

A CONTROVÉRSIA SOBRE AS RELAÇÕES ENTRE INVESTIMENTO, POUPANÇA E CRÉDITO

*Fernando Nogueira da Costa**

Introdução

Na visão keynesiana, a taxa de juros é um primeiro determinante do investimento. Distingue-se da visão neoclássica, onde, de acordo com a Teoria dos Fundos de Empréstimos (TFE), a taxa de juros é determinada conjuntamente pela poupança — a oferta de fundos emprestáveis — e pelo investimento — a demanda desses fundos. Nela, a poupança, necessária para que haja investimento, possui uma prioridade causal. Keynes reverteu essa causalidade ao destacar que o investimento pode se elevar independentemente da existência prévia de poupança (abstenção de consumo), provocando elevação da demanda efetiva e, conseqüentemente, da renda agregada, que superará o consumo global no montante residual da poupança. No entanto há no interior do pensamento keynesiano correntes antagônicas em relação à interpretação da teoria de financiamento do investimento que se extrai da obra de Keynes.

As duas vertentes keynesianas discutidas por Amadeo e Dutt (1987), segundo uma visão conciliatória,

"(...) exploram diferentes dimensões da Teoria Geral. Em suma, os pós-keynesianos enfatizam o papel do dinheiro e da incerteza, enquanto que os keynesianos neo-ricardianos enfatizam o mecanismo do multiplicador, o papel do produto como variável de equilíbrio entre poupança e investimento. Ao agirem assim, estão, de fato, buscando suas identidades: estão focalizando suas análises sobre o que consideram ser os elementos verdadeiramente revolucionários e inovadores das idéias de Keynes. Uma importante razão para a existência de dois grupos de keynesianos não pertencentes ao 'mainstream' é o fato de que o próprio Keynes enfatizou as noções de equilíbrio com desemprego (para a qual o papel do multiplicador é central)

* Professor Doutor de Sistema Financeiro no Curso de Doutorado em Economia do Setor Público, de Teoria Monetária e Financeira no Curso de Mestrado e Coordenador do Curso de Graduação do Instituto de Economia da UNICAMP.

e a instabilidade do sistema (na qual o papel do dinheiro e da incerteza é fundamental" (p.596).

Os pós-keynesianos chamam atenção para o papel da incerteza que envolve qualquer ato de tomada de decisão.

"Em um mundo de incertezas, o dinheiro desempenha um papel primordial na proteção dos agentes contra os efeitos da irreversibilidade do tempo. Quando a incerteza aumenta, os agentes preferem ter em mãos ativos líquidos (sendo o dinheiro um ativo líquido 'par excellence'). Se os agentes retêm dinheiro, ao invés de usar seus rendimentos comprando bens, observar-se-á uma interrupção do circuito renda-gasto (sic) e, assim, desemprego" (p.361).

O argumento dos keynesianos neo-ricardianos é que,

"(...) num modelo com diversas mercadorias, a taxa de juros pode não desempenhar o papel de variável de equilíbrio entre a poupança e o investimento. Esta é a razão pela qual a teoria neoclássica do emprego é falha. O mecanismo do multiplicador de Keynes fornece uma teoria consistente de ajustamento entre poupança e investimento e o nível de produção. De acordo com este mecanismo, a poupança se ajusta ao investimento através de mudanças nos níveis de produção e emprego. Somente por acaso o nível de emprego assim determinado corresponderá ao pleno emprego" (p.562).

Na verdade, os economistas pós-keynesianos negam a propriedade analítica da utilização do equilíbrio, situando-se, em relação a isso, em pólo oposto aos keynesianos neo-ricardianos. Os neo-ricardianos insistem em que a economia só pode ser adequadamente estudada em termos de posição de equilíbrio de longo prazo, enquanto os pós-keynesianos se restringem ao comportamento das economias capitalistas no curto prazo e, ao apontarem para sua instabilidade inerente, negam a aplicabilidade do método de equilíbrio. A rejeição das análises de equilíbrio de qualquer tipo implica a rejeição de modelos formais. Os keynesianos neo-ricardianos temem que essa atitude leve à redução na comunicação entre economistas de diferentes correntes, por o "mainstream" neoclássico ter optado pelo formalismo técnico como parte de sua moralidade metodológica. Acham que "(...) corre-se o risco de a economia pós-keynesiana permanecer ignorada pela profissão" (p.581).

O pensamento econômico convencional ("mainstream" neoclássico) assume a existência de constantes, parâmetros, relações estruturais, etc. na economia. Supõe a existência permanente de estrutura estável, pois, segundo essa linha de pensamento, se não houver equilíbrio, qualquer coisa pode ocorrer. Keynes assume que, em qualquer momento, há relação estrutural, porém não há meio de se saber se (e quanto) essas relações vão durar. As estruturas, determinadas por arranjos institucionais, são tão sólidas quanto são as instituições. Admite, portanto, que podem mudar. O papel da política econômica é justamente criar instituições que limitem o modo pelo qual a estrutura pode mudar. Entre as instituições defensivas ante a incerteza e os desapontamentos estão a moeda e as instituições financeiras, de maneira geral.

A teoria neoclássica ignora as instituições, particularmente as instituições financeiras. Dá ênfase no equilíbrio e/ou na tendência ao equilíbrio, ou seja, em como os mercados descentralizados adquirem coerência e coordenação na produção e na distribuição. A teoria de Keynes acha que as questões sobre evolução das rendas, produtos e preços devem ser respondidas no contexto atual das instituições e práticas financeiras — em que os banqueiros e homens de negócio "dão as cartas em Wall Street" —, não em termos de uma economia abstrata, como fosse uma "feira de aldeia medieval".

Minsky, por exemplo, desenvolve teoria para explicar por que a economia flutua, mostrando que instabilidade e incoerência — o processo de geração de incoerência é resultado de confronto de planos incompatíveis, por decisões descentralizadas —, exibidas periodicamente, são relacionadas com o desenvolvimento da fragilidade das estruturas financeiras. Ocorrem, normalmente, em economias capitalistas, no curso do financiamento da aquisição de ativos de capital e investimento. Resultam, portanto, de processos internos da economia capitalista, devido às falhas nos modos capitalistas de organização da acumulação, que refletem, no comportamento dos mercados financeiros, preços dos ativos e fluxos de lucros.

No Brasil, Ekerman (1989) distingue o estilo institucional, característico dos economistas da UNICAMP, do estilo monetarista formal, dos economistas da FGV-RJ e da USP, e do estruturalista formal, daqueles que tiveram a formação na PUC-RJ. O primeiro estilo caracteriza-se

"(...) em virtude de não fazer uso, ao menos constantemente, do formalismo matemático, e por se voltar à compreensão meticulosa do quadro institucional (relações de trabalho, organização industrial, organização financeira e bancária, relações internacionais político-econômicas)" (p.133).

Parte da constatação de que, no processo de valorização do capital, ocorrem conflitos institucionais.

"Para detectá-los, é necessário o conhecimento da história, remota e presente, e contato com a maneira de pensar e proceder de empresários, banqueiros, autoridades monetárias e políticas — nacionais e estrangeiras" (p.134).

Vamos resenhar, neste trabalho, nesse estilo institucional, as contribuições recentes na controvérsia teórica a respeito das relações entre investimento, poupança e crédito. Numa primeira parte, trataremos da questão da poupança, ou melhor, se a "escassez de poupança" constitui uma limitação para a expansão do investimento. Na segunda etapa, veremos como os economistas pós-keynesianos reinterpretem a teoria do investimento de Keynes, enfatizando os aspectos financeiros, numa visão alternativa à convencional da síntese neoclássica.

A questão da poupança

A questão da poupança foi central na argumentação oficial a favor da adoção de medidas recessivas pela política econômica, para o ajustamento da economia brasileira

face à crise cambial provocada pela dívida externa. À "poupança interna" foram atribuídas cinco funções:

- compensar a queda de participação da "poupança externa" no financiamento das atividades econômicas;
- reduzir as pressões inflacionárias pelo lado da demanda por bens ou serviços finais, dada a maior atração das aplicações financeiras;
- reconstituir uma taxa de investimento na economia, como proporção do PIB;
- contribuir para o equilíbrio das contas externas, ao liberar, com a queda do consumo interno, maior quantidade de bens para a exportação e ao constituir, simultaneamente, uma fonte não inflacionária de recursos para o financiamento das mesmas exportações;
- cancelar pressões inflacionárias provenientes dos "deficits" do orçamento monetário, ao apresentar-se como fonte não inflacionária de financiamento da dívida pública interna.

Tavares et alii (1982) criticaram, em tais argumentos, a confusão conceitual a respeito de "poupança agregada", "abstinência das famílias", "poupança financeira interna global" (função da correção monetária e dissociada das flutuações do investimento real), "poupança efetiva ou real" (lucros retidos no caso das empresas e "superavit" fiscal no caso do Governo), "poupança externa" ("deficit" em transações correntes do balanço de pagamentos), "poupança macroeconômica 'ex ante'", etc. Reafirmaram que "(...) a decisão de investimento é o elemento de ligação entre poupança real e poupança financeira, ou a forma de materialização desta última" (p.41), representada pelo montante de saldos de ativos financeiros. Dados a função anticíclica da política econômica e o peso econômico da intervenção estatal, numa situação de expectativas pessimistas, defenderam que "(...) aumentar a poupança/investimento ou alterar seu perfil é uma decisão eminentemente do Estado, no Brasil" (p.42).

Enfim, mostraram que, se a rentabilidade financeira cresce em termos reais, acompanhada de garantia de pronta liquidez, diminui, relativamente, o espaço para investimento produtivo lucrativo. No entanto o "monetarismo canhestro" que arbitrava a política econômica sacava argumentos pré-keynesianos para resolver essa contradição:

"(...) a taxa de juros seria a expressão da escassez de recursos e, portanto, estaríamos tendo investimentos demais, e não de menos. A taxa apenas cairia com a redução do investimento ou, alternativamente, com o aumento da poupança financeira" (p.43).

Em sua tese de titular pela UFRJ/FEA, Tavares (1978) já tinha discutido a relação teórica entre a poupança, o investimento e o endividamento, ou seja, "o falso problema da poupança" (p.23). Baseado na simplicidade analítica de Kalecki, relembra que "os capitalistas ganham o que gastam" e que, se os lucros são função de investimentos realizados em períodos anteriores, elevação de investimentos "no presente" implicará maiores lucros "no futuro" e, portanto, mais "poupança" no tempo. Assim, em termos kaleckianos dinâmicos, os capitalistas, enquanto classe, quanto mais gastam (hoje) mais poupam (depois) e quanto mais poupam (hoje) menos lucram, isto é, menos poupam efetivamente (depois). Os capitalistas não podem decidir o que lucram, ou seja, não

podem decidir "ex ante" o que podem poupar, só podem decidir o que investem com seu capital próprio (lucro retido) e em quanto pretendem se endividar (tomar empréstimos de capital de terceiros). Essa decisão de investimento leva em conta a expectativa de lucro esperado face ao risco de endividamento. Este está sujeito às restrições do mercado de crédito e é pago com a realização dos lucros, sob condições do mercado de produtos que também não controlam.

A única forma de a "poupança potencial" transformar-se em "poupança efetiva" é através da realização de investimento, no período, em seu próprio montante. A "poupança potencial" é o montante da renda global não consumida, que pode ser aplicada financeiramente pelos agentes econômicos, isto é, pode constituir um "fundo" disponível para financiar o investimento, através da intermediação financeira. No entanto, se essa "poupança potencial" for "entesourada" por aplicação em títulos para mera valorização financeira, ela é "desviada" do seu potencial macroeconômico, que, portanto, não se realiza efetivamente pela queda provocada na demanda efetiva e conseqüente não-expansão da renda real.

A demanda efetiva é dada por expectativas face ao valor da produção que os empresários desejariam produzir e vender. Envolve, portanto, um conceito de renda esperada "ex ante" face às vendas. A demanda é "efetiva" se emprega ou efetiva determinado uso de recursos existentes na produção, independentemente de que esta venha a se realizar no todo ou só em parte. Não existe "oferta" antes da produção realizada, ou melhor, antes da realização do valor adicionado na produção. A renda como um todo ($Y = W + J + A + L$) é um resultado realizado "ex post", com parte realizada "ex ante" (salário, juros e aluguéis pagos a nível microeconômico, empresarial) e o componente residual (lucros) realizado "ex post". Portanto, "poupança 'ex ante'" é um conceito dúbio, pois refere-se a "decisões que não são tomadas". Na verdade, "poupança" não é objeto de decisões, é simplesmente um residuo contábil constatado pela diferença "ex post" entre renda e consumo agregados. É uma variável passiva, um simples residuo que se iguala "a posteriori" ao investimento total através da variação da renda. Não possui nenhum papel relevante na teoria da demanda efetiva (Possas, 1983, p.93).

No entanto esse conceito sempre reaparece nas formulações de economistas, inclusive dos "heterodoxos". Por exemplo, "o problema da poupança" é examinado na parte final do Plano de Metas do Governo, divulgado em julho de 1986 pela SEPLAN, onde são analisados os aspectos macroeconômicos da economia brasileira relacionados com o financiamento dos investimentos necessários (R. Econ. Pol., 1986). Afirma que

"(...) a sustentação do crescimento econômico brasileiro, ao longo dos próximos anos, depende de um esforço adicional de poupança para obter os recursos indispensáveis à expansão do capital produtivo nacional. (...) Para tanto, é inevitável que haja um esforço adicional de poupança por parte do setor privado. A sociedade brasileira precisa optar entre consumir e estagnar ou poupar e crescer. Deferir significativamente parcela do consumo para um futuro próximo é a única forma realista de garantir a sustentação do desenvolvimento econômico e social".

O fracasso da experiência heterodoxa no chamado Plano Cruzado representou um estímulo implícito para o resgate das idéias de embasamento teórico neoclássico, em contraposição às versões "bastardas" do pensamento keynesiano.

"Tome-se como indicativo desta tendência o fato de muitos desses keynesianos, inclusive, revelarem uma certa predisposição a fazer uma revisão de antigas teses, com base na idéia de que o que é benéfico no curto prazo não é aconselhável quando se pensa em termos de crescimento sustentado de longo prazo. Em particular, políticas tendentes a estimular o consumo seriam recomendáveis para prazos menores, porém a sustentação do crescimento implicaria conter esse consumo de modo a aumentar o coeficiente de poupança do país" (Giambiagi e Amadeo, 1990, p.75).

Esses autores, evidentemente, não desconhecem o que é conhecido como paradoxo da parcimônia, isto é, a idéia de que a recomendação (neoclássica) de poupar mais individualmente, com vistas a investir mais e crescer mais no futuro, não passaria de uma típica falácia de composição, na medida em que a agregação desses atos individuais depreciaria o rendimento esperado dos investimentos, reduzindo, portanto, o nível destes e, conseqüentemente, a poupança agregada da economia.

Sugerem também que a recomendação mais adequada para o coeficiente de poupança depende do "regime" em que se encontra a economia a cada momento do tempo: a idéia de Keynes, conforme a qual, para crescer, seria necessário consumir mais, está condicionada à disponibilidade de recursos; a tese neoclássica em contrário, pela qual o consumo deveria ser contido, só adquire validade quando a capacidade instalada está efetivamente utilizada em toda sua plenitude. Na verdade, mesmo em condições de pleno emprego, embora keynesianos e neoclássicos concordem quanto ao possível excesso de consumo, os últimos propõem aumentar a poupança, enquanto os primeiros sugerem que é preciso investir mais.

Giambiagi e Amadeo (1990) afirmam que

"(...) a relação de causalidade apontada por Keynes, do investimento para a poupança — contrariamente à visão neoclássica —, continua válida sob qualquer hipótese acerca das circunstâncias vigentes" (p.78).

Mas quando analisam as limitações que enfrenta o investimento para superar a restrição de capacidade produtiva, a primeira apontada é justamente a da poupança (as outras são a da oferta de força de trabalho, a de crédito e financiamento, a de divisas externas e a de demanda por crédito). A modelagem para discutir "a limitação da poupança" nada mais é que uma apresentação de equações contábeis. Reconhecem que "(...) estas nada nos dizem, porém, sobre as relações de causalidade envolvidas na análise. Por isso, é fundamental ir além das identidades e fazer uma breve discussão teórica" (p.82).

A controvérsia a respeito das relações entre investimento, poupança e crédito dá-se em torno de duas teorias: a dos fundos de empréstimos — com juros determinados por fluxos — e a da preferência por liquidez — com juros em função de estoques de ativos.

Amadeo e Franco (1987) observam que

"(...) as diferenças entre estas teorias em suas diversas versões alternativas se devem, em grande medida, ao modo como concebem o sistema financeiro

ro, pois cada uma delas pode ser relacionada a um contexto histórico particular e, portanto, a um estágio específico de desenvolvimento do sistema bancário" (p.380).

A versão "clássica" da TFE está identificada com um sistema bancário primitivo. No século XIX, a poupança era uma pré-condição para o investimento, pois este em grande parte dependia de empréstimos diretos do credor para o tomador. Mesmo os empréstimos indiretos através dos bancos exigiam essa pré-condição, ou seja, necessitavam obter depósitos para emprestar. Os depósitos nesse estágio representavam poupança, ainda não eram meios de pagamento universais. Somente quando os cheques se tornaram amplamente utilizados como meios de pagamento é que o sistema bancário ganhou melhores condições institucionais (câmara de compensação, carteira de redesconto, etc.) para ampliar a oferta monetária através do multiplicador da moeda bancária. Os empréstimos passaram a criar depósitos que nunca deixavam o sistema bancário e representavam dinheiro para financiamento tanto do consumo quanto do investimento. A teoria keynesiana refletiu essa mudança.

Invalidada historicamente a determinação da taxa de juros pela poupança e investimento, outra explicação para os juros teve de ser encontrada. A teoria alternativa, a da preferência por liquidez, mostra a taxa de juros como o benefício que se obtém para se abrir mão da liquidez. É determinada pela combinação da convenção — base estável para a tomada de decisão — e da especulação, como revela a sátira de Dennis Robertson (Chick, 1989, p.41): "A taxa de juros é o que é pela expectativa de que ela seja diferente. Se não há expectativa de que ela seja diferente, não há nada que nos diga por que ela é o que é".

A taxa de juros é função de decisões dos agentes econômicos, inclusive Banco Central e bancos comerciais, sobre a alocação da riqueza entre os ativos já existentes (estoque de "velhos") e os novos e sobre o modo como financiar suas decisões de gasto. Portanto, as decisões de carteira desses agentes econômicos determinam a taxa de juros segundo a teoria da preferência pela liquidez. Tomando-se como referência essa taxa de juros e em função da expectativa dos investidores quanto à rentabilidade de seus projetos, há a determinação dos gastos de investimento. De acordo com o princípio da demanda efetiva e o mecanismo do multiplicador, determinam-se os níveis compatíveis de renda e poupança. A igualdade "ex post" entre o investimento e a poupança é função da variação no nível renda e não na taxa de juros; nesse sentido, está a diferença entre a teoria de Keynes e a TFE.

A crítica ao caráter "ex ante" da TFE implica a crítica à teoria da poupança "ex ante", a partir da idéia de que não tem sentido expressá-la sob o ponto de vista da sociedade como um todo. "A lógica da escolha individual" não é a mesma lógica, ou melhor, é "a falta de lógica no comportamento dos agregados". O paradoxo da parcimônia expressa a não-existência de um similar agregado à poupança individual. Na verdade, mesmo esta deve ser qualificada e considerada um conceito de poder explicativo dispensável.

As decisões de gasto, inclusive a decisão de consumir, tomadas em condições de incertezas, portanto, com base em expectativas, entre as quais, com relação aos fluxos futuros de renda, são condicionadas pelo poder de compra que os agentes comandam, o qual é proveniente de seu próprio estoque de riqueza e do crédito. Então, as decisões

de consumir podem ser tomadas mesmo antes que os fluxos de renda sejam recebidos, por exemplo, via cartões de crédito.

"Trata-se, assim, de algo muito mais complexo do que a mera definição de utilizar certa parcela de renda na compra de bens de consumo e 'poupar' o resto. (...) Ora, por definição, a poupança individual é o resíduo da renda, após subtraído o consumo. Mas, se não se decide consumir a partir da renda, tampouco se decide não consumir a partir dela. O poder de compra não destinado ao consumo é, por definição, aplicado. Como — e por que — separar as aplicações em uma parcela supostamente financiada pelo fluxo de renda, e em outra parcela adquirida com base no poder de compra previamente existente?" (Macedo & Silva, 1990, p.38).

Assim, também a poupança individual deve ser considerada um mero resíduo contábil, definido "ex post" (e não como resultado de uma decisão "ex ante" de "poupar"), constatado pela diferença, ao final do período contábil, entre o fluxo de renda individual e o fluxo de gastos em bens de consumo.

A sabedoria convencional da ortodoxia dos economistas baseia-se no "lugar-comum" da justificativa do indivíduo leigo para suas decisões de consumir e de aplicar a partir de seus fluxos correntes de renda.

"Na verdade, isto tende a ser tanto mais provável quanto mais pobre o indivíduo, ou seja, quanto maior a importância de seu fluxo de renda em face de seu estoque de riqueza. Num extremo, estão os indivíduos totalmente despojados de um estoque de riqueza (bem como de acesso ao crédito) que não aquele periodicamente feito pela renda. Para estes, a discussão sobre o estoque de riqueza (e não a renda) como condicionante as decisões de gasto é, de fato, meramente acadêmica" (Macedo & Silva, 1990, p.39).

O cálculo capitalista implica repensar continuamente a estrutura do portfólio, ou seja, as decisões econômicas dos capitalistas têm como objetivo fundamental a preservação e a ampliação de seu estoque de riqueza segundo a lógica da valorização do capital. A estrutura patrimonial de um agente econômico é composta segundo a participação de cada tipo de ativo — as várias formas de manutenção de riqueza — e de passivo — as várias formas de financiar a carteira. Muitos assalariados, por carência de cultura, tempo e dinheiro para adquirir novas informações, tendem a adotar um procedimento de rotina na gestão do estoque de riqueza, lidando com o fluxo de renda como variável básica para sua estratégia de aplicação e consumo. É considerada também uma decisão de portfólio — ou de aplicação — o agente reter, em sua carteira de ativos, sob a forma monetária, seu fluxo de renda ou o produto da venda de um ativo qualquer.

Como afirma Andrade (1989),

"(...) negar o papel da poupança 'ex ante' é essencial para que prevaleça o **princípio da demanda efetiva**, próprio das economias monetárias com sistema de crédito sem 'lastro'. De fato, em economias onde o sistema bancário funcionava apenas como depositário e transferidor de valores, os empréstimos — antecipações de poder de compra para alguns — represen-

tavam poupança, ou poder de compra diferido para outros. Nessas economias, havia um atrelamento do crédito à poupança, como pensavam, talvez, os economistas clássicos. Portanto, a poupança desejada pela comunidade representava um limite superior ao investimento realizado. Entretanto Keynes estava pensando em economias monetárias com moeda bancária desenvolvida — como existiram desde os meados do século passado — e onde há uma separação completa entre poupança e crédito, e é justamente o acesso privilegiado dos empresários-investidores ao crédito que garante a prioridade (separação, antecedência) do investimento sobre a poupança" (p.138).

Como o que os investidores necessitam "a priori" é de poder de compra, isto é, moeda,

"(...) a questão dos fundos necessários para o investimento passa a ser entendida não na esfera real, mas na esfera financeira, isto é, nas condições de liquidez da economia, as quais determinam o ritmo do processo de acumulação na economia e não a disponibilidade de poupança" (p.138).

Portanto, ao considerar a taxa de juros como elemento determinante do investimento, dadas as expectativas a longo prazo, Keynes estava supondo acesso ao crédito. O argumento do "finance motive" para demanda por dinheiro deve ser estudado em conjunto com o processo de financiamento do investimento.

A questão do financiamento

Keynes enfoca o investimento como determinante fundamental da demanda agregada e das flutuações de curto prazo nas atividades econômicas. Rejeita os fundamentos microeconômicos do investimento que são baseados exclusivamente nas condições tecnológicas para a produtividade do capital, destacando incerteza, finanças e fatores monetários como conceitos explicativos essenciais. As condições monetárias e financeiras afetam as decisões de gastos de capital das firmas.

Fazzari (1989) analisa as formulações desenvolvidas por três vertentes interpretativas da teoria do investimento de Keynes, especificamente no que se refere às inter-relações entre variáveis reais e monetário-financeiras.

"Nos anos 60 e 70, visões a respeito das ligações entre finanças e investimentos bifurcaram em distintas escolas de pensamento. Os pós-keynesianos sustentavam que as proposições originais de Keynes permaneciam válidas: instabilidade nas relações financeiras podia causar volatilidade no investimento e na macroeconomia. A abordagem neokeynesiana mais formalista dedicava-se aos modelos de otimização derivados dos 'primeiros princípios' neoclássicos que não destacavam a importância das ligações entre finanças e investimento. Durante este período, houve pouco contato entre as duas escolas de pensamento" (p.102).

No entanto Fazzari destaca que, nos anos 80, um novo e distinto programa de pesquisa macroeconômica emergiu. As raízes da economia dos novos keynesianos, em

parte, deve-se tanto ao sucesso quanto à falência da macroeconomia novo-clássica dos anos 70. O trabalho novo-keynesiano reteve a característica da abordagem novo-clássica, que coloca ênfase especial nas construções de seus modelos, na otimização de origem neoclássica. Entretanto, como as implicações das teorias novo-clássicas não foram bem sucedidas empiricamente, alguns economistas retomaram algumas idéias keynesianas que tinham sido abandonadas no auge da "revolução das expectativas racionais". O novo-keynesiano altera a abordagem em torno da otimização dos agentes microeconômicos, examinando mais detidamente os problemas das economias de mercado, em especial da atividade mercantil descentralizada. Vários problemas dão-se em torno das informações assimétricas entre compradores e vendedores sobre o mercado.

Uma das mais frutíferas aplicações dessas idéias é no estudo do mercado de crédito. Por exemplo, a capacidade de uma empresa implementar um projeto de investimento pode depender não dos fundamentos tecnológicos do projeto sob consideração, mas, sim, das condições financeiras da forma de dispor de fundos internos e de não depender de fundos externos. A aversão ao risco caracteriza o comportamento de parte dos fornecedores desses fundos. Na perspectiva neoclássica, o problema pode ser superado pela diversificação das fontes de financiamento. A hipótese é a de que tanto os emprestadores quanto os tomadores de crédito possuem total informação no que concerne à qualidade do projeto e ao caráter do devedor. Mas, com suposição contrária, que a informação é assimétrica e que a qualidade de projetos e de devedores é variável, os empréstimos serão concedidos não com referência à mesma "taxa de juros de equilíbrio geral" que ordena o mercado de fundos externos com plena informação, mas, sim, com uma maior taxa de juros para os tomadores.

"Estas circunstâncias revelam uma ligação entre a estrutura financeira das firmas e seus investimentos. Empresas com bons projetos de investimento se autofinanciam face ao mais alto custo do capital externo que seu custo oportunidade de uso de recursos internos, porque o custo dos recursos externos inclui um prêmio para compensar os credores quanto ao risco de financiar maus projetos. Isto cria uma preferência para recursos internos (...). Este resultado é fundamentalmente diferente das predições da teoria neoclássica sobre a independência essencial entre decisões reais e financeiras. Não se pode entender o investimento real como determinado em última instância somente por discernimento externo e tecnologia" (Fazzari, 1989, p.105).

Quanto à dúvida se esse resultado está dentro da tradição pós-keynesiano, o citado autor acredita que o problema da informação assimétrica nos mercados de capitais consiste num elemento essencial — distinto do problema da arbitrária "imperfeição" de informação, colocada artificialmente nos modelos "standard" novo-clássicos — e representa uma característica fundamental da descentralização das economias de mercado. A característica inerente de mercados descentralizados inclui a separação dos agentes e a necessidade de estruturas institucionais que coordenem, conscientemente, a atividade diversificada de indivíduos isolados.

Fazzari considera as implicações desse tipo de especialização e informação isolada no funcionamento do mercado financeiro.

"Empresários têm vantagem informacional sobre a possibilidade de desenvolver novas tecnologias e mercados para novos bens e serviços. Banqueiros e financistas especializam-se em intermediação financeira. Se um empreendedor solicita fundos para um intermediário financiar um projeto de investimento, naturalmente se considera que o empreendedor possui mais informação sobre as perspectivas do projeto que o banqueiro. Este pode obter alguma informação de fontes independentes, mas esta atividade é custosa. Para tornar-se plenamente informado requerer-se-á que o banqueiro se transforme em um empreendedor, condição que exige desfazer a especialização que é fundamental para a produtividade do sistema" (p.106-7).

A conseqüência dessas idéias é que os financistas só possuem condições de deter plenas informações sobre os projetos para financiamento se o investidor voluntariamente as revela. Mas isso é impossível de acontecer porque os devedores têm o incentivo de apresentar sua situação como a melhor possível. Esse estímulo é bem entendido pelos credores, e, com racional ceticismo, eles colocam suas salvaguardas nos juros dos empréstimos. Nesse caso, o keynesiano "risco do devedor" é evidente, como resultado de informação assimétrica. Essa assimetria não é exógena ao funcionamento do sistema, mas representa uma característica inerente à produção mercantil descentralizada.

O "risco do devedor" constitui uma limitação para a expansão do investimento. Esse obstáculo não é tecnológico, mas inerentemente financeiro. Pode ser superado por acréscimos na liquidez, independentemente de mudanças nas características tecnológicas do projeto.

O autor conclui que

"(...) a visão de investimento que emerge destes novos modelos é inequivocamente keynesiana em suas implicações empíricas. Informações assimétricas levam a uma maior preferência por recursos internos do que a recorrer aos externos. O mais importante determinante das flutuações no fluxo de caixa interno e na liquidez é, indubitavelmente, o ciclo de negócios agregado. Além disso, estes modelos sugerem imediatamente uma relação entre investimento e ciclo sem que isto exclua as decisões e os microfundamentos tecnológicos da síntese neokeynesiana" (p.109).

Neste sentido, numa tentativa de síntese macro-micro, Fazzari avalia que as formulações dos novos keynesianos representam uma convergência entre as visões neo e pós.

A distinção central entre as teorias ortodoxa e keynesiana reside no axioma do real ou seu equivalente à neutralidade da moeda, que é aceito pela teoria ortodoxa e rejeitado pela teoria keynesiana. Minsky (1985) sublinha a importância determinante do impacto das relações financeiras e, portanto, da estrutura que as organiza sobre o conjunto da atividade econômica. Não se pode sustentar sobre uma moeda "neutra" — um mero artifício para facilitar as trocas de bens reais, que não afeta a natureza essencial das transações, isto é, motivações e decisões — uma construção teórica sobre o endividamento em geral, em que a taxa de juros monetários possui um papel essencial. A moeda não é neutra: afeta os preços absolutos e relativos dos ativos e, conseqüentemente, a taxa de investimento.

O endividamento das empresas visa a uma antecipação do poder de compra, permitindo a criação de uma nova demanda de matérias-primas e de trabalho, para sustentar a dinâmica da acumulação. É indispensável ter em conta a estrutura de endividamento e a necessidade da validação das dívidas, pela venda da produção com lucros. Nesse sentido, de um lado, os preços de ativos de capital e, de outro, os salários e os preços monetários da produção corrente devem ser considerados analiticamente, num contexto dinâmico, em que taxa de juros e taxa de inflação possuem um papel decisivo nas relações entre credores e devedores. Na medida em que os lucros extraídos das transações correntes sejam insuficientes para cobrir os encargos financeiros, ou seja, quando a esfera real não mais valida os encargos criados na esfera financeira, se constitui um sobreendividamento, pela aparição, do lado devedor, da obrigação de se refinanciar para quitar os compromissos com seu credor.

A teoria keynesiana, reinterpretada pelos pós-keynesianos, sustenta que o comportamento do sistema, tanto em seus aspectos de detalhe (preços relativos, produções particulares), quanto em suas dimensões globais (emprego, produto nacional, nível de preços), depende da estrutura financeira. Não existe a divisão entre o que os teóricos ortodoxos chamam de "real" e "nominal". A teoria de Keynes trata de preços de ativos, do nível dos preços e da solvabilidade dos bancos e das empresas; a teoria dos juros em termos da preferência pela liquidez é realmente uma teoria da determinação dos preços dos ativos numa economia capitalista. Essa teoria econômica de Keynes, aberta à incorporação de detalhes referentes às disposições institucionais das finanças, fornece uma visão teórica e um conjunto de proposições que explicam como se desenvolve a fragilidade financeira.

As relações financeiras podem ser avaliadas em termos de "cash flow" que se estabelecem pelos contratos e de objetivos desses mesmos contratos.

"O contrato moeda-agora contra moeda-mais tarde, entre os bancos e as empresas, é concluído de tal sorte que as empresas possam adquirir ativos e despendar dinheiro. A despesa tradicionalmente financiada é o gasto em investimento. O processo típico de investimento requer o crédito e os mercados financeiros em dois estágios: o primeiro é o de "construção", o segundo o do cumprimento do contrato. A fase de construção é frequentemente chamada fase temporária, e a fase de investimento, financiamento permanente. Todos os contratos de financiamento implicam o pagamento final à organização que assegura o financiamento num montante de dinheiro superior ao adiantado. O dinheiro necessário para fazer face a estes compromissos provém seja de um refinanciamento, semelhante ao do financiamento do contrato, seja do fluxo de lucros brutos (...). Entretanto, o compromisso do financiamento não se paga senão na medida em que os lucros antecipados sobre o período de financiamento sejam sensivelmente superiores ao valor nominal do contrato" (Minsky, 1985, p.318).

Portanto, há uma necessidade de **validação permanente das dívidas** por meio de um fluxo de lucros da produção corrente para a estrutura financeira, para não quebrar o modo capitalista de criação de recursos. Este não pode financiar a demanda efetiva senão crescendo cumulativamente, pois, o investimento que engendra os lucros. A crise

surge quando os fluxos da esfera de transações correntes não sustentam mais o lucro necessário para que as empresas possam pagar os juros aos bancos. Nessa situação, a economia real não valida mais a estrutura de dívidas acumuladas.

A moeda não é neutra porque constitui o passivo dos bancos, porque estes detêm os ativos liberados em moeda, e porque estes ativos serão validados pelos fluxos de liquidez provenientes das empresas. Assim, para Minsky,

"(...) deter a moeda, num mundo onde reina a incerteza e onde os contratos financeiros devem ser honrados, onde a incerteza se aplica de uma maneira toda particular à capacidade de realizar lucros e de cumprir os planos de financiamento e refinanciamento, não é estéril" (p.319).

Constata-se que "Keynes dedicou em sua obra menos espaço à tipologia dos sistemas financeiros que à classificação dos motivos para detenção de encaixes monetários" (Boissieu, 1985, p.337). Não se coloca em sua obra a clivagem entre a economia do endividamento e a economia dos mercados financeiros (ou, mais precisamente, do mercado de capitais). Essa clivagem, entretanto, permite, na opinião de Boissieu,

"(...) esclarecer certos aspectos significativos da análise de Keynes e das interpretações pós-keynesianas, em particular, dos pontos relativos à formação e ao papel das taxas de juros, e às políticas que visam agir sobre elas".

Quanto ao sentido de causalidade entre poupança e investimento, numa economia do endividamento, graças aos bancos, o financiamento dos investimentos pode operar sem apelo a uma poupança previamente constituída. Em tal sistema financeiro, a causalidade do multiplicador de renda keynesiano prevalece: o endividamento permite o investimento que, graças à variação de renda, engendra o suplemento de poupança, que assegura, enfim, a complementação do circuito.

Boissieu (1985) constata que

"(...) a teoria do emprego, da produção e da renda de Keynes é elaborada com maior referência a uma economia do endividamento, enquanto que a teoria da preferência pela liquidez ganha toda sua significação num quadro de economia dos mercados financeiros" (p.339).

O motivo finanças ("finance motive"), proposto por Keynes em 1937, é, por natureza, ligado à noção de economia do endividamento. Ele se apóia sobre uma distinção entre a **demand**a de moeda e a **demand**a de créditos, entre a moeda demandada para ser retida e a moeda demandada para ser despendida. Boissieu (1985) argumenta que,

"(...) na Teoria Geral, a separação entre demanda de moeda e demanda de crédito não tinha sido feita, pois, supondo a oferta nominal de moeda exógena (sic), Keynes retira de seu campo de análise as condições de ajustamento no mercado de créditos. Isto não ocorre com a introdução do 'finance'" (p.340-1).

O motivo finanças corresponde a um fundo rotativo que não tem, em princípio, nada a ver com poupança (pois se baseia em créditos bancários multiplicados na

economia do endividamento) e que serve para, nas palavras de Keynes, "(...) cobrir o intervalo de tempo que separa o momento em que a decisão de investimento é tomada e o momento em que o investimento e a poupança são efetivamente realizados". Esse motivo toma significado quando o investimento cresce de um período a outro: o financiamento do investimento adicional efetua-se pelo endividamento complementar das empresas.

Ao descrever o **processo de financiamento do investimento**,

"Keynes reduz o procedimento de oferta financeira, para suprir as necessidades dos investimentos, como parte dos determinantes do mercado monetário, tendo, de um lado, a oferta da moeda e, de outro, o estado das preferências pela liquidez" (Andrade, 1989, p.139).

Segundo esse autor,

"Keynes considerou como motivo finanças a demanda por liquidez necessária para a concretização do investimento, isto é, que surge entre a decisão de investir e a sua efetivação. No momento em que os gastos de investimento são realizados, a liquidez da comunidade como um todo é restaurada e o motivo finanças desaparece. É neste sentido que Keynes utiliza a idéia de que fundos para atender o motivo finanças constituem um fundo rotativo que se recompõe na medida em que os gastos em investimento são realizados. É por aí que ele emprega a noção de que os investimentos 'ex post' provêm finanças para os investimentos 'ex ante'" (p.139-40).

Em Keynes está a noção de fundo rotativo de liquidez, que se recompõe pelos gastos.

"As finanças, ou o dinheiro, que estão atreladas durante o intervalo entre o planejamento e a execução, são liberadas no devido tempo depois que foram pagas na forma de renda, quer os recebedores a poupem ou a gastem" (Keynes apud Andrade, 1989, p.140).

No debate dos anos 30, ficou clara a distinção em relação a Robertson, pois a ênfase deste está na **amortização dos empréstimos**, noção que não faz parte da preocupação keynesiana. Keynes está preocupado apenas com o interregno entre os investimentos planejado e realizado, e não com a etapa que se estende até a amortização dos empréstimos de financiamento do investimento (Andrade, 1989, p.141).

Para Keynes, a **poupança não importa, a moeda sim que é importante nas decisões**. A falta de disponibilidade da comunidade para comprar títulos — devido a uma preferência pela liquidez que leva a reter moeda e não a adquirir outros ativos —, e liberar dinheiro, pode interromper a circulação da liquidez da economia, provocando crise na realização de gastos.

Segundo Andrade (1989), a questão que se colocava na controvérsia dos anos 30 entre os economistas suecos e Keynes era basicamente a mesma que hoje se estabelece entre Asimakopulos (1983 e 1986), de um lado, e Kregel (1984 e 1986), Davidson (1986) e Snippe (1985), de outro, em torno do motivo finanças de Keynes.

"O elemento central está na confusão entre poupança como liberação de recursos reais que permite o equilíbrio entre oferta e demanda agregadas e

poupança enquanto fundos para financiar o investimento, característica da teoria dos fundos de empréstimo. Keynes rejeita este esquema ao separar a decisão de poupança da decisão de alocação da riqueza entre os diversos ativos. Resumindo, o princípio da demanda efetiva e o princípio da preferência pela liquidez constituem esferas claramente distintas em Keynes. Uma vez compreendida esta hipótese, é possível entender a controvérsia dos anos 30 e as suas ramificações atuais" (p.150).

Amadeo e Franco (1987) consideram que as decisões nos gastos de investimento abrangem três **fluxos monetários** distintos ou três diferentes **horizontes de decisão**: em primeiro lugar, dá-se a liberação dos recursos líquidos represados pela firma investidora no período que antecede o gasto, ou seja, observa-se uma redistribuição da posse de ativos líquidos no momento em que se efetua o gasto do investimento. Aí cessa a demanda por moeda pelo "finance motive" e restabelece-se o nível prévio de preferência pela liquidez. Nesse momento, com o gasto efetivado, tem início o processo multiplicador, durante o qual são gerados fluxos de renda e poupança. Esse segundo período é maior que o primeiro, no qual se dão as modificações nas carteiras dos agentes em função do "finance motive". Porém o terceiro período é muito mais extenso, pois vai desde quando a nova capacidade produtiva de fato começa a operar, gerando rendas, até terminar sua vida útil. O efeito multiplicador da renda, provocado pelo investimento, já se terá esgotado anteriormente.

Esses autores afirmam que

"(...) há dois tipos de problemas de liquidez encontráveis no processo de investimento que não devem ser confundidos: um de **financiamento**, outro de **viabilidade econômica**. O primeiro diz respeito ao fato de que o financiamento obtido pela firma investidora para os gastos de investimento freqüentemente não tem uma duração igual ao horizonte relevante para a decisão de investimento, ou seja, a vida útil estimada do novo equipamento. Dessa forma, em algum momento ao longo do processo será preciso refinancear dívidas, e nesse momento a intermediação financeira terá papel importante a cumprir. O segundo tipo de problema observa-se em função de dificuldades em se gerar receitas de vendas compatíveis com as expectativas da época da decisão de investir, a firma experimentará problemas que elevarão, na terminologia de Minsky, o grau de fragilidade financeira do sistema. O problema aí está associado à qualidade ou à viabilidade econômica do projeto de investimento específico. Na verdade, este é um **problema de solvência**, enquanto o primeiro é genuinamente um **problema e liquidez**" (p.384).

A conclusão é que a dificuldade em se relacionar esses três horizontes de decisão e diferenciar o papel dos fluxos a eles associados — "finance", poupança e renda — está na raiz das controvérsias sobre a relação entre crédito, poupança e investimento.

Bibliografia

- AMADEO, E. & DUTT, A. (1987). Os keynesianos Neo-ricardianos e os Pós-Keynesianos. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, IPEA, 17(3):561-604. dez.
- AMADEO, E. & FRANCO, G. (1987). Entre Keynes e Robertson: finança, poupança e investimento. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, IPEA, 19(2): 379-96. ago.
- ANDRADE, J.F. (1989). A ressurreição da Teoria dos Fundos de Empréstimo e o motivo de Keynes. In: AMADEO, E. ed. **J. M. Keynes, 50 anos da Teoria Geral**. Rio de Janeiro, INPES/IPEA. p.123-50.
- ASIMAKOPULOS, A. (1983). Kalecki and Keynes on Finance Investment and Savig. **Cambridge Journal of Economics**, London, Academic.
- ASIMAKOPULOS, KREGEL & DAVIDSON (1986). Finance liquidit saving and investment. **Journal of Keynesian Economics**, Fall, Sharpe, 9(1):79-110. (Debate).
- BOISSIEU, C. (1985). Economie d'endettement economie de marchés financiers et iaux d'interet. In: BARRERE, A. **Keynes aujord'hui: théories et politiques**. Paris, Economica.
- CHICK, V. (1989). A Teoria Geral de Keynes 50 anos depois: o que resta?. In: AMADEO, E. ed. **J.M. Keynes: 50 anos da Teoria Geral**. Rio de Janeiro, IPEA/INPES.
- EKERMAN, R. (1989). A comunidade de economistas do Brasil: dos anos 50 aos dias de hoje. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, FGV 43 (2):113-38. abr./jun.
- FAZZARI, S. (1989). Keynesianos theories of investment; neo, post and new. **Revista de Economia Política**, São Paulo, Brasiliense, 9(4):36. out./dez.
- GIAMBIAGI, F. & AMADEO, E. (1990). Taxa de poupança e política econômica. **Revista de Economia Política**, São Paulo, Brasiliense, 10(1):37. jan./mar.
- KEYNES, KALECKI & OHLIN (1987). **Literatura Econômica**, Rio de Janeiro, IPEA, 9(2):121-71. (Artigos de 1937).
- MACEDO e SILVA, A.C. (1990). **Uma introdução à Teoria Macroeconômica**. Campinas, UNICAMP/IE. (Apostila versão preliminar, cap. 6.4 e 6.5). jan.
- MINSKY, H. (1985). La structure financiere: endettement et credit. In: BARRERE, A. **Keynes aujord'hui: théories et politiques**. Paris, Economica.
- POSSAS, M. (1983). **Dinâmica e ciclo econômico em oligopólio**. Campinas, /s.ed./. (Tese de Doutorado).

REVISTA DE ECONOMIA POLÍTICA (1986). São Paulo, Brasiliense, v.6, n.4, out./dez. p.149.

TAVARES, M. C. (1978). *Ciclo e crise*. Rio de Janeiro, UFRJ. cap.1, itens 1.3 e 1.4. (Tese de Titular pela FEA/UFRJ).

TAVARES, M. . et alii (1982). A questão da poupança: desfazendo confusões. ed In: TAVARES & DAVID org. *A economia da crise*. Rio de Janeiro, Vozes-Achiamé.

Abstract

This paper sums up the recent contributions for the theoretical debate on the relationships between investment, savings and credit. Firstly, it focuses on the shortage of savings as a restriction to increase investment. Secondly, it shows how post-keynesian economics reinstated the keynesian theory of investment emphasizing the finance side of investment decisions and putting together an alternative approach to the well-know neoclassical synthesis.