda (ativo plenamente líquido). O mesmo pode ser estabelecido para qualquer ativo. Suponha que nossa comparação seja entre um ativo de capital e um título de dívida, tendo o primeiro o subscrito  $k$ .

$$a_k + q_k - c_k + l_k = a_t + q_t - c_t + l_t$$

A vantagem comparativa entre os dois ativos seria dada por:

$$(a_k + q_k - c_k) - (a_t + q_t - c_t) = l_k - l_t$$

Os resultados acima mostram que o excesso de rendimentos esperados dos ativos de capital em relação à moeda e aos títulos, e destes em relação à moeda, deve compensar a perda de liquidez.

#### 4.3 *Taxa Própria de Juros da Moeda e Preferência pela Liquidez*

Pelo que foi discutido anteriormente não precisaríamos de nenhum novo conceito para estabelecermos as decisões de aplicação dos agentes - e entre elas as decisões de investir. Os ativos são escolhidos segundo suas vantagens relativas, medidas pela retribuição total advinda de sua posse, ou, na terminologia do capítulo 17 de Keynes, pela maior taxa própria de juros. Mas, como havíamos afirmado antes, Keynes seguiu um caminho diferente do que propomos no início deste capítulo. Ao invés de apresentar a teoria geral do capítulo 17 desde logo, Keynes discutiu passo a passo as razões de se demandar ativos de capital – capítulo 11 -, e moeda em relação a títulos de

dívida – capítulos 13 e 15 -, o que mais obscureceu as relações inextricáveis destas decisões, que como se vê no capítulo 17 são uma só.<sup>149</sup>

Revertendo a argumentação, viso deixar claro ao leitor de que ângulo estaremos olhando as propriedades particulares de cada ativo. Em outras palavras, a leitura que faremos dos conceitos de preferência pela liquidez, eficiência marginal do capital e preço de demanda do ativo já estão contempladas na discussão anterior sobre os atributos dos ativos.

Nos capítulos 13 e 15 da Teoria Geral, Keynes estabelece as razões para se preferir liquidez. Como se sabe, Keynes relacionou três motivos para essa preferência:

- a) motivo transação – “para garantir a transação entre o recebimento e o desembolso da renda”<sup>150</sup> – no caso das famílias -, ou “assegurar o intervalo entre o momento em que começam as despesas com a produção e aquele em que se recebe o produto das vendas”<sup>151</sup> – no caso das firmas;
- b) motivo precaução – para “atender às contingências que requerem despesas inesperadas e às oportunidades imprevistas de realizar compras vantajosas, bem como conservar um ativo de valor fixo em termos monetários para corresponder a uma obrigação estipulada em dinheiro”<sup>152</sup>;
- c) motivo especulação – “o propósito de conseguir lucros por saber melhor que o mercado o que o futuro trará consigo”<sup>153</sup>.

Pelas definições acima, é óbvio que a preferência pela liquidez decorre das incertezas subjacentes ao ambiente econômico. A moeda é então um porto seguro para a riqueza, uma vez que ela é a representação indistinta de riqueza. Em mais de um momento, Keynes nos lembra que a moeda nos dá segurança face ao futuro incerto.<sup>154</sup> Então, devido à incerteza, mantém-se recursos líquidos para *assegurar* a realização de transações correntes; *garantir* o pagamento dos compromissos financeiros colocados para adquirir um ativo denominado em moeda; e *especular* com taxas de juros e preços dos ativos no futuro.

---

<sup>149</sup> Como afirma Possas (1986:302): “...como pertencentes a um *mesmo* conjunto de decisões capitalistas quanto à forma em que manter a riqueza existente e que forma dar à riqueza nova (investimento).”

<sup>150</sup> Keynes (1964:190).

<sup>151</sup> *Idem*.

<sup>152</sup> *Ibidem*.

<sup>153</sup> *Opcit*, p.166.

<sup>154</sup> Keynes (1978: 173).

Para Minsky (1975:75), a função de liquidez apresentada por Keynes<sup>155</sup> está aquém de suas sugestões em várias passagens da Teoria Geral, uma vez que simplifica a preferência por liquidez a uma função dependente da renda e da taxa de juros. Minsky considera que nesta função deveriam entrar também o preço de demanda dos ativos de capital e o motivo precaução “devido aos compromissos financeiros pendentes”, necessários para a compra do ativo.

Além disso, liquidez é uma questão de grau, i. e., todo ativo possui liquidez em alguma medida, mesmo que no caso de ativos de capital esta se aproxime de zero. Assim, a preferência pela liquidez “é uma preferência por ativos de maior liquidez”<sup>156</sup>, de modo que ativos financeiros – tais como títulos de dívida de governos, ou dívidas privadas garantidas pelo governo como, por exemplo, os depósitos bancários – podem “acalmar nossa inquietação”, ou seja., podem satisfazer um certo desejo de segurança propiciado pela liquidez. Portanto, não se deve confundir preferência por liquidez com demanda de dinheiro.

Um outro elemento fundamental para nossos objetivos,<sup>157</sup> é o motivo *finance* para se demandar liquidez. Este último motivo não está listado na Teoria Geral. Ele surgiu de debates no *Economic Journal*, travados entre Keynes, defendendo sua teoria da preferência da liquidez dos juros, e Ohlin, Hicks, Hawtrey e Robertson, defendendo a teoria dos fundos emprestáveis como semelhante à de Keynes, logo após a publicação da Teoria Geral.<sup>158</sup> Segundo Keynes, demanda-se poder de compra para se efetivar gastos decorrentes da decisão de investir antes que o investimento e a poupança dela decorrentes se efetivem. Assim,

*“uma decisão de investimento (o investimento ex ante do Prof. Ohlin) pode algumas vezes envolver uma demanda temporária de dinheiro, antes de ser posta em prática, inteiramente distinta da demanda de saldos ativos, que surgirá como resultado da atividade investidora enquanto a mesma se processa”.*(Keynes, 1987:151).

Esse *finance* será fornecido ou pela subscrição de ações no mercado de capitais ou junto às instituições financeiras, que se tornarão menos líquidas, i. e, aumentarão suas dívidas - no caso de bancos, crescerão seus depósitos para emprestar aos

---

<sup>155</sup> Keynes (1964:194) apresenta a seguinte função:  $M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r)$ , onde M é a quantidade de moeda demandada; é em parte função da renda Y e em parte da taxa de juros r.

<sup>156</sup> Wray (1990:16).

<sup>157</sup> Não custa lembrá-los: busca-se nesta dissertação evidenciar os aspectos semelhantes das teorias do investimento de Kalecki e Keynes.

<sup>158</sup> Keynes (1987).

investidores - para financiar o investimento. Evidentemente, reconhece Keynes, "há um limite para os compromissos que o mercado concordará em assumir antecipadamente".<sup>159</sup> Os recursos adiantados na forma de *finance* tendem a voltar para o início do circuito (por exemplo, como depósitos bancários dos assalariados, dos produtores de matérias-primas, etc) reconstituindo a liquidez anterior, de modo que, novamente, pode-se adiantar recursos a título de *finance* para os que desejam investir.<sup>160</sup> Se as decisões de investir forem constantes não haverá pressões adicionais sobre a demanda de poder de compra, de modo que o fundo rotativo se recompõe de forma suficiente para financiar as demandas correntes.<sup>161</sup> Contudo,

*"uma pressão para garantir mais recursos que os habituais pode facilmente afetar a taxa de juros, pela influência exercida sobre a demanda de dinheiro; e, a menos que o sistema bancário esteja preparado para aumentar a oferta de dinheiro, a falta de finance pode provar ser importante obstáculo para mais que certo número de decisões de investimento em pauta ao mesmo tempo".*(Keynes, 1987:153, grifos meus).

Keynes afirma, peremptoriamente, que *finance* não é poupança, uma vez que aquele precede esta. "No estágio 'financeiro' das providências, não houve por parte de ninguém a efetivação de poupança líquida"(...), pois o *finance* e compromissos de *finance* "são simples entradas contábeis de crédito e débito, que facilitam aos empresários ir adiante com segurança".<sup>162</sup> Apenas uma decisão das instituições financeiras de não dispor o *finance* em termos razoáveis é que levará a um congestionamento dos investimentos, uma vez que a poupança surgirá - e no mesmo montante dos investimentos - após terem sido realizados os gastos de investimento através da operação do multiplicador.<sup>163</sup> Ou

---

<sup>159</sup> Keynes (1987:152) diz isso e remete o leitor, em nota de rodapé, à leitura de Kalecki "Uma teoria dos Ciclos de Negócios"(1937:85), tradução para o português em Kalecki (1983).

<sup>160</sup> Keynes (1987:152-53).

<sup>161</sup> Keynes (1987:168) afirma que "*finance* constitui, essencialmente, um fundo rotativo.(...) Logo que é "usado", no sentido de ser gasto, a falta de liquidez é automaticamente compensada e a disposição de iliquidez temporária está de novo pronta a ser usada mais uma vez".

<sup>162</sup> Keynes (1987:153).

<sup>163</sup> A questão sobre o *finance* deu lugar à discussão se para a continuidade da renovação do mesmo haveria ou não dependência da *poupança desejada* (Asimakopulos 1983, 1986), para fornecer o *funding* - troca de dívidas de curto prazo por dívidas de longo prazo. Endossamos a idéia de que o *finance* ampliado continua sendo determinado pela preferência pela liquidez do público e das instituições financeiras. Uma vez que a escolha de manter títulos de curto e longo prazo é uma decisão de preferência por liquidez. Se a preferência do público for por manter títulos de curto prazo, as instituições financeiras deverão manter portfólios menos líquidos - rolando dívidas de curto prazo para manter títulos de longo prazo - e/ou pagando prêmios mais altos para o público abrir mão de liquidez - ou seja, aceite trocar títulos de curto prazo por títulos de longo prazo. [Ver Wray (1990:cap.6); Kregel (1986); Davidson (1986)]

seja, só uma decisão de não abrir mão de liquidez - ou fazê-lo em termos impeditivos - é que pode frear os investimentos desejados pelos investidores.<sup>164</sup>

Como mostrado no tópico precedente, quanto maior a preferência pela liquidez, maior deverá ser o prêmio pago por sua renúncia. Em outras palavras, se se pretende abrir mão de um ativo líquido por outro menos líquido<sup>165</sup>, o prêmio pela liquidez variará em proporção direta com a preferência pela liquidez. Tal prêmio - para abrir mão da liquidez - nada mais é que a taxa de juros. Nas palavras de Keynes:

*“a simples definição de taxa de juro diz-nos, palavra por palavra, que ela é a recompensa da renúncia à liquidez por um período determinado; porque a dita taxa não é, em si mesma, outra coisa que o inverso da relação existente entre uma soma de dinheiro e o que se pode obter abandonando por um período determinado o controle dessa quantia em troca de uma dívida”.*  
(Keynes, 1964:162-63)

Não obstante termos sugerido que a oferta de poder de compra para Keynes não seja fixa - como podemos ver em sua discussão sobre o motivo *finance* -, devemos reconhecer que na Teoria Geral tal proposição não é clara. Em geral<sup>166</sup> a interpretação é de que na Teoria Geral a oferta de poder de compra é fixa devido às elasticidades de produção<sup>167</sup> e substituição serem consideradas por Keynes como nulas.<sup>168</sup> Todavia, em outros lugares, Keynes reconhece o poder dos agentes privados - particularmente bancos, mas não só - de emitir poder de compra. Assim, afirma Keynes (1964:163 n. 75), *“podemos, por exemplo, considerar dinheiro qualquer domínio sobre um poder geral de compra do qual o possuidor não se aparta por um período superior a três meses”*, (...) como *“podemos também escolher um mês, três dias ou três horas(...)”*, de modo que *“[c]onvém freqüentemente, na prática, incluir no dinheiro os depósitos a prazo nos bancos, e mesmo, às vezes, certos instrumentos de crédito como, por exemplo, os Bônus do Tesouro”*, no qual nos sugere que aquilo que serve como moeda está delimitado no tempo. Dependendo do grau de confiança (liquidez) depositados em

---

<sup>164</sup> Deixamos propositadamente em aberto as razões de se cessar o fornecimento de *finance* por parte das instituições financeiras. Se para ofertar *finance* elas só precisam realizar uma operação contábil, por que não fazê-lo? Por que cresce sua preferência pela liquidez e, conseqüentemente, o prêmio exigido para abrir mão de liquidez? Adiante teremos respostas.

<sup>165</sup> No capítulo 13, Keynes compara moeda e títulos de dívida. Propomos a generalização para qualquer relação entre ativos mais e menos líquidos.

<sup>166</sup> Tanto em livros textos de Macroeconomia, como por pós-keynesianos, como Costa (1993).

<sup>167</sup> Esta elasticidade é definida por Keynes como “a reação do volume de mão-de-obra dedicado a produzi-la diante de um aumento na quantidade de trabalho que se pode comprar com uma unidade da mesma”. Keynes (1964: 222) Isto é, “não se pode empregar trabalho em produzir mais moeda”. Keynes (1964:226). Veja também Davidson (1981, 1994).

<sup>168</sup> Keynes (1964:222-226).

um ativo, este poderá ser usado como poder de compra geral. Sendo assim, a quantidade efetiva de moeda disponível seria determinada endogenamente. Deste modo, poderíamos reconhecer, nesta passagem, certa flexibilidade de Keynes na própria Teoria Geral e seguirmos em frente; ou, adotar a leitura convencional da Teoria Geral afirmando, assim, que nela a oferta de poder de compra é exógeno, ao que se deve seguir uma crítica a Keynes por este "equivoco". Contudo, observando seus artigos em defesa da Teoria Geral, devemos ressaltar sua remição particularmente evidente em sua discussão sobre o motivo *finance*, onde a oferta de poder de compra é prontamente ajustada à demanda - desde que algum agente, o público ou as instituições financeiras, esteja desejoso de se tornar ilíquido.

Estamos entrando no segundo fator considerado por Keynes como determinante da taxa de juros: a quantidade de moeda disponível. Porque a taxa de juros é *"o 'preço' mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível"*.<sup>169</sup>

A característica essencial da moeda para Keynes é ela ser equivalente geral, i. e., unidade de conta. Moeda é a referência de valor para todos os contratos da economia<sup>170</sup>, à vista ou a prazo. Assim, como unidade de referência para todos os contratos, estes podem ser plenamente realizados por qualquer instrumento da mesma forma referenciado em moeda. Em outras palavras, qualquer instrumento que seja capaz de liquidar uma dívida referida em moeda, à vista ou a prazo, é considerado moeda. Se se espera que essa unidade de conta se mantenha por tempo indeterminado - ou por longo tempo - o instrumento que serve para liquidar dívidas, presentes e futuras, passa a servir de reserva de valor contra as vicissitudes inesperadas ou por motivo especulativo.

Moeda é poder de compra geral. Dessa maneira, qualquer ativo que seja capaz de liquidar uma dívida denominada em moeda, à vista ou a prazo, é considerado moeda.<sup>171</sup> Moeda pode então ser criada quando se "financia a propriedade ou produção de bens, serviços e ativos" – reais ou financeiros. Ou seja, moeda é criada

---

<sup>169</sup> Keynes (1964:163).

<sup>170</sup> "Qualquer coisa que desempenhe este papel (meio de pagamento), de acordo com estipulações contratuais, isto é, com as obrigações colocadas em termos de moeda de conta, é moeda". Carvalho (1992:101).

<sup>171</sup> Carvalho(1992:101): "Qualquer coisa que desempenhe este papel [de meio de pagamento], de acordo com o estipulado no contrato, isto é, com as obrigações colocadas em termos de moeda de conta, é moeda".

contabilmente, quando uma instituição financiadora cria uma dívida contra si<sup>172</sup> para emprestar poder de compra a uma unidade gastadora. A quantidade de moeda cresce à medida que as relações de débito e crédito crescem, pois estas relações, estes contratos, são denominados em moeda.

Os instrumentos que funcionarão como poder de compra geral mudam no tempo, de acordo com a organização dos mercados. Os ativos, que serão considerados poder de compra geral, são os que tiverem um mercado bem organizado e um agente que garanta sua conversibilidade à unidade de conta a taxas fixas ou quase fixas.<sup>173</sup> Nesse sentido, Keynes inclui, além da moeda de curso forçado, os depósitos à vista e os títulos da dívida do governo.<sup>174</sup>

A disponibilidade efetiva de moeda não pode estar restrita às exigências de reservas das autoridades monetárias (Banco Central). Poder de compra geral pode ser criado por instituições privadas - particularmente, pelas instituições financeiras - através de diminuições na liquidez de seus portfólios - por exemplo, quando a instituição emite uma dívida para financiar um gasto, no caso de bancos quando abrem uma conta de depósito para realizar um empréstimo, e só depois as reservas afluem para repor a liquidez perdida.<sup>175</sup> Da mesma forma que qualquer instituição privada numa economia capitalista, as instituições financeiras cederão crédito - tornar-se-ão menos líquidas - se os lucros esperados compensarem a segurança perdida. Isto significa que a escolha da liquidez do portfólio, portanto, a oferta de poder de compra imediato, dependerá da preferência pela liquidez da instituição *vis-à-vis* sua busca de lucratividade.<sup>176</sup> Por outro lado, uma atividade totalmente acomodatória do desejo de poder de compra está descartada, isto devido à relação segurança/lucratividade das instituições financeiras. Quanto menos líquido estiver o portfólio dessas instituições, maiores os riscos de perda esta corre. Essa proposição não é contrária à idéia de Keynes de que

---

<sup>172</sup> Obviamente esta dívida deve ser considerada como meio de pagamento.

<sup>173</sup> Davidson (1994:135-36).

<sup>174</sup> Keynes (1964:163).

<sup>175</sup> O sentido é o mesmo do fundo rotativo (*finance*) aqui empregado para qualquer tipo de demanda por poder de compra. A questão que se mantém é de onde buscar, por parte daqueles que emprestaram, o influxo de liquidez perdida. Veja que, no caso de instituições financeiras, há uma série de meios para isso. Por exemplo: o interbancário, as janelas de redesconto do Banco Central, etc. Observa-se, ainda, que os incentivos para tornarem-se menos líquidos dependem, em parte, dos arranjos institucionais particulares vigentes (por exemplo, a taxa de redesconto que é cobrada pelo Banco Central para recompor a liquidez).

<sup>176</sup> Desse comportamento surgem as inovações financeiras, particularmente quando há restrições de reservas exigidas pelos bancos centrais. Ver a respeito Wray (1990: capítulos 6 e 7).

*"o atributo de 'liquidez' não é, de maneira alguma, independente destas duas características [baixa elasticidade e substitutibilidade da moeda], porque, se a oferta de um ativo pode ser facilmente aumentada, ou se o desejo de que ele é objeto pode ser facilmente desviado por uma variação no seu preço relativo, não é provável que esse ativo goze do atributo de 'liquidez' na idéia dos possuidores de riqueza. O próprio dinheiro não tarda perder esse atributo quando se esperam fortes variações na sua oferta". (Keynes, 1964:232)*

Deste modo, afirmar que a criação de moeda é endógena e está relacionada com a preferência pela liquidez não significa dizer que a demanda de moeda *sempre será satisfeita*. Enfim, chega-se ao ponto em que a dicotomia entre oferta e demanda de poder de compra é rompida, uma vez que ambas são determinadas por um mesmo fator: a preferência pela liquidez. Por isso, Keynes afirma que a oferta de liquidez dependerá dos *"termos nos quais o sistema bancário está pronto para se tornar mais ou menos ilíquido"*.<sup>177</sup>

Obviamente, a desejabilidade do sistema bancário de tornar-se mais ou menos líquido envolve questões de ordem estrutural do mercado - sua participação no mercado em que atua; seus concorrentes e sua postura diante da concorrência e da parcela de mercado, etc. - pela política do Banco Central, pelas taxas internacionais de juros, e pela atividade econômica. Essa questão demanda uma análise institucional muito mais complexa e detalhada do que nos é útil aqui.<sup>178</sup> Basta-nos, por agora, reafirmar o caráter subjetivo<sup>179</sup> dos determinantes da taxa de juros em Keynes. Neste sentido, a taxa de juros em Keynes não é a mesma que a taxa de juros de mercado, mas um complexo de taxas próprias de juros da moeda para dívidas de risco e prazos distintos, calculadas subjetivamente por cada agente.<sup>180</sup>

A demanda por poder de compra geral ocorre para que gastos em bens, serviços ou ativos - de capital ou financeiros - sejam realizados. Poder de compra é criado

---

<sup>177</sup> Keynes (1987:340).

<sup>178</sup> Ver Wray (1990:capítulos. 6 e 7) para uma ótima análise da operacionalidade bancária.

<sup>179</sup> As instituições são elementos objetivos que podem dar maior ou menor sustentação às escolhas feitas a partir de um determinado grau de confiança.

<sup>180</sup> Keynes (1964:136) por vezes deixa transparecer que a taxa de juros de que se utiliza para fazer o desconto é a taxa de juros do mercado. Na verdade a taxa de juros é tão-somente uma proxy da taxa subjetiva de desconto que difere de investidor para investidor. Mas, em outra passagem, Keynes esclarece que "a taxa de juros é um fenômeno altamente psicológico" e, mais do que isso, "(...) é um fenômeno altamente convencional, porque o seu valor real depende em larga medida do valor futuro que a opinião lhe prevê". Keynes (1964:196-197, grifos meus). Afirma Possas (1986:302): "Assim, a referência de Keynes não é diretamente a taxa de juros do mercado, mas a taxa subjetiva de desconto dos rendimentos futuros do investidor que exprime sua preferência por liquidez, da qual a taxa do mercado é apenas uma *proxy* para o agregado da economia". Davidson (1994:76 nota27) na mesma direção afirma: "*i* representa a taxa de desconto subjetiva média usada pelos empresários na avaliação de qualquer corrente de renda futura esperada. Para cada empresário a taxa de desconto usada pode diferir (mesmo se eles estão numa mesma indústria)...".

quando posições ativas são financiadas. Poder de compra é dívida criada para financiar ativos.<sup>181</sup> Preferência pela liquidez é a manutenção de posições líquidas no portfólio. Assim, quando há *"um aumento na preferência pela liquidez (...) há uma queda no desejo de gasto provavelmente correlacionada com uma queda na oferta e demanda de moeda"*.<sup>182</sup>

Nesta direção, as instituições financeiras também desejarão criar menos poder de compra se há uma elevação na preferência pela liquidez. Provavelmente, as instituições financeiras compartilharão de uma visão mais pessimista quanto ao futuro se as firmas e o público assim também o fazem. A segurança de portfólios líquidos será preferida à lucratividade dos portfólios menos líquidos, quando o grau de confiança nessa lucratividade está baixa. Como *"a posse de dinheiro real tranquiliza nossa inquietação; o prêmio que exigimos para nos separar dele é a medida do grau de nossa inquietação"*.<sup>183</sup>

Assim, são as flutuações na inquietação, ou na confiança, de empresários e instituições financeiras, quanto ao futuro, que alteram a preferência pela liquidez, i. e., alteram *"não o volume realmente entesourado, mas o montante do prêmio que deve ser oferecido para induzir as pessoas a não entesourar"*.<sup>184</sup>

Segue-se que o prêmio para se abrir mão de liquidez, a taxa de juros, é resistente à queda mais do que outros ativos, uma vez que quando a confiança nas expectativas futuras são cadentes, menos ilíquidos os agentes querem estar. O crescimento da iliquidez do portfólio torna a confiança menor devido ao maior comprometimento do agente com uma determinada estratégia de valorização do capital.

Na interpretação aqui endossada, os limites à expansão do gasto são determinados pela administração dos portfólios das unidades de acumulação, sejam elas firmas produtivas ou instituições financeiras, que é determinada pela preferência pela liquidez dessas mesmas unidades. No caso das instituições privadas criadoras de poder de compra, os limites para a oferta de crédito estão relacionados ao que Keynes designa de "risco do prestamista". Este

---

<sup>181</sup> Minsky critica Keynes por ele nunca ter "articulado um modelo - ou uma explicação - de como as estruturas de obrigações das firmas, bancos, e outras instituições financeiras evoluem e como a geração endógena de moeda e substitutos da moeda tomam lugar". Minsky (1975:106).

<sup>182</sup> Wray (1990:19).

<sup>183</sup> Keynes (1964:173).

<sup>184</sup> Keynes (1978:173).

*"pode dever-se a um risco moral, falta voluntária ou qualquer outro meio, talvez lícito de iludir o cumprimento da obrigação, (...) ou o não cumprimento involuntário causado por uma previsão malograda". (Keynes, 1964:143)*

A partir disso, há um limite posto pela avaliação das unidades fornecedoras de poder de compra do grau de liquidez de seu portfólio. Esta avaliação certamente pode mudar de acordo com as fases do ciclo. Via de regra, no auge a preferência pela liquidez diminui e na depressão se eleva.

A partir destas considerações, uma interpretação da obra de Keynes que privilegie a preferência pela liquidez como determinante da disponibilidade de poder de compra fornecido pelas instituições financeiras, ao invés de uma leitura convencional de oferta fixa determinada pelas autoridades monetárias - muito embora reconhecendo-se a influência das autoridades monetárias nesta disponibilidade via exigências de reservas<sup>185</sup> - não considera ilimitado o poder das instituições financeiras de criar poder de compra. Esta é limitada exatamente pela preferência por liquidez destas instituições.

Por fim, uma vez que a incerteza para Keynes não é redutível a um cálculo de probabilidades associadas aos eventos futuros, o prêmio exigido para abrir-se mão de poder de compra deve cair a um ritmo menor que o dos ativos de capital e financeiros. A taxa de juros monetária se mantém menos elástica do que as outras taxas próprias de juros devido a "influência do motivo-liquidez" na medida em que *"a taxa pode ser mais ou menos insensível a uma mudança na proporção que a quantidade de moeda guarda com outras formas de riqueza medidas em dinheiro"*.<sup>186</sup> Quando este motivo está fortalecido é pouco provável que haja instituições financeiras querendo criar poder de compra. Como também é pouco provável, quando a confiança está em baixa, que os investidores estejam interessados em realizar gastos, portanto, em demandar poder de compra. Se as expectativas estão deprimidas e os investidores realizam menos gastos por isso, a rentabilidade esperada dos ativos de capital está baixa, ou a taxa própria de juros dos ativos de capital está baixa. Nesse sentido, é que *"a taxa de juros monetária, determinando o nível de todas as demais taxas mercadorias de juros, refreia o investimento para produzir essas mercadorias"*.<sup>187</sup>

Observo, ademais, que a taxa própria de juros da moeda e dos ativos de capital são determinadas em mercados distintos. Sendo, todavia, as decisões de portfólio uma

---

<sup>185</sup> Ver Wray (1990: caps. 7 e 8).

<sup>186</sup> Keynes (1964: 226).

<sup>187</sup> Keynes (1964:226).

decisão conjunta de adquirir ativos mais ou menos líquidos, estas taxas têm um denominador comum que é a preferência pela liquidez, determinada, como vimos, pelo grau de confiança nas expectativas quanto à rentabilidade futura dos ativos. Portanto, não podemos perder de vista a proposição geral das taxas próprias de juros dos ativos quando analisamos a aquisição de um ativo em particular. No que se segue, será apresentado a determinação da taxa de juros própria dos ativos de capital ou a eficiência marginal do capital, como uma avaliação específica de um ativo particular, o capital fixo, a qual dá-se em mercado distinto da taxa própria de juros da moeda, mas que está com ela interligada pelo princípio geral que rege a formação dos portfólios (a preferência pela liquidez) e pela colocação de dívidas para financiar o ativo.

#### *4.4 Eficiência Marginal do Capital e Preço de demanda: Avaliação dos Ativos de Capital e Investimento*

Keynes apresenta no capítulo 11 de sua Teoria Geral como se avalia objetivamente o preço de um ativo de capital através do que chamou eficiência marginal do capital ou preço de demanda do ativo de capital. Neste tópico, apresentarei estas técnicas de avaliação do ativo de capital argumentando pela igualdade teórica dos conceitos, e destes com o de taxa de juros própria do ativo de capital. Contudo, daremos preferência pelo conceito de preço de demanda por este ter sido formulado de forma menos ambígua por Keynes. A eficiência marginal do capital será defendida como idêntica à razão do preço de demanda com o preço de oferta do ativo, de forma a rechaçar duas confusões não raras: 1) a eficiência marginal do capital não é o mesmo que o conceito fisheriano de taxa de retorno sobre o custo; 2) a eficiência marginal do capital e a taxa de juros são determinadas em mercados distintos, apesar da taxa de juros influir na avaliação do ativo de capital. É basicamente para evitar essas confusões que se dá predileção ao conceito de preço de demanda do ativo de capital e taxa de juros própria do ativo - como acima definido. Não podemos esquecer que a avaliação do ativo de capital - uma aplicação específica - deve estar subsumida em uma avaliação de constituição do portfólio. De outra maneira, não podemos esquecer de que a determinação da taxa de investimento em Keynes é determinada a partir de uma

avaliação individual das várias alternativas de aplicação da riqueza, como anteriormente mostrado.<sup>188</sup>

A eficiência marginal do capital é definida por Keynes como

*"a relação entre a renda provável de um ativo de capital e seu preço de oferta ou custo de reposição, i. e., a relação entre a renda provável e o custo de produção de uma unidade suplementar desse capital", ou, "mais precisamente, (...) a taxa de desconto que, aplicada a uma série de anuidades constituída pelas rendas prováveis [q - c] desse capital durante toda a sua existência, tornaria o valor presente dessas anuidades igual ao preço de oferta do capital". (Keynes, 1964:135)*

O preço de oferta é por sua vez definido como

*"o preço que bastaria exatamente para decidir um fabricante a produzir uma nova unidade suplementar desse capital, ou seja, aquilo que por vezes se chama custo de reposição". (Keynes, 1964:135)*

A eficiência marginal do capital é, então, a taxa de desconto ( $r_m$ ) que iguala as rendas prováveis ao preço de oferta do ativo. Daí:

$$PO = \int_1^n \frac{Q_t}{(1 + r_m)^t}$$

onde PO é o preço de oferta do ativo;  $Q_t$  são as anuidades esperadas pelo uso do ativo; t é o período de existência do ativo; e  $r_m$  é a taxa de desconto subjetiva ou eficiência marginal do capital. Esta é aplicada aos ganhos prospectivos esperados pelo uso do ativo de capital e não fruto do resultado histórico da utilização do equipamento.

A primeira noção que devemos descartar como descabida é a associação de  $r_m$  com a taxa de retorno sobre o custo de Fisher. Como vimos no capítulo 1 está corresponde aos rendimentos físicos marginais, tecnologicamente determinados, dos bens de capital. Nisto ela em nada difere do conceito de produtividade marginal da teoria neoclássica, e da mesma forma sujeita ao princípio dos rendimentos marginais decrescentes. Mas Keynes deixa claro que

---

<sup>188</sup> Em que pese essa avaliação objetiva e marginalista, Keynes não deixou de considerar elementos subjetivos importantes da avaliação. Em seu capítulo 12 da Teoria Geral Keynes considera estes elementos, e aqui eles serão lembrados como elementos, além de fundamentais, dos mais brilhantes sugeridos pelo autor.

*"Em vez de dizer do capital que ele é produtivo, é preferível dizer que ele fornece no curso da sua existência um rendimento excedente sobre seu custo original, pois a única razão pela qual um ativo permite uma expectativa de render, enquanto durar, serviços com um valor global superior ao seu preço de oferta inicial, se deve a que é escasso (...). À medida que o capital se torna menos escasso, o excedente de rendimento diminuirá sem que ele se torne por isso menos produtivo - pelo menos no sentido físico".(Keynes, 1964:206).*

A eficiência marginal do capital não tem a ver diretamente com razões tecnológicas, muito embora estas possam afetar tanto os custos de produção, quanto o potencial de receita se trouxer qualquer aumento do poder de monopólio para a firma. Além disso, enquanto o conceito de taxa de retorno sobre o custo pode ser formulado em termos "reais", a eficiência marginal do capital é claramente formulada em termos nominais.

Se fosse garantido o pleno uso do equipamento, e tanto os preços de venda como os custos fossem conhecidos, a eficiência marginal do capital seria semelhante ao conceito de produtividade marginal do capital ou à taxa de retorno sobre o custo. Mas, o próprio Keynes já nos alertava que a eficiência marginal do capital "*é definida aqui em termos da previsão da renda e do preço de oferta corrente do ativo de capital*"<sup>189</sup>, no que "*esta definição envolve todo o problema do lugar que ocupa a previsão na teoria econômica*".<sup>190</sup> Está claro que Keynes está considerando na formação da eficiência marginal do capital a incerteza subjacente a uma avaliação prospectiva de ativo de longa vida de uso, coisa que está ausente na teoria fisheriana.<sup>191</sup>

Outra diferença marcante entre o conceito de eficiência marginal do capital de Keynes e o de taxa de retorno sobre o custo de Fisher é a relação que os autores fazem de seus respectivos conceitos com a taxa de juros. Em Fisher, a taxa de juros é determinada pela relação entre oferta - fluxo de poupança dada pela taxa de preferência intertemporal de consumo - e demanda - fluxo de investimento determinado pela taxa de retorno sobre o custo. Vimos que a taxa de retorno sobre o custo e a taxa de juros se confundem em determinações cruzadas, i. e., num raciocínio circular. Mas, na Teoria Geral Keynes deixa claro que a taxa de juros é determinada pela preferência pela liquidez dos agentes ao invés da relação entre poupança e investimento. Neste caso, a eficiência marginal do capital ao explicar o preço dos ativos de capital "*corta a*

---

<sup>189</sup> Keynes (1964:136).

<sup>190</sup> Keynes (1964:138).

igualdade entre retorno 'real' (ou produtividade marginal) do capital e a taxa de juros".<sup>192</sup> Na Teoria Geral, a avaliação do ativo de capital, por meio da eficiência marginal do capital comparada às aplicações alternativas de riqueza, é que determina a taxa de investimento.

Minsky (1975:99) considerou indevida a ênfase dada por Keynes à taxa de juros em sua formulação do conceito de eficiência marginal do capital, aderindo de forma ambígua à proposição neoclássica do formato da curva de demanda de capital negativamente inclinada. Como procuramos mostrar, a taxa de juros é determinada especificamente no mercado de dívidas e a eficiência marginal do capital no mercado do produto do capital. Daí, mesmo que haja elos de ligação entre os dois mercados - e muito fortes -, a variabilidade da eficiência marginal do capital deve ser encontrada em seu mercado específico, refletindo os riscos específicos deste tipo de ativo.

Outra forma possível de avaliar os ativos seria através do cálculo do preço de demanda, o qual, em termos teóricos, tem o mesmo significado que a eficiência marginal do capital.

*"Esta idéia também pode ser expressa da maneira seguinte: se  $Q_r$  [que é igual a  $q - c$ ] é o rendimento previsto de um ativo no tempo  $r$ , e  $d_r$  é o valor presente de £1 diferido por  $r$  anos à taxa corrente de juros,  $\sum q_r d_r$  é o preço de demanda do investimento; e este se aplicará até que  $\sum q_r d_r$  seja igual ao preço de oferta do investimento" (Keynes, 1964:136-37).*

Assim, o preço de demanda é o que se chama de valor presente do ativo. Este é o preço máximo que o demandante aceita pagar pelo ativo. Para calcular este preço, o investidor deve formular expectativas quanto às receitas ( $q$ ), portanto, quanto à demanda efetiva esperada ao longo da vida do ativo, provenientes da posse e uso do ativo de capital, como dos custos de carregamento ( $c$ ) deste ativo, sejam operacionais ou de financiamento. Estes valores são esperados ao longo da vida do ativo e devem ser descontados a uma certa taxa pelo investidor. Tal taxa é determinada pela preferência pela liquidez do investidor. Uma vez que para adquirir o ativo ele precisa abrir mão de liquidez, então, é sua taxa de liquidez, ou é a taxa na qual o investidor está disposto a abrir mão da segurança de um ativo líquido, que descontará os rendimentos futuros. Assim,

---

<sup>191</sup> Pelo menos nas suas duas primeiras "aproximações". Veja capítulo 1 desta dissertação.

$$PD = \int_1^n \frac{Q_t}{(1 + d)^t}$$

onde PD é preço de demanda;  $Q_t [ = (q - c)_t ]$  é a renda esperada por n anos, e d é a taxa de desconto subjetiva dada pela preferência pela liquidez do investidor (ou taxa de liquidez).

O preço de oferta (PO) é o preço mínimo esperado pelo produtor do ativo para produzi-lo e desfazer-se dele. Assim, enquanto  $PD > PO$  o investimento mostra-se vantajoso. Mas, não devemos esquecer que a aquisição do ativo será determinada pela comparação das eficiências marginais (PD/PO) relativas de cada alternativa de aplicação.<sup>193</sup>

Esta é uma maneira mais clara para se mostrar 1) a independência da avaliação do preço de demanda do ativo das taxas de juros; 2) a maior importância da demanda efetiva na determinação do preço de demanda do ativo; e 3) a variabilidade do preço de demanda segundo o grau de confiança nas previsões formuladas, e, portanto, de forma genérica, na preferência pela liquidez.

Como afirma Minsky, esta construção alternativa permite explicitar "*a variabilidade nos ganhos prospectivos e (...) a variabilidade na relação entre o valor presente, ou taxa de capitalização,  $d$ , na citação acima, e a taxa de juros do mercado sobre empréstimos de moeda*".<sup>194</sup> Desta maneira, presta-se atenção aos riscos específicos de cada ativo. No caso, Keynes utiliza o prêmio de um ativo seguro - juros dos empréstimos do governo por exemplo<sup>195</sup> - ajustado pelo risco específico representado pelo ativo de capital para obter a taxa de desconto do mesmo.<sup>196</sup> Como defendido anteriormente, isso se torna mais evidente no capítulo 17 quando Keynes está comparando a retribuição total de cada ativo considerando seus prêmios de liquidez, que é proporcional à segurança que é atribuída ao ativo. Lá, vimos que a retribuição total de qualquer outro ativo deve compensar a diferença da liquidez

<sup>192</sup> Kregel (1988:65).

<sup>193</sup> No caso do dinheiro a relação PD/PO é sempre 1. Essa relação é o mesmo que a eficiência marginal do capital ou a taxa própria de juros do ativo.

<sup>194</sup> Minsky (1975:99).

<sup>195</sup> Esta não é uma necessidade teórica. Isto só mostra uma prática convencional dos investidores no momento de avaliarem os ativos.

(segurança) proporcionada pela moeda (ou um título do governo) *vis-à-vis* a liquidez proporcionada por esse ativo, e se isto não ocorrer o mesmo não será adquirido.

Keynes considerou duas razões para que a eficiência marginal do capital fosse declinante à medida que a taxa de investimento crescesse:

- a) "*a renda provável baixará conforme suba a oferta desse tipo de capital*".<sup>197</sup>
- b) "*a competição sobre as facilidades para produzir tende normalmente a fazer subir seu preço de oferta*".<sup>198</sup>

A segunda razão, listada por Keynes, é geralmente associada à lei dos rendimentos decrescentes da teoria neoclássica. Argumentamos que não há razão para tal associação. Em primeiro lugar, a lei dos rendimentos decrescentes opera quando um dos fatores produtivos se mantém fixo enquanto o outro varia, e Keynes propõe uma relação direta entre variação no investimento e variação no emprego. Em segundo lugar, já discutimos no capítulo 3 sua peculiar visão dos rendimentos decrescentes a qual está relacionada ao emprego de mão de obra e capital de menor qualidade, de forma que mesmo que se mantenha a relação capital/trabalho os rendimentos podem ser decrescentes.

A primeira razão para que haja uma queda na eficiência marginal do capital - ou no preço de demanda do ativo -, à medida que se eleva o investimento neste tipo de capital, parece-nos mais promissora para nossos propósitos. Aqui há uma ligação direta com a demanda efetiva esperada para períodos futuros. É razoável supor que, como faz Keynes, quanto maior quantidade de um produto disponível menor sua receita, uma vez que no período de existência do ativo de capital, geralmente muito longo, este terá de

*"competir , enquanto durar, com a (produção) do equipamento fabricado mais tarde, talvez a um custo de trabalho menor, talvez por uma técnica melhorada que se contente em vender sua produção mais barata e a aumente em quantidade até que seu preço tenha descido ao mínimo requerido.(...) A eficiência marginal do capital produzido no presente diminui na medida em que tais acontecimentos se afigurem prováveis ou simplesmente possíveis." (Keynes,1964:140)*

A meu ver, Keynes está considerando a possibilidade de menores receitas a) pela diminuição da escassez do produto do capital no mercado; b) pela perda de poder de mercado de uma firma se houver alguma mudança tecnológica, no

---

<sup>196</sup> Carvalho (1992:126).

<sup>197</sup> Keynes (1964:136)

caso, de processo, que a deixe em situação competitiva inferior às concorrentes.<sup>199</sup>

Há outra razão para se esperar uma curva de eficiência marginal do capital declinante: o risco do empresário ou prestatário. Este "*surge das dúvidas que o mesmo tem a respeito da probabilidade de conseguir realmente a retribuição que espera*"<sup>200</sup>. Nota-se que, apesar de haver um cálculo objetivo na avaliação do preço do ativo, há também um fator subjetivo nesta avaliação. Quanto maior o grau de confiança do empresário em suas expectativas de lucros, ou seja., quanto menor a incerteza quanto ao futuro, mais desejoso estará o empresário de realizar o investimento. Em outras palavras, quanto menor a incerteza mais líquido torna-se o investimento para o investidor, e maior torna-se a eficiência marginal do capital.

Além das razões consideradas acima, uma última pode ser adicionada para se chegar à queda do preço de demanda do ativo à medida que a taxa de investimento cresce. Se a aquisição do ativo for financiada por recursos externos, além do risco do empresário ou do prestatário, deve-se adicionar o risco do prestamista. Este decorre do maior comprometimento com uma determinada estratégia de acumulação à medida que concentra recursos na mesma. Em caso de uma frustração - negativa - das expectativas, os prejuízos podem ser enormes. Um novo aporte de recursos só deve ocorrer se as perspectivas de lucro ( para o prestamista decorrente do fluxo de pagamentos do empréstimo) superarem a segurança de um portfólio menos concentrado. Em outras palavras, a taxa de juros pela cessão de recursos e as condições de pagamento do mesmo devem deteriorar-se do ponto de vista do tomador.<sup>201</sup> Nesse sentido, cresce o risco do tomador devido ao

*"fluxo crescente de pagamentos de juros e amortizações correspondentes às dívidas contraídas e/ou do fluxo crescente de desembolsos previstos para o pagamento dos bens de capital a serem adquiridos, (...) tendem a reduzir a posição de liquidez do investidor, em ambos os casos levando em princípio a agravar a sua posição de risco financeiro (...) por unidade de investimento adicional"* (Possas,1987:144).

---

<sup>198</sup> (*ibidem, idem*).

<sup>199</sup> Para além das diferenças pessoais, vemos neste ponto uma possível ponte entre Keynes e Schumpeter.

<sup>200</sup> Keynes (1964:143)

<sup>201</sup> Segundo Carvalho (1992:127) "as noções de risco do prestamista e do prestatário, sugeridos por Keynes, são as fundações para o princípio do risco crescente de Kalecki, que sugere assim uma curva de oferta de crédito positivamente inclinada para qualquer agente".

Em síntese, a questão do declínio do preço de demanda do ativo está relacionada com a liquidez do portfólio ao invés da produtividade marginal do capital ou da taxa de retorno "real" do capital. Novamente, quanto maior o grau de confiança nas expectativas, portanto, menor incerteza, maior será o preço de demanda do ativo. Tanto o preço de demanda quanto a preferência pela liquidez estão relacionados aos eventos futuros, e, geralmente, variam em sentido contrário. Assim, geralmente, a taxa de juros cresce quando o preço de demanda do ativo declina, e vice-versa, expressando tanto o grau de confiança quanto as expectativas futuras sobre os custos financeiros do financiamento, que devem piorar não só pela elevação das taxas de juros, como também pela piora nos termos de empréstimo.

#### 4.5 *Formação de Expectativas: Comportamentos Especulativos e Empresariais*

A interpretação aqui sustentada carece de uma explicação sobre a formulação das expectativas futuras. Esta deve ser uma das discussões mais penetrantes da obra de Keynes. No capítulo 12, Keynes discute "O Estado das Previsões a Longo Prazo". A proposição inicial é bastante fértil. Afirma Keynes

*"As previsões das rendas prováveis baseiam-se em parte nos fatos que podemos dar por conhecidos com mais ou menos certeza, e em parte nos acontecimentos futuros que só podem ser previstos com mais ou menos confiança". (Keynes, 1964:145)*

Logo em seguida, lista como "*fatos mais ou menos conhecidos*" o estoque de bens de capital e seu grau de utilização determinado pela "*intensidade da procura atual dos consumidores*"<sup>202</sup>. Claro que, se tudo for constante, esses fatos podem ser associados a uma tendência à estagnação, considerando a propensão marginal a consumir menor do que um. Todavia, as outras coisas não são constantes e, portanto, existem outros fatores que influem no estado das previsões das rendas prováveis. Entre os acontecimentos futuros Keynes lista

*"as mudanças no tipo e na quantidade dos bens de capital e nas preferências dos consumidores, a amplitude da demanda efetiva em diversos períodos da existência do capital em causa, e finalmente as variações na unidade de salários, em termos de moeda, que podem ocorrer dentro do mesmo período". (Keynes, 1964:145)*

---

<sup>202</sup> Keynes (1964:145).

É a base precária dos dados sobre o futuro que nos faz deixar os fatos conhecidos atuarem de maneira desproporcional na formação de nossas previsões, mesmo que esses fatos não sejam tão importantes quanto aqueles que desconhecemos.<sup>203</sup> A projeção do passado para o futuro seria o comportamento mais comum, "*a menos que algo novo e importante entre no quadro*".<sup>204</sup>

A entrada em cena da possibilidade de negociação de partes da firma em bolsas de valores, abrindo a possibilidade de ativos ilíquidos tornarem-se líquidos - para os indivíduos não para a sociedade -, enseja o *comportamento convencional*. A previsão deixa de ser comandada pelos empresários e passa a ser comandada pela previsão média dos operadores nas bolsas, manifestando-se nos preços das ações.<sup>205</sup> Assim, ao sabermos que a "*opinião individual carece de valor, procuramos voltar-nos para a opinião do resto do mundo, que talvez esteja melhor informado*".<sup>206</sup> Esses três princípios constituem a base do que Keynes chamou de "*teoria prática do futuro*"<sup>207</sup>, cuja precariedade dos fundamentos enseja as "*mudanças repentinas e violentas*"<sup>208</sup> das previsões. É interessante notar como as instituições, a bolsa de valores por exemplo, criadas para facilitar o investimento podem ser revertidas em seu contrário. A propósito disso, Keynes afirma que

*"o desenvolvimento de mercados financeiros organizados, fizeram intervir um novo fator de grande importância, que às vezes facilita o investimento, mas também por vezes contribui para agravar a instabilidade do sistema".*  
(Keynes, 1964:148)

A instabilidade é provocada pela especulação propiciada pelas reavaliações diárias do preço das ações nas bolsas de valores. Essas reavaliações são presididas pelo *comportamento convencional*. Mas esse comportamento é típico dos aplicadores em ativos que vislumbram a retribuição proveniente da apreciação do mesmo num futuro próximo. O comportamento do especulador é guiado por sua avaliação de qual será a opinião média do mercado. Mas como a avaliação média do mercado é presidida pelo *comportamento convencional*, e este se assenta em base precária, as mudanças podem

---

<sup>203</sup> Keynes (1964:146-47),(1978:172)

<sup>204</sup> *ibdem, idem.*

<sup>205</sup> Keynes (1964:149).

<sup>206</sup> Keynes.(1978:172)

<sup>207</sup> *ibdem.*

<sup>208</sup> *ibdem.*

ser bruscas e repentinas. Aquelas aplicações que pareciam seguras podem, de repente, tornar-se ilíquidas.

Keynes salientou que é ingênuo acreditar "que a base convencional de avaliação tenha qualquer validade real a longo prazo".<sup>209</sup> Carvalho considera o comportamento convencional útil apenas para estudar o comportamento a curto prazo da economia como, por exemplo, os preços das ações. No caso do investimento em bens de capital este não é um comportamento adequado, uma vez que não são comprados para serem revendidos no curto prazo, i. e., seu rendimento não advém da apreciação, por isso são "comprados para serem mantidos por um longo período para o qual nenhum comportamento convencional possa ser razoavelmente sustentado"<sup>210</sup>. "Assim o comportamento convencional não é uma teoria das expectativas de longo prazo".<sup>211</sup> Entretanto, devemos considerar que existem convenções que são mais arraigadas na sociedade. Quanto mais sólidas tais convenções tanto mais provável se esperar que elas não mudem facilmente. Conseqüentemente, é provável que certas convenções influam nas expectativas de longo prazo, mesmo que não de forma desproporcional.

Para que haja investimento é necessário um alto grau de confiança nas expectativas formuladas para o longo período de vida do equipamento. A confiança nos cálculos de avaliação do ativo de capital será maior ou menor segundo o "*animal spirits*", pois

*"Talvez a maior parte de nossas decisões de fazer algo positivo, cujo efeito completo necessita de certo prazo para se produzir, devam ser consideradas como manifestações de nosso animal spirits - como um impulso instintivo de agir, mais do que nada fazer, e não como resultado de uma média ponderada de lucros quantitativos multiplicados pelas probabilidades quantitativas"* (Keynes, 1964:158).

Assim, "a iniciativa privada somente será adequada quando a previsão racional for secundada e sustentada pelo *animal spirits*".<sup>212</sup> Parece-me, então, que a acusação de nihilismo não cabe aqui. Pois, ao invés do imobilismo, o *animal spirits* conduz os agentes para a ação positiva, no caso o investimento, apesar das incertezas do mundo. O grau de confiança nas expectativas quanto às previsões sobre o futuro precisa ser aumentado

---

<sup>209</sup> Keynes (1964:152).

<sup>210</sup> Carvalho (1992:124).

<sup>211</sup> Carvalho (1992:124-125).

<sup>212</sup> Keynes (1964:158).

para a efetivação do investimento, não é necessário erradicar a incerteza o que por si só é absurdo.

O grau de confiança é importante por dois lados: a) do empresário que efetivará o investimento ao elevar o preço de demanda do ativo de capital e baixar sua taxa de preferência pela liquidez; e b) do lado do financiador, se for o caso de um empréstimo externo à empresa, ao baixar o preço de oferta e sua preferência pela liquidez, o que reduz o prêmio de liquidez (taxa de juros) exigido pelo mesmo para abrir mão de poder de compra imediato. Mormente, quanto mais se investe mais tenderá a elevar a preferência pela liquidez dos dois lados, e, conseqüentemente, baixar o preço de demanda e elevar o preço de oferta, reduzindo-se a eficiência marginal do capital. Quando PD igualar-se a PO o investimento cessará. Ora PD igual a PO é a taxa de juros própria da moeda. Por isso, é que

*"Torna-se (...) evidente que a taxa real de investimento corrente tende a aumentar até que não haja mais nenhuma categoria de capital cuja eficiência marginal exceda a taxa de juros corrente". (Keynes, 1964:136)*

#### 4.6 À Guisa de Conclusão.

Neste capítulo vimos a teoria de Keynes das decisões de investir como uma decisão particular de aplicação de riqueza. Esta decisão está subsumida em uma decisão de escolha de portfólio num mundo sujeito à incerteza, no qual a manutenção de ativos líquidos aumenta a segurança dos agentes. Ativos ilíquidos - como o capital fixo - devem, com as expectativas de lucros que ensejam, compensar sua insegurança pagando o prêmio requerido para se abrir mão de liquidez.

Deixei claro que os conceitos de eficiência marginal, de taxa de juros própria e a relação preço de demanda e preço de oferta do ativo são intercambiáveis. Sendo assim, numa situação de escolha de portfólio, portanto, numa situação de escolha simultânea dos ativos que farão parte - e em que proporções - da carteira do aplicador, a composição do mesmo será determinada pela maior eficiência marginal relativa entre os ativos. Ou seja, considerando-se todos os fatores determinantes da retribuição total dos ativos -  $a + q - c + l$  - os ativos serão adquiridos até que sua retribuição fique abaixo da menor retribuição estabelecida por outro ativo. A retribuição mínima que um ativo deve

alcançar é a determinada pela retribuição da moeda ( $l = 1$ ). Qualquer outro ativo, para ser adquirido, i. e., para compensar um agente por desfazer-se de moeda, deve prometer uma retribuição igual ou maior que  $l$ . Enquanto prometerem uma retribuição maior que o prêmio de liquidez atribuído à posse de moeda, os demais ativos serão adquiridos. A acumulação desses ativos nos portfólios dos aplicadores faz suas retribuições totais declinarem tanto devido ao princípio da escassez reduzindo os lucros esperados pela posse ou uso do ativo, quanto pelo comprometimento de receitas com o pagamento dos compromissos assumidos para adquirir o ativo em causa. Exatamente pela necessidade de manter-se alguma liquidez é que o prêmio a ser pago para obter poder de compra tende a cair mais lentamente que os demais ativos. Os ofertantes de poder de compra tendem a exigir maior prêmio para tornarem-se ilíquidos à medida que novos empréstimos de liquidez são pedidos. A oferta de moeda é, então, positivamente inclinada, não por que exista alguma restrição *física* para se ampliar o crédito, mas por que existe uma restrição *psicológica* para tal: a preferência pela liquidez.

A limitação ao investimento se dá pela taxa de liquidez associada a cada ativo sob avaliação do agente, determinada pelo grau de incerteza que o agente confere àquela aplicação, e variando em sentido inverso a ele. Em Kalecki é a taxa de risco que desempenha este papel de limitadora do investimento. Keynes oferece uma teoria mais genérica do que Kalecki, na medida em que sua formulação contempla um agente que está avaliando não só ativos de capital, mas ativos financeiros e monetários também.

## Capítulo 5

### KALECKI E KEYNES: TAXA DE RISCO E GRAU DE INCERTEZA

#### 5.1 Introdução

Este trabalho buscou analisar duas teorias das decisões de investir que têm como seu elemento central o Princípio da Demanda Efetiva: as teorias de Keynes e de Kalecki. Vimos, no capítulo 2, que tal princípio enfatiza que a decisão de gasto é essencialmente autônoma, e que a renda é por esta decisão determinada. Neste contexto, refutou-se liminarmente a teoria fisheriana da taxa de juros<sup>213</sup> discutida no capítulo 1 que, baseada na Lei de Say - aqui considerada um anti-Princípio da Demanda Efetiva - advoga a precedência ou necessidade de poupança (não-consumo da renda) para que as decisões de investimento sejam realizadas. O passo seguinte foi o de mostrar as definições específicas do Princípio da Demanda Efetiva em Keynes e Kalecki. Daí, seguiu-se a apresentação da leitura endossada neste trabalho das teorias do investimento nesses autores.

Agora, pretendo finalizar a discussão proposta, assinalando o que entendo ser a idéia básica subjacente tanto na teoria de Keynes quanto na de Kalecki, considerando a interpretação "conjugada" ou híbrida que procurei realizar.

#### 5.2 Riscos e Grau de Incerteza

Não é possível deixar de mencionar autores que ao fazerem comparações teóricas entre Keynes e Kalecki destacaram a precedência de uma ou de outra abordagem ou apresentaram seus desacordos, mas pouco disseram sobre suas semelhanças ou não viram frutífero envidar esforços na direção da confluência.

Patinkin, por exemplo, refuta a precedência da teoria de Kalecki em relação à teoria de Keynes principalmente pela razão de

*"a mensagem central de Kalecki não ter a ver com as forças que geram equilíbrio em baixos níveis de produto [abaixo do pleno emprego], mas com as forças que geram ciclos de investimento; mais especificamente, não com o mecanismo auto-alimentado que equilibra poupança planejada e investimento*

---

<sup>213</sup> A escolha da teoria de Fisher não foi de todo arbitrária, uma vez que entendemos que este autor definiu conceitos básicos, como a taxa de preferência no tempo, até hoje usadas pelo *menstream* em suas mais modernas teorias das decisões de investir. Veja Plosser (1989).

via declínio do produto, mas com o comportamento cíclico do investimento na hipótese implícita que sempre existe igualdade entre poupança planejada e investimento." (Patinkin, 1982:77-78, grifo meu)

Sem dúvida, há farta evidência de que Keynes e Kalecki iniciaram suas abordagens por caminhos metodológicos distintos. Keynes sempre pretendeu explicar o equilíbrio de subemprego, seja lá como for entendido este equilíbrio neste contexto (das decisões)<sup>214</sup>. E Kalecki é, evidentemente, um autor preocupado com a dinâmica cíclica. Contudo, ressalto que Keynes e Kalecki perceberam que o centro da questão que buscavam responder estava concentrado nos determinantes do investimento, inclusive seu financiamento como principal elo entre os mercados "real" e monetário. O movimento do sistema econômico, seja ele em ciclos como em Kalecki, seja rumo ao equilíbrio de subemprego como em Keynes, depende crucialmente do que determina o investimento. Quanto à identificação do papel central desempenhado pela teoria do investimento na obra de Kalecki, ponho-me de acordo com Patinkin. No entanto, entendo que também para Keynes, ao contrário das sugestões de Patinkin, o investimento é a "pedra fundamental" de sua teoria, como atesta a seguinte passagem:

*"A teoria pode ser resumida pela afirmação de que, dada a psicologia do público, o nível da produção e do emprego como um todo depende do montante do investimento. Eu a proponho desta maneira, não por que este seja o único fator de que depende a produção agregada, mas por que, num sistema complexo, é habitual considerar como causa causans o fator mais sujeito a repentinas e amplas flutuações. De modo mais geral, a produção agregada depende da propensão ao entesouramento, da política das autoridades monetárias em relação à quantidade de moeda, do estado de confiança referente à rentabilidade futura dos ativos de capital, da propensão a gastar, e dos fatores sociais que influenciam o nível de salários nominais. Mas, entre esses vários fatores, os que determinam a taxa do investimento são os menos confiáveis, pois são eles que são influenciados por nossas visões do futuro, sobre o qual sabemos tão pouco."* (Keynes, 1978:178).

Partindo do entendimento de que o comportamento do investimento é a *causa causans* da dinâmica das teorias de Keynes e Kalecki, nosso esforço é o de mostrar que os dois autores olharam na mesma direção, i. e., o que eles arrolam como determinantes do investimento são, basicamente, os mesmos fatores, posto que se baseiam no Princípio da Demanda Efetiva.

---

<sup>214</sup> Já mostramos, no capítulo 3, a problemática envolvida na definição de equilíbrio de Keynes. Algo bem peculiar.

Antes disso, vamos comentar as críticas que Kalecki formulou com respeito à teoria do investimento de Keynes, uma vez que, considerando-a insatisfatória, poderia levar um leitor desatento a alguns equívocos sobre nossos propósitos. Duas foram as críticas de Kalecki à teoria de Keynes. Primeiro, por que "ela não diz nada sobre a esfera das *decisões* dos empresários, que fazem seus cálculos em 'desequilíbrio', na base dos preços de mercado *existentes* dos bens de investimento".<sup>215</sup> Segundo, Keynes teria tomado "como dado o estado de expectativas dos retornos", e daí derivado "um certo nível de investimento".<sup>216</sup> Na verdade estes dois fatores estariam relacionados. Para Kalecki o primeiro problema por ele identificado na teoria de Keynes leva à conclusão de que ela só explicaria uma tendência à igualação entre taxa de juros e taxa de retorno do investimento se estas não fossem iguais em algum momento no tempo. Neste sentido, haveria um ponto de equilíbrio estático ao se alcançar tal igualação. A segunda questão relacionada poderia ser colocada da seguinte forma: se investimento é demanda, ele aumenta os lucros quando cresce; e, na base da "teoria prática do futuro" do próprio Keynes, as "expectativas seriam mais otimistas e uma diferença entre a eficiência marginal do investimento e a taxa de juros surgiriam novamente". Kalecki pergunta, então, por que o investimento não cresce *ad infinitum* para Keynes? Deveria, pois,

*"as expectativas se tornariam mais otimistas e uma diferença entre eficiência marginal do investimento e a taxa de juros surgiria novamente. O 'equilíbrio', então, não é alcançado, e o crescimento do investimento persistiria...".*  
(Kalecki, 1990:231)

Boianovsky (1987:127), a nosso ver, coloca corretamente a questão: "*À teoria de Kalecki é estranha a determinação do estoque de capital como uma decisão de portfolio e não de uso de capital pelas firmas*". Ou seja, a teoria kaleckiana, como argumentamos, é uma teoria específica das decisões de investir, de forma que se refere ao uso ou não do estoque de capital em sentido amplo (envolvendo a acumulação bruta, o financiamento externo e os estoques físicos) para variar o estoque de capital em sentido restrito (taxa de investimento medido pela acumulação interna). Na teoria de Keynes, como já mencionado, temos uma decisão ampla de aplicação de capital, ou decisão de portfólio. Neste sentido, a decisão de investimento em Keynes primeiro define o estoque de capital presente no portfólio, depois de comparada às taxas de juros

---

<sup>215</sup> Kalecki (1990:230)

<sup>216</sup> Kalecki (1990:231)

específicas de aplicações alternativas. A produção do ativo de capital segue-se à comparação entre o preço de demanda e o custo de reposição do ativo de capital (taxa de juros específica).

Quanto ao segundo problema identificado por Kalecki, Keynes, em correspondência a Kalecki, afirma:

*"Você parece estar supondo não somente que o atual crescimento dos preços terá um efeito desproporcional sobre as expectativas de preços futuros, mas que se espera que os preços futuros aumentem exatamente na mesma proporção. Certamente, isso é uma sobreênfase extravagante do efeito da situação imediata sobre as expectativas de longo prazo". (Keynes, 1937. in Patinkin, 1982:98, grifo meu)*

Keynes parece ter ido ao ponto. Já havíamos levantado esta questão quando fizemos a análise da teoria de Kalecki. Os eventos recentes (particularmente a taxa de lucros esperada do novo investimento) não podem desempenhar um papel tão decisivo quando a própria decisão é um experimento *crucial* no sentido de Shackle, i. e., é um experimento "onde o indivíduo não pode excluir de sua mente a possibilidade de que o próprio ato de realizar o experimento pode destruir para sempre as circunstâncias nas quais ele foi realizado."<sup>217</sup> Keynes enfatizou o papel das expectativas de longo prazo sobre as decisões de investir, muito embora a falta de informações sobre os resultados prováveis leva-nos a adotar o comportamento convencional. No entanto, ele afirmou que seria ingênuo acreditar "que a base convencional de avaliação tenha qualquer validade real a longo prazo".<sup>218</sup> É claro que a projeção dos resultados passados e presentes para o futuro não pode ser uma base confiável para o que vai vir no futuro. A falta de informação sobre os resultados futuros das decisões de investir obriga os tomadores de decisão a basear seus cálculos nos acontecimentos do período recente, mas não os obriga a *confiar* plenamente neste cálculo. A desconfiança no cálculo é a *medida* de incerteza. Esta pode ser maior ou menor, mas sempre está presente. A desconfiança é menor quando comportamentos rotineiros ou convencionais são mais difundidos entre todos os agentes. Mas sempre há a possibilidade de rompimento da convenção.

---

<sup>217</sup> Shackle (1955:6)

<sup>218</sup> Keynes (1964:152).

Na resposta de Kalecki à carta de Keynes - da qual retiramos a passagem citada acima - ele menciona a importância do princípio do risco crescente como determinante do investimento. Afirma Kalecki

*"Eu penso, entretanto, que a referência ao princípio do risco crescente (ou alguma coisa como esta) é necessária para adequar a explicação das várias posições de 'equilíbrio' (posições nas quais a taxa de investimento não tem a tendência de mudar)"* (Kalecki 1937 in Patinkin, 1982:99).

E, finalmente, Keynes, em sua tréplica, concorda com o argumento da importância do risco, ao qual, aliás, já havia feito referência em carta anterior, afirmando que o *"risco relacionado aos lucros prospectivos já está contemplado em minha fórmula da eficiência marginal do capital"*.<sup>219</sup>

O objetivo de relatar esta correspondência é o de mostrar que a distância entre as teorias de nossos autores beira à má-interpretação dos conceitos. No que segue, argumentamos que o princípio do risco crescente de Kalecki e o grau de incerteza em Keynes desempenham os mesmos papéis em suas teorias, i. e., são o limite do investimento.

O princípio do risco crescente, como vimos, foi formulado por Kalecki no sentido de mostrar que quanto mais se adquire bens de capital tanto mais se perderá em caso de o negócio fracassar. Assim, argumentamos que este princípio tem papel fundamental entre os determinantes do investimento de Kalecki, pois a variação de cada um destes (acumulação interna, variação dos lucros e variação dos estoques) indica se mais investimento implicará em mais riscos ou não. Vimos, por exemplo, que o aumento da acumulação interna da firma permite-lhe obter maior financiamento externo, estendendo os limites do investimento para além de seus recursos próprios. Contudo, a captação de empréstimos externos é limitada também pelos riscos crescentes, uma vez que a assunção de maiores compromissos deverá ser paga com os rendimentos do investimento que só se efetivarão no futuro e, em caso de frustração dessas expectativas corre-se o risco de falência ou perda do controle da firma. O investimento para ser realizado terá que mostrar uma lucratividade esperada que compense a taxa de risco e de juros do empréstimo. Mesmo que o empresário só comprometa recursos próprios no investimento, a rentabilidade esperada deverá compensá-lo pela perda de liquidez (a

---

<sup>219</sup> Keynes (1937, in Patinkin, 1982:98).

rentabilidade deve superar o prêmio de liquidez). Além disso, o risco é crescente pois a firma pode crescer acima do mercado de seus produtos.

Na concepção de Keynes, novas adições de ativos de capital a um mesmo portfólio levaria à diminuição da eficiência marginal do capital ou preço de demanda, porque a escassez desse tipo de capital estaria se reduzindo. Tornar um portfólio mais fixo - adquirir ativos de capital - eleva o risco do prestamista uma vez que a liquidação desse ativo, i. e., a recuperação do capital investido, se dá a longo prazo e paulatinamente à medida que se vendem os bens e serviços produzidos por aquele capital. Neste longo prazo muitas coisas podem ocorrer: a) novas tecnologias podem surgir e o velho capital terá de competir em desvantagens de custos com um novo; b) os custos da mão-de-obra poderão se modificar. Além disso, a colocação de dívida para a aquisição do ativo de capital é estabelecida contratualmente, de forma que os compromissos futuros são incompressíveis. Existe, então, um risco para o empresário, segundo Keynes, de o mesmo conseguir a retribuição que esperava. Se o empresário só comprometer seu capital próprio, "*esse é o único risco que é relevante*".<sup>220</sup> Quando toma-se emprestado para realizar o investimento deve-se levar em conta "*uma margem mais ampla entre as suas previsões quanto às rendas e à taxa de juros à qual lhe parece vantajoso contrair dívida*".<sup>221</sup> Novamente, deve-se considerar uma rentabilidade que supere o risco envolvido - crescente à medida que a escassez do ativo caia com sua aquisição - e a perda de liquidez. Além disso, a taxa de risco, ou grau de confiança nas expectativas, associada aos retornos de cada ativo no portfólio, varia. Novamente, a ativos mais líquidos associam-se menores taxas de risco, ou, o que é o mesmo, atribui-se maior prêmio de liquidez.

A diminuição da escassez do ativo de capital à medida que este é adicionado ao portfólio desempenha o mesmo papel, na teoria de Keynes, que o princípio do risco crescente, na de Kalecki. Dito de outra maneira, a rentabilidade esperada do ativo de capital deve ser decrescente à medida que mais desse ativo é adquirido, seja por que o grau de confiança na capacidade do ativo obter rendimentos cai com a queda em sua escassez, seja por que as dívidas colocadas para financiá-lo estabelecem desembolsos certos e os rendimentos do ativo são incertos.<sup>222</sup>

---

<sup>220</sup> Keynes (1964:143)

<sup>221</sup> Keynes (1964:143)

<sup>222</sup> Ver Minsky (1975:107).

Ressalto que os fatores considerados por Keynes e por Kalecki, indicativos de que a taxa de risco e incerteza é baixa são os mesmos. Tanto Keynes quanto Kalecki relacionaram o nível e a variação do nível de atividade como redutores da taxa de risco e incerteza. Keynes relaciona

*"as mudanças do tipo e da quantidade do estoque dos ativos de capital e as preferências dos consumidores, a intensidade da demanda efetiva nos diversos períodos da vida do investimento considerado e, por fim, as variações da taxa de salários em termos nominais que podem ocorrer durante o respectivo período". (Keynes, 1964:125).*

Todas as mudanças acima apontadas afetam a rentabilidade esperada do ativo de capital de modo que, concluímos, todos os fatores que induzam o empresário à expectativa de ganhar maiores taxas de lucro (poder de mercado, diria Kalecki), incentiva o investimento. Segundo Keynes (1964:204) *"o proprietário de riqueza deseja (...) o rendimento provável [do capital]. Ora este rendimento depende inteiramente da previsão da demanda efetiva em relação com as futuras condições da oferta."*

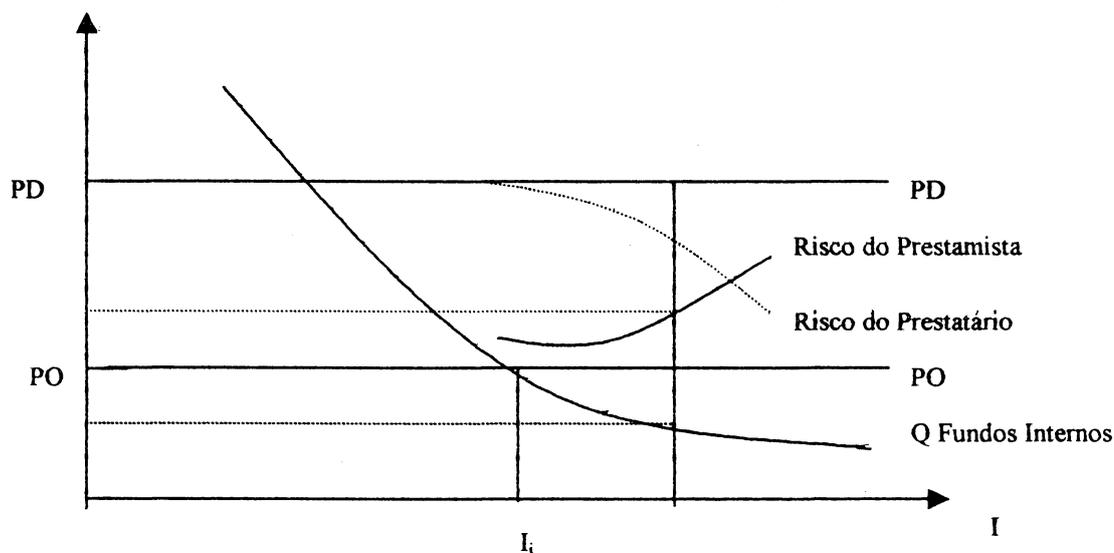
Kalecki havia relacionado a variação do estoque de capital e dos lucros, dois fatores que, em conjunto, expressam a variação da taxa de lucros. Mas também, em separado, a variação do estoque de capital mostra a queda de sua escassez relativa - usando terminologia de Keynes -, na hipótese dos lucros não variarem. E quando estes variam, mantido o estoque constante, a escassez relativa do capital cresce. Enfim, o grau de utilização do equipamento - que em suma é o que Kalecki parece querer medir com aqueles fatores - indica para o empresário a escassez relativa do seu equipamento de capital. Podemos, ainda, dizer que quaisquer fatores que levem a crer numa maior "intensidade" da demanda efetiva induz ao investimento.

Outro fator na determinação do investimento, comum a nossos autores é a forma de financiar este gasto. Keynes denominou a forma típica de financiamento de demanda por *finance*. O processo do financiamento, e tanto em Keynes quanto em Kalecki, se dá da mesma forma. Alguns agentes no sistema, geralmente bancos, devem tornar-se ilíquidos, por algum período, de forma a ceder recursos para o empresário realizar o investimento. Gastos de uns capitalistas é receita para outros e, estes, repõem a liquidez perdida no empréstimo. Veja que o *finance* é um fundo rotativo para os capitalistas. Esse pode aumentar de acordo com a preferência pela liquidez dos agentes

financiadores. Esta varia com o grau de incerteza (Keynes) ou taxa de risco (Kalecki), associada ao ativo.

A colocação de dívidas para financiar ativos enseja questões temporais importantes. Os desembolsos para pagamentos de dívidas geralmente são estabelecidos contratualmente, enquanto os recebimentos dos ativos são só prováveis, particularmente, no caso dos ativos de capital.<sup>223</sup> Também pelo lado do financiamento através das dívidas aparecem questões de taxa de risco e incerteza. Quanto maior a relação capital investido/capital próprio maior será a taxa de risco e incerteza associado ao investimento. Neste caso, o risco do prestamista deverá ser coberto por uma taxa de juros mais elevada (o prêmio de liquidez aumenta). Minsky (1975: 108) apresenta o seguinte gráfico ilustrativo desta idéia. No gráfico PD é preço de demanda do ativo; PO é preço de oferta<sup>224</sup>; a curva Q é o "financiamento interno [em Kalecki dado pela acumulação interna] que a firma espera ter disponível no próximo período";  $I_i$  ( $Q/PO$ ) é o montante do investimento financiado com recursos internos; logo, a diferença entre  $PO \cdot I$  e Q é montante financiado com recursos externos. O CC são os desembolsos devidos à colocação de dívidas para financiar o investimento.

**GRÁFICO II**



<sup>223</sup> Minsky (1982:cap.2) estabeleceu uma taxonomia do comportamento dos agentes, segundo o descasamento temporal entre as receitas esperadas dos ativos e os desembolsos programados das dívidas.

<sup>224</sup> O preço de oferta é considerado por Minsky (1975:107) "independente do montante comprado pela firma; a firma não é grande o suficiente para que suas compras de ativos de capital afetem os preços".

Esta formulação tem a vantagem adicional de evitar associações entre um preço de oferta crescente com a lei dos retornos marginais decrescentes neoclássica, muito embora os rendimentos possam decrescer devido à utilização de capital e mão de obra menos qualificada quando o investimento cresce.

Enfim, as teorias do investimento de Keynes e Kalecki são estruturadas em cima de dois princípios, respectivamente: grau de incerteza e taxa de risco. Esses "fatores" crescem à medida que a acumulação de capital se faz em ativos de capital, pois são comprometimentos irreversíveis ou reversíveis com enormes custos. Logo, diante de eventos que não possam ser previstos com certeza, um fracasso do negócio quer dizer perda de riqueza. A situação torna-se mais complexa quando o investimento se faz com recursos alheios à firma, uma vez que se o negócio fracassar, ou se as previsões quanto à eficiência marginal do capital não se verificarem, além do prejuízo a firma terá que perder capital ou refinar sua dívida em termos desfavoráveis. Assim, a opção por aplicar em ativos líquidos quando o grau de incerteza ou risco aumenta, torna-se racional para o capitalista.

## 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AMADEO, E. (sd) - *A Decisão de Investir da Firma: estudo comparativo de alguns modelos*. Rio de Janeiro: FEA/UFRJ, Texto Didático nº12.
- \_\_\_\_\_ (1987) - *Desemprego, Salários e Preços*. Rio de Janeiro: BNDES
- \_\_\_\_\_ (1989) - *Keynes's Principle of Effective Demand*. Londres: Edward Elgar.
- \_\_\_\_\_ e ESTEVÃO, M. (1994) - *A Teoria Econômica do Desemprego*. São Paulo: Hucitec.
- \_\_\_\_\_ e FRANCO, G. B (1989) - "Entre Keynes e Robertson: *finance*, poupança e investimento". *PPE/IPEA*, 19(2), agosto.
- ANDRADE, J. P. (1987) - "Motivo Finanças ou Motivo Poupança: O papel transitório do crédito em Kalecki". Brasília: Anais do XV. Encontro Nacional de Economia.
- ASIMAKOPULOS, A. (1986) - "Finance, Liquidity, Saving, and Investment". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. IX, nº 1.
- \_\_\_\_\_ (1983) - "Kalecki and Keynes on Finance, Investment and Saving". *Cambridge Journal of Economics*, 7.
- BARROS DE CASTRO, A. (1981a) - "A Controvérsia da Demanda Efetiva". Rio de Janeiro: *Cadernos de Opinião*, nº 15.
- \_\_\_\_\_ 1981b) - "A Controvérsia da Demanda Efetiva: O deslocamento da questão". *Revista de Economia Política*, vol. 1, nº. 4, outubro-dezembro.
- \_\_\_\_\_ (1979) - *O Capitalismo Ainda é Aquele*. Rio de Janeiro: Forense Universitária.
- BARRO, J.R. and SALA-i-MARTIN, X. (1995) - *Economic Growth*. Nova Iorque: MacGraw-Hill.
- BELLUZZO, L. G. & ALMEIDA, J. S. G. (1989) - "Enriquecimento e Produção: Keynes e a dupla natureza do capitalismo". *Novos Estudos*, nº. 23, março.
- \_\_\_\_\_ & TAVARES, M. C. (1981) - "Ainda a Controvérsia Sobre a Demanda Efetiva: Uma pequena intervenção". *Revista de Economia Política*, vol. 1, nº. 3, julho-setembro.
- BOIANOVSKY, M. (1987) - "Uma Nota Introdutória aos Artigos de Kalecki, Keynes e Ohlin". *Literatura Econômica*, 9(2), junho.
- BRAGA, J.C. de S. (1983) - "Instabilidade Capitalista e Demanda Efetiva (a razão de Kalecki)". *Revista de Economia Política*, Vol. 3, nº 3, julho/set.

- CARVALHO, F. C. (1993) - "Sobre a Endogeneidade da Oferta de Moeda: Réplica ao professor Nogueira da Costa". *Revista de Economia Política*, vol.13, nº.3(51), julho-setembro.
- \_\_\_\_\_ (1994) - "Sorting the Issues Out: The two debates on Keynes's finance motive revisited". Florianópolis: Anais do XXII Encontro Nacional de Economia, ANPEC
- \_\_\_\_\_ (1992) - *Mr. Keynes and the Post Keynesians: Principles of macroeconomics for a monetary production economy*. Aldershot: Edward Elgar.
- CHICK, V. (1993) - *Macroeconomia Após Keynes: Um reexame da Teoria Geral*. Rio de Janeiro: Forense Universitária.
- COSTA, F. N. (1998) - *Economia Monetária e Financeira: Uma abordagem pluralista*. São Paulo: Makron Books.
- \_\_\_\_\_ (1993) - "(Im)propriedades da Moeda". *Revista de Economia Política*, vol.13, nº.2(50), abril-junho.
- CROCCO, M. (1999) - "Investment Decision and Methodology: Keynes and the Neoclassical". *Estudos Econômicos*, vol.28, nº. 2.
- CROTTY, J. R.(1996) - "Is New Keynesian Investment Theory Really 'Keynesian'?". *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 18, nº 3.
- DAVIDSON, P.(1994) - *Post Keynesian Macroeconomic Theory: a foundation for successful economic policies for the twenty-first century*. Aldershot: Edward Elgar.
- \_\_\_\_\_ (1988) - "A Technical Definition of Uncertainty and the Long-run Non-neutrality of Money". *Cambridge Journal of Economics*, 12.
- \_\_\_\_\_ (1986) - "Finance, Funding, Saving, and Investment". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.IX, nº.1.
- DEOS, S. de (1998) - "A Hipótese de Instabilidade Financeira de Minsky". *Economia em Revista*, vol. 6, nº 1.
- DIMAND, R. W. (1995) - "Irving Fisher, J. M. Keynes, and the Transition to Modern Macroeconomics". in COTRELL, A. F. AND LAWLOR, M. S. [ORG](1995) *New Perspectives on Keynes*. History of Political Economy (Annual Supplement), vol. 27, Duke University Press.
- DREIZZEN, J. J. (1985) - *Conceito de Fragilidade Financeira num contexto inflacionário*. Rio de Janeiro: BNDES.
- DOW, S. (1985) - *Macroeconomics Thought - a methodological approach*. Oxford: Basil Blackwell.

- EARP, F. SÁ(1994) - *Notas sobre ilusão monetária: Uma recuperação da obra de Irving Fisher*. Florianópolis: Anais do XXII Encontro Nacional de Economia, ANPEC.
- FAZZARI, S.M and VARIATO, A. M.(1996) - "Varieties of Keynesian Investment Theories: Further reflections". *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 18, nº 3.
- \_\_\_\_\_(1994) - "Asymmetric Information na Keynesian Theories of Investment". *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 16, nº 3.
- \_\_\_\_\_  
and MOTT, T.L. (1986-87) - "The Investment Theories of Kalecki and Keynes: an empirical study of firm data, 1970-1982". *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 18, nº 2.
- FERREIRA, A.(1996) - *Limites da Acumulação Capitalista: Um estudo da economia política de Michal Kalecki*. São Paulo: Hucitec.
- FISHER, I. (1930) - *A Teoria do Juro: Determinada pela impaciência por gastar renda e pela oportunidade de investi-la*. São Paulo: Nova Cultural, 1986.
- GAREGNANI, (1978) - "Notes on Consumption, Investment and Effective Demand". *Cambridge Journal of Economics*, nº2, pp. 335/53 and nº 3, pp. 63/82.
- GIAMBIAGI, F. (1988) - *Taxa de Poupança, Restrições ao Crescimento e Política Econômica: uma abordagem integrada*. Rio de Janeiro: IEI/UFRJ, Texto p/ Discussão nº 169.
- GORDON, M. J. (1994) - *Finance, Investment and Macroeconomics: The neoclassical and a post keynesian solution*. Aldershot: Edgard Elgar.
- JORGENSON, D. W (1969) - "The Theory of Investment Behavior". in WILLIAMS, H. & HUFFNAGLE, J. D.[ORG.](1969) *Macroeconomic Theory: Selected readings*. Nova York: Appleton-Century-Crofts.
- JOBIM, A.J. (1984) – *A Macrodinâmica de Michel Kalecki*. Rio de Janeiro: Graal.
- KALECKI, M. (1990) - "Capitalism: Business Cycles and Full Employment". Oxford: *Collect Works of Michal Kalecki*, V. I, Ed. Jerzy Osiatyński, Clarendon Press.
- \_\_\_\_\_(1987) - "Algumas Observações Sobre a Teoria de Keynes". *Literatura Econômica*, 9(2), junho.
- \_\_\_\_\_(1983) - *Crescimento e Ciclo das Economias Capitalistas*. São Paulo: Hucitec.
- \_\_\_\_\_(1985) - *Teoria da Dinâmica Econômica*. São Paulo: Abril Cultural (Série Os Pensadores)
- KANDIR, A. (1989) - *A Dinâmica da Inflação*. São Paulo: Nobel.

- KEYNES, J.M. (1964) - *Teoria Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro*. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura.
- \_\_\_\_\_ (1973a) - "A Teoria da Taxa de Juros". in SZMRECSÁNYI, T. (1978) - *Keynes*. São Paulo: Ática.
- \_\_\_\_\_ (1973b) - "A Teoria Geral do Emprego". in SZMRECSÁNYI, T. (1978) - *Keynes*. São Paulo: Ática.
- \_\_\_\_\_ (1973c) - "Distinção Entre Poupança e Investimento". in SZMRECSÁNYI, T. (1978) - *Keynes*. São Paulo: Ática.
- \_\_\_\_\_ (1987a) - "Teorias Alternativas da Taxa de Juros". *Literatura Econômica*, 9(2), junho.
- \_\_\_\_\_ (1987b) - "A Teoria *ex ante* da Taxa de Juros". *Literatura Econômica*, 9(2), junho.
- KLAGSBRUNN, V.H. (1986) - "A Gênese do Princípio da Demanda Efetiva em Keynes". *Encontro Nacional de Economia Clássica e Política*, Mesa 16.
- KNIGHT, F. H. (1972) - *Risco, Incerteza e Lucro*. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura.
- KOUTSOYIANNIS, A (1979) - *Modern Microeconomics*. Londres: Macmillan.
- KREGEL, J. A. (1988) - "Irving Fisher, Great-Grandparent of the *General Theory*: Money, Rate of Return Over Cost and Efficiency of Capital". *Cahiers d'Economie Politique*, 14-15.
- \_\_\_\_\_ (1986) - "A Note on Finance, Liquidity, Saving, and Investment". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.IX, nº.1.
- \_\_\_\_\_ (1984-5) - "Constraints on the Expansion of Output and Employment: Real or monetary?". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.VII, nº.2.
- \_\_\_\_\_ (1980) - "Markets and Institutions as Features of a Capitalist Production System". *Journal of Post Keynesian*, vol III, nº.1.
- LIMA, G. T. (1992) - *Em Busca do Tempo Perdido: A recuperação pós-keynesiana da economia do emprego de Keynes*. Rio de Janeiro: BNDES.
- LUCAS JR., R.E. (1988) - *Models of Business Cycles*. Oxford: Basil Blackwell.
- \_\_\_\_\_ (1979) - "Understand Business Cycles Theory". in BRUNNER, K. and MELTZER [eds] - *Stabilization of the Domestic and International Economy*, Carnegie-Rochester Conference Series, 5.
- MACEDO E SILVA, A.C. (1995) - "Lei de Say, Equilíbrio e Demanda Efetiva". São Paulo: IE/Unicamp, Texto p/ Discussão nº 50.

- \_\_\_\_\_ (1994) - *Uma Introdução à Teoria Macroeconômica*. Campinas: Tese de Doutorado pela Unicamp.
- \_\_\_\_\_ (1990) - "Keynes's Economics and the Search for a New Economic Theory: the 'equilibrium trap'". São Paulo: IE/Unicamp, Texto p/ Discussão n° 22.
- MACLACHLAN, F. (1993) - *Keynes' General Theory of Interest: A reconsideration*. Londres: Routledge.
- MIGLIOLI, J. (1982) - *Acumulação de Capital e Demanda Efetiva*. São Paulo: T.A. Queiroz.
- MINSKY, H. (1991) - "The Financial Instability Hypotesis: a clarification". in FELDSTEIN, M.(org.). *The Risk of Economic Crisis*. Chicago: University Chicago Press.
- \_\_\_\_\_ (1982) - *Can "It" Happen Again?* Nova Iorque: M. E. Shape.
- \_\_\_\_\_ (1986) - *Stabilizing na Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.
- \_\_\_\_\_. (1975) - *John Maynard Keynes*. Nova York: Columbia University Press.
- PASINETTI, L.L. (1979) - *Crescimento e Distribuição de Renda*. Rio de Janeiro: Zahar.
- \_\_\_\_\_ (1993) - *Structural Economic Dynamics: A theory of the economic consequences of human learning*. Cambridge: Cambridge University Press.
- PATINKIN, D.(1982) - *Anticipations of General Theory? And others Essays on Keynes*. Oxford: Basil Blackwel.
- POSSAS, M.L. (1987) - *A Dinâmica da Economia Capitalista: uma abordagem teórica*. São Paulo: Brasiliense.
- \_\_\_\_\_ (1986) - "Para uma Releitura Teórica da Teoria Geral", Rio de Janeiro: PPE/IPEA, Vol. 16, n° 2, agosto.
- \_\_\_\_\_ e BALTAR (1983) - "O Modelo de Ciclo Econômico de Kalecki". *Revista de Econometria*, Ano III, n° 1, abril, pp.5/28.
- \_\_\_\_\_ (1981) - "Demanda Efetiva e Dinâmica em Kalecki". Rio de Janeiro: PPE/IPEA, Vol. 11, n°1, abril.
- PLOSSER, C. I (1989) - "Understanding Real Business Cycles". *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 3.
- RICHARDSON, D. R. (1986) - "Asimakopulos on Kalecki and Keynes on Finance, Investment and Saving". *Cambridge Journal of Economics*,10.

- SAY, J-B (1983) - *Tratado de Economia Política*. São Paulo: Abril Cultural (Série Os Economistas).
- SHACKLE, G.L.S.(1955) - "*Uncertainty in Economics and Other Reflections*". Cambridge: Cambridge University Press.
- \_\_\_\_\_(1991) - "*Origens da Economia Contemporânea*". São Paulo: Hucitec.
- SNIPPE,J. (1985) - "Finance, Saving and Investment In Keynes's Economics". *Cambridge Journal of Economics*, 9.
- STEINDL, J. (1980) - "Progresso Técnico, Distribuição e Crescimento". in *Progresso Técnico e Teoria Econômica*. São Paulo: Hucitec.
- STUDART, R. (1993) - "O Sistema Financeiro e o Financiamento do Crescimento: Uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional". *Revista de Economia Política*, vol. 13, nº.1 (49), janeiro-março.
- \_\_\_\_\_(1994) - "The Efficiency of the Financial System and Economic Development". Florianópolis: Anais do XXII Encontro Nacional de Economia, ANPEC.
- SYLOS-LABINI (1980) - "Progresso Técnico, Preços e Crescimento: uma introdução", in *Progresso Técnico e Teoria Econômica*. São Paulo: Hucitec.
- TAVARES, M. C. (1977) - *Ciclo e Crise: o Movimento Recente da Industrialização Brasileira*. Campinas: Instituto de Economia.
- TERZI, A.(1989) - "Three Questions on Finance: Preliminary remarks". *Economie Appliquée*, tome XLII, nº.2.
- \_\_\_\_\_(1986-7) - "The Independence of Finance from Saving: A flow-of-funds interpretation". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.IX, nº.2.
- VERCELLI, A. (1991) - *Methodological Foundations of Macroeconomics: Keynes & Lucas*. Cambridge: Cambridge University Press.
- WELLS, P. (1981) - "Keynes' Demand for Finance". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.III, nº.4.
- WRAY, L. R. (1990) - *Money and Credit in Capitalist Economies: The endogenous money approach*. Londres: Edward Elgar.
- WOLFSON, M.(1996) - "Irving Fisher's debt-deflation theory: its relevance to current conditions". *Cambridge Journal Economics*, 20.