

Sobre a centralidade da teoria da preferência pela liquidez na macroeconomia pós-keynesiana

Fernando J. Cardim de Carvalho*

Pouco antes da publicação de **A Teoria Geral**, Keynes anunciou seu programa de pesquisa como consistindo no estudo de economias verdadeiramente monetárias. Estas, que chamou de **economias monetárias de produção**, eram definidas por um certo conjunto de características, dentre as quais se destacaria o papel exercido pela moeda. De acordo com Keynes, em uma economia monetária, não se poderiam conceber posições de equilíbrio, seja de curto, seja de longo período, sem se considerar o comportamento da moeda “entre o primeiro estado e o último” (KEYNES, 1971/1983, v.13, p. 409). Uma economia monetária poderia ser concebida como capaz de encontrar um estado de repouso em um conjunto de posições de equilíbrio de longo período, mas, para se poder dizer qual estado seria efetivamente alcançado, seria necessário descrever-se a política monetária que efetivamente estivesse sendo seguida naquela economia (KEYNES, 1971/1983, v. 29, p. 55).

Após a publicação de **A Teoria Geral**, Keynes insistiu no papel especial jogado pela moeda no tipo de economia que estava sendo modelada. No artigo **The General Theory of Employment**, publicado em 1937, em resposta aos críticos de seu livro, Keynes argumentou que havia duas novidades principais naquela obra: o tratamento da incerteza e sua relação com a moeda; e o conceito de propensão a consumir (apresentados no artigo nessa ordem).

* Professor Titular do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro. O autor é grato ao apoio do CNPq.

Keynes acusava os clássicos de postularem comportamentos patológicos, quando se referiam à possibilidade da retenção de moeda como reserva de valor, porque, em um mundo afetado apenas por riscos mensuráveis, sempre haveria um ativo alternativo que dominasse a moeda aos olhos dos detentores de riqueza.¹ De acordo com Keynes, a moeda acalmaria inquietações daqueles sujeitos quanto a riscos imprevisíveis (incerteza não mensurável), por causa de suas propriedades especiais, de modo que, apenas em modelos que reconhecessem tais riscos, a moeda poderia ser tomada como um ativo. O princípio da demanda efetiva de Keynes, isto é, a possibilidade de que a demanda por bens e serviços seja deficiente porque os agentes usam sua renda para comprar riqueza não reproduzível, ao invés de usá-la para comprar itens que possam ser reproduzidos, empregando-se trabalho para tanto, segue dessa concepção particular. A não-neutralidade de longo período da moeda repousa, assim, na proposição de que a moeda e itens reproduzíveis de capital são formas alternativas de acumulação de riqueza.

Essas mesmas idéias fundamentais foram também expressas no prolongado debate que opôs Keynes a Ohlin, Robertson e também outros pouco depois da publicação de **A Teoria Geral**. Aqui, Keynes defendeu sua posição de que a taxa de juros era a recompensa por abrir-se mão de liquidez e, assim, por abrir-se mão de riqueza em forma monetária, dado que a moeda é o ativo com o maior prêmio de liquidez dentre todos os ativos. Novamente, Keynes estava argumentando que a moeda é uma forma de riqueza e que a taxa de juros era o preço que guiava a escolha entre forma líquida e ilíquida de riqueza, ao invés da escolha entre consumo presente e futuro concebida pela teoria "clássica". Como a moeda, no entanto, é também demandada como um meio de pagamento (para financiar tanto os gastos com transações normais, rotineiras, quanto os gastos discricionários, o que é chamado por Keynes de motivo financeiro para a demanda por moeda), a teoria monetária adequada a uma economia monetária de produção seria complicada pela necessidade de considerar essa dualidade de papéis.

A complexidade do argumento foi certamente uma das causas do alto grau de incompreensão característico dos debates em torno da preferência pela

¹ Para uma demonstração desse argumento, ver Hahn (1984, cap. 7).

liquidez. Para alguns, como Tobin, preferência pela liquidez referia-se a um problema bastante estreito de escolha entre moeda e quase-moeda.² Tobin negava, em particular, que aquela teoria se referisse "(...) às escolhas que os investidores fazem entre toda espécie de ativos monetários, de um lado, e outras classes amplas de ativos, de outro" (TOBIN, 1987, p.244). A visão de que a preferência pela liquidez era um tema menor dentro de **A Teoria Geral** é comum entre certos grupos de teóricos heterodoxos (GAREGNANI, 1983) e ortodoxos (MODIGLIANI, 1944). Em contraste, autores ortodoxos como Hicks (1967a) e heterodoxos como Davidson (1978), Minsky (1975), dentre outros, defenderam a visão diametralmente oposta: a preferência pela liquidez seria o foco de discórdia entre Keynes e a economia clássica.

Entre as dificuldades mais importantes a serem encaradas está a relação entre moeda e crédito. Com efeito, a maioria dos intérpretes de Keynes parece ter percebido a teoria monetária proposta por Keynes como um meio particularmente confuso de dizer que a taxa de juros é determinada pelas condições de crédito, ainda que Keynes tenha insistido em distanciar-se dessa visão em seu debate com Ohlin e Robertson. Milton Friedmand, por exemplo, acusou os keynesianos (senão o próprio Keynes) de confundirem moeda e crédito. Para alguns keynesianos, aliás, como Kaldor, Keynes, na verdade, teria persistido **erroneamente** em dar papel especial à moeda, quando o fenômeno do crédito seria mais fundamental. Blinder, anos mais tarde, reviveu a teoria dos fundos de empréstimo (de acordo com a qual a taxa de juros é determinada pela interação entre oferta e demanda por crédito) como o modo de compreensão da influência da taxa de juros em seu modelo keynesiano (BLINDER, 1989).

Na verdade, a evolução da abordagem convencional da teoria monetária foi marcada pela convergência entre a versão da síntese neoclássica da preferência pela liquidez e a nova teoria quantitativa de Friedman. Mesmo autores como Kaldor acabaram por compartilhar dessa abordagem. A separá-los restaram apenas argumentos de natureza empírica. Entre a síntese neo-

² "A teoria da preferência pela liquidez toma como dadas as escolhas que determinam quanta riqueza deve ser investida em ativos monetários e se preocupa com a locação desta quantidade entre moeda (*cash*) e ativos monetários alternativos." (TOBIN, 1987, p.244).

clássica e Friedman está o valor da elasticidade-juros da demanda por moeda. Entre Friedman e Kaldor, o valor da elasticidade-juros da oferta de moeda.

A insistência de correntes heterodoxas keynesianas na importância da preferência pela liquidez como foco de uma visão alternativa da operação de economias empresariais baseia-se em um quadro conceitual diverso daqueles autores mencionados. Em **A Teoria Geral**, em um capítulo difícil e (talvez por isso mesmo) normalmente desconsiderado (Capítulo 17), Keynes enfatizou a consideração da moeda como um ativo com atributos particulares, seu elevado prêmio de liquidez frente a outras classes de ativos, amplo senso, ao contrário do que afirmou Tobin, dotados de outros atributos. Nessa abordagem, a avaliação pelos detentores de riqueza do “valor” da liquidez determinaria a que preço eles estariam dispostos a se desfazer dela em troca de ativos de liquidez menor (e, portanto, de risco maior). A teoria poderia (e o foi naquele capítulo) ser generalizada para todas as outras classes de ativos, que pagariam, cada classe, sua “taxa própria de juros”. Trata-se, na verdade, de um modelo geral de escolha de ativos, em que cada classe de ativos, para não ser dominada por outras classes, tem de compensar em retornos monetários seu risco relativo ao ativo de referência, que Keynes afirma ser a moeda por causa de propriedades específicas desta última³. Em equilíbrio, os retornos oferecidos por parte de cada classe de ativos, suas “taxas próprias de juros” ou, ainda, suas “eficiências marginais” teriam de ser iguais, o que implicaria que, na margem, cada classe de ativos deveria oferecer retornos em dinheiro proporcionais ao adicional de riscos de iliquidez que cada classe representasse.

De acordo com essa interpretação, a atenção dada à determinação da taxa de juros pela interação entre oferta e demanda por moeda, desenvolvida no Capítulo 15 de **A Teoria Geral**, não sugere uma visão estreita do problema, mas resulta, sim, do nível de agregação utilizado na maior parte de **A Teoria Geral**, em que apenas dois ativos são considerados, um líquido (a moeda) e outro ilíquido (“títulos”). Com apenas um ativo ilíquido, há apenas uma taxa de

³ Essas propriedades são as famosas elasticidades de produção e de substituição da moeda, que a tornam menos variável que as outras classes de ativos, servindo-lhe, assim, de referência. Ver Keynes (1964, cap. 17).

juros. Esta não é a taxa de curto nem a de longo prazo, mas um **índice** das taxas de juros, correspondente ao agregado **títulos**. No Capítulo 17, a estrutura de agregação é diversa: classes de ativos são consideradas, e um vetor de taxas de juros é, então, determinado.

É nessa perspectiva que, de fato, se justifica o esforço de concepção de **A Teoria Geral** como uma explicação de por que e como a moeda afeta a economia real, **no curto como no longo prazo**. A relação entre moeda e ativos de capital foi, no entanto, rapidamente esquecida na macroeconomia keynesiana convencional.⁴ Autores como Joan Robinson e Richard Kahn, inicialmente, e Davidson e Minsky, dentre outros, mais tarde, sustentaram que a trajetória original era mais fértil. No restante desse artigo, essa trajetória alternativa é reconstruída em suas linhas fundamentais. Para fazê-lo, partimos, na seção seguinte, de um sumário da apresentação da preferência pela liquidez de Keynes, centrada no Capítulo 15 de **A Teoria Geral**, mas apoiando-se em fontes anteriores, como o **Tratado sobre a moeda**, como uma teoria de demanda por moeda. Na seção 2, estendemos esses argumentos para a determinação dos preços das diversas classes de ativos. Na seção 3, apresentamos uma versão da concepção de endogeneidade da oferta de moeda que é compatível com a teoria da preferência pela liquidez, em agudo contraste com aquela proposta por autores como Kaldor ou, mais recentemente, Basil Moore. Na seção 5, discutimos como a teoria é afetada pela consideração de situações de alta inflação. A seção seguinte consiste de algumas observações introdutórias sobre a demanda por ativos em economias abertas. Um sumário dos argumentos conclui o trabalho.

⁴ Na verdade, essa concepção de moeda tornou-se fonte de efeitos curiosos. Por exemplo, o modelo de crescimento em economia com moeda de Tobin acaba por sugerir que economias monetárias são menos eficientes do que economias não monetárias, já que são capazes de suportar crescimento menor que estas últimas. Também a hipótese de decisão dual de Clower sugere a mesma comparação, já que apenas nas economias monetárias os equilíbrios efetivos podem se descolar dos nocionais. Naturalmente, o que ambas as abordagens ilustram é a dificuldade de se introduzir moeda de modo significativo em modelos cujo desenho fundamental prescindia dela. Ver, a respeito, o lamento de Hahn (1983, p.1): "O mais sério desafio que a existência da moeda coloca para o teórico é este: o mais desenvolvido modelo da economia [o modelo Arrow-Debreu] não consegue encontrar lugar para ela".

1 - Demanda por moeda

1.1 - Moeda e contratos

A pedra fundamental da análise monetária de Keynes (e de pós-keynesianos) é a relação entre moeda e contratos. Contratos futuros denominados em moeda são elementos essenciais da coordenação de uma economia onde a produção é organizada por agentes privados autônomos em busca de ganhos individuais. Contratos futuros reduzem e socializam as incertezas que cercam a atividade produtiva e permitem certa medida de controle de custos por parte dos empresários (DAVIDSON, 1978). Como explicado por Max Weber, uma economia capitalista moderna está baseada no cálculo racional de vantagens a serem obtidas pelos indivíduos que organizam a produção. Esse cálculo de vantagens requer uma unidade comum de avaliação de custos e benefícios prospectivos. Um sistema de contratos futuros denominados em moeda estabelece essa unidade de medida, ao mesmo tempo em que aumenta o grau de previsibilidade dos processos econômicos.

Nesse sentido, Keynes afirma que o conceito primário de moeda é a moeda-de-conta, a unidade em que contratos são expressos (KEYNES, 1971/1983, v. 5, p.3). A moeda propriamente dita, isto é, o objeto que efetivamente circula e liquida débitos **representa** a moeda-de-conta. Novamente, de acordo com Keynes, o caráter monetário da moeda legal, o objeto que liquida débitos, é derivado de sua relação com a moeda-de-conta e com os contratos. Outros ativos que também exercem o papel de moeda, nomeadamente, o de ser aceito na liquidação de obrigações contratuais, derivam sua característica monetária da possibilidade que têm de substituir a moeda legal, se certas condições forem cumpridas.

A moeda torna-se um ativo precisamente por causa de sua capacidade de liquidação de obrigações contratuais nas datas aprazadas (DAVIDSON, 1978). Essa é a fonte de seu atributo de liquidez. Outros ativos podem compartilhar essa propriedade, dependendo do seu grau de conversibilidade na moeda propriamente dita, isto é, do grau de risco envolvido na sua troca por moeda.⁵ Contratos

⁵ Esse grau de conversibilidade, base para o prêmio de liquidez do ativo considerado, depende da existência de mercados à vista para os estoques existentes desse ativo. Ver Kaldor (1960), Davidson (1978) e Carvalho (1992).

futuros em moeda, por outro lado, são um fator de continuidade através do tempo, dado que definem fluxos de bens e serviços a serem tornados disponíveis e seus valores monetários para um *continuum* de datas futuras. Quanto mais completo um sistema de contratos futuros, mais segura a moeda torna-se enquanto ativo. Quando a hora chega para se saldarem débitos, quem possui moeda não corre o risco de ver-se incapaz de honrar seus compromissos e de sofrer as sanções que tal sistema tem de impor em tais casos. A moeda torna-se, assim, uma forma geral de riqueza, para usar a expressão de Marx,⁶ capaz de liquidar qualquer tipo de compromisso contratual, em contraste com outras formas de riqueza, cuja conversibilidade em meios de pagamento está condicionada ao estado de seus mercados naquele mesmo momento. Por outro lado, a moeda é também um direito seguro sobre a riqueza social no período futuro coberto por contratos: é um direito contra a renda a ser produzida a taxas de câmbio fixas. Preços futuros em mercados de leilão (não pré-contratados) permanecem incertos, mas os riscos são, em grande medida, eliminados no caso de bens e serviços produzidos sob encomenda e muito reduzidos no caso dos bens produzidos para o mercado, quando os preços à vista são relacionados de modo estável com os custos de produção, estes últimos estabelecidos também por contratos.

Sendo a moeda a forma geral de riqueza, ela se constitui no meio mais adequado à implementação de estratégias defensivas em face do futuro incerto. Ela é um ativo cujo retorno vem na forma de um prêmio de liquidez, mais do que uma compensação pecuniária. Outros ativos não oferecem a mesma defesa contra a incerteza e compensam essa imperfeição pagando alguma classe de juros aos seus detentores. Sob incerteza, isto é, na possibilidade de que o futuro traga choques imprevisíveis mesmo estatisticamente, a flexibilidade de adaptação a novos ambientes é um ganho em si mesmo. Esta é a razão de os indivíduos preferirem manter suas escolhas abertas até que o ambiente se torne claro o suficiente para permitir a decisão apropriada às circunstâncias. A manutenção de moeda permite manter opções abertas. É, assim, uma forma de precaução. A identificação de comportamentos precaucionários é essencial para a teoria de Keynes de comportamento

⁶ Para uma discussão da relação das abordagens de moeda em Marx e em Keynes, ver Carvalho (1986).

sob incerteza. Se a acumulação de riqueza é uma atividade voltada para o futuro, os agentes preferirão, **em princípio**, permanecer líquidos, porque ninguém sabe, com segurança, como será o futuro e, assim, qual será a forma específica de riqueza mais apropriada para acumulação. Para que os detentores de riqueza aceitem reter formas menos flexíveis de riqueza, é preciso que seu risco seja compensado pecuniariamente pela reduzida liquidez de outros ativos que não a moeda. A taxa de juros é representativa dessa compensação, de ser o que for necessário para convencer os agentes a abrirem mão da liquidez de seus ativos monetários. Quanto maior a iliquidez de um ativo, maior tem de ser, em equilíbrio, a compensação paga para convencer os detentores de riqueza a aceitarem os riscos que ele representa. **Esse mecanismo de determinação da taxa de juros é a afirmação fundamental da teoria da preferência pela liquidez.**

1.2 - Circulação industrial e circulação financeira

Muitos autores consideram a discussão de problemas monetários feita por Keynes no **Tratado sobre a moeda** como superior à de **A Teoria Geral**.⁷ Nesta última, Keynes discutiu a preferência pela liquidez e a determinação da taxa de juros em termos exclusivamente da oferta e da demanda por moeda. No **Tratado sobre a moeda**, Keynes adotou uma abordagem mais geral, baseada na distinção entre dois circuitos de circulação monetária: a circulação industrial e a circulação financeira.

A circulação industrial refere-se à quantidade de moeda necessária ao suporte do fluxo de bens e serviços produzidos na economia. A quantidade de moeda requerida para tanto depende, naturalmente, do intervalo médio durante o qual a moeda é retida entre transações. Keynes distinguiu famílias e firmas, por terem diferentes hábitos de pagamentos, que implicariam distintas velocidades de circulação de moeda. A circulação industrial incorpora uma visão de moeda e suas funções muito próxima daquela da teoria

⁷ Uma voz fortemente discordante é a de Minsky (1975).

quantitativa. Assim, o conceito parece coerente com a crítica feita por Keynes em **A Teoria Geral** de que a teoria quantitativa não é propriamente incorreta, mas incompleta. Nessa visão, é preciso considerar também um segundo circuito monetário, a circulação financeira. Esse circuito inclui operações com ativos financeiros, não estando, assim, relacionado à renda corrente. Além disso, nesse circuito, a moeda não é apenas um **meio** de circulação, podendo tornar-se ela própria um **objeto** de retenção. A moeda em si pode ser retida como um ativo. Essa noção, básica para o entendimento proposto da preferência pela liquidez, vai muito além da visão marshalliana de que a moeda é uma **conveniência**, um meio barato de se cobrir o período entre entradas e saídas de rendas monetárias em que se apóia a versão de Cambridge da teoria quantitativa.

A teoria ortodoxa, efetivamente, sempre reconheceu a possibilidade de entesouramento, ainda que esta estivesse na fronteira da irracionalidade. O conceito keynesiano de circulação financeira e de retenção de ativos monetários refere-se a algo mais importante para a operação da economia. Ela inclui tanto **saldos monetários ativos**, a serem usados na compra e na venda de formas de riqueza, quanto **saldos inativos**, mantidos seja por motivos precaucionários, seja pela expectativa de mudanças futuras favoráveis no preço dos ativos financeiros. Confrontados com a perspectiva de perdas de capital sobre os ativos financeiros se as taxas de juros subirem no horizonte de decisão, os detentores de riqueza podem preferir reter moeda. Por outro lado, aqueles que esperam uma queda nas taxas futuras de juros comprariam títulos agora, mesmo se tivessem que se endividar para fazê-lo. Valendo-se do jargão anglo-saxônico em uso no mercado de capitais, Keynes chamou o primeiro grupo de **ursos** e o segundo de **touros**. Bancos fazem a intermediação de suas operações, aceitando depósitos dos ursos e provendo recursos aos touros, de modo a que estes comprem títulos. Em equilíbrio, as taxas de juros estabelecer-se-iam ao nível em que tanto ursos e touros estivessem satisfeitos com suas operações financeiras.

A moeda desempenha, assim, funções bastante complexas nesse tipo de economia, conectando as circulações industrial e financeira, operando em seu papel duplo de meio de pagamento e forma de riqueza, facilitando a operação do lado real da economia, mas sendo também uma fonte potencial de problemas, no caso em que ativos monetários se tornem mais atraentes que ativos de capital real. Forças inflacionárias ou deflacionárias podem ser postas em ação quando a moeda existente flui de um circuito para outro. Bancos e

instituições financeiras, em particular, exercem uma função crucial nessa economia, não apenas como intermediários, mas como criadores efetivos e distribuidores de moeda entre os agentes que operam em cada circuito.

1.3 - “Motivos” para demandar moeda

Para muitos, foi certamente uma escolha infeliz a feita por Keynes em **A Teoria Geral** de abandonar a dicotomia entre as circulações industrial e financeira em favor de uma abordagem mais abstrata, mas também mais convencional, em que um conceito indiferenciado de público demanda moeda por vários “motivos”. Qualquer operação de troca em uma economia monetária, qualquer que seja seu objeto, envolve, em princípio, uma transferência de dinheiro do comprador para o vendedor. Alguém que deseje fazer uma compra deve, assim, primeiramente conseguir a posse da quantia adequada de dinheiro. Distinções baseadas na classe de objeto a ser adquirido podem ser analiticamente convenientes, como se verá, mas não se derivam de nenhuma diferença fundamental quanto ao modo pelo qual a moeda entra nessas transações. Assim, por exemplo, é possível distinguir-se saldos ativos, retidos em antecipação da realização de uma transação futura já definida, de saldos inativos, retidos em antecipação de compras futuras possíveis, mas ainda não decididas. Em **A Teoria Geral**, a preferência pela liquidez será apresentada nesse quadro conceitual. O conceito de natureza mais macroeconômica das circulações será substituído pela abordagem mais microeconômica da demanda por moeda para realização de classes pré-definidas de transações. A circulação industrial dá lugar ao motivo transacional, como demanda por saldos ativos, e a circulação financeira é transformada nas demandas precaucionária e especulativa por moeda, uma aproximação da noção de saldos inativos.⁸ Esta última foi mantida como o

⁸ Na verdade, pode-se pensar a circulação financeira como o valor dos saldos inativos de um modo mais restrito, isto é, dos saldos retidos independentemente de transações planejadas com bens e serviços, ainda que sua justificação imediata sejam compras prospectivas de ativos financeiros. O motivo precaucionário foi tratado inadequadamente por Keynes em **A Teoria Geral**, como se argumentará posteriormente. Ele claramente deveria ser visto como um elemento da circulação financeira, mas Keynes fundiu-o com o motivo transação! Para um exame detalhado da transição dos ursos e touros do **Tratado sobre a moeda** para a demanda por moeda e por outros ativos de **A Teoria Geral**, ver Kregel (1988).

determinante da taxa de juros, conjuntamente com a oferta de moeda (dada exogenamente).

A análise da demanda transacional por moeda não envolve nenhuma diferença mais profunda entre a abordagem keynesiana e as outras vertentes de teoria monetária. Como já visto, nessa matéria, Keynes considerou a teoria "clássica" incompleta mais do que incorreta. A demanda transacional por moeda, isto é, a retenção de moeda em antecipação de um ato definido de compra, dependeria das compras projetadas e dos hábitos de pagamento dos agentes dessa economia. No agregado, esses fatores poderiam ser razoavelmente aproximados pelo nível de renda corrente, dadas as instituições que regulam as formas de pagamento.⁹ Por outro lado, a demanda especulativa foi mais um desenvolvimento que uma inovação radical em relação às idéias contidas no **Tratado sobre a moeda**. O conceito e sua aplicação foram tornados mais precisos, sendo utilizados para estabelecer os preços dos débitos, isto é, a taxa de juros, mais do que os preços dos ativos em geral, permitindo a Keynes diferenciar, quando necessário ou adequado, a determinação das eficiências marginais dos diversos ativos da taxa de juros (KREGEL, 1988).

O motivo especulação baseia-se na idéia de **normalidade**, herdada (e modificada) por Keynes de Marshall. Rejeitando a noção neoclássica de uma taxa **natural** de juros enraizada em fatores reais (tais como preferências intertemporais e produtividade), Keynes sugeriu, ao invés, que todo agente que opera com ativos tem uma avaliação subjetiva, dada sua própria experiência e seu acesso à informação, do que constitui uma taxa **normal** de juros, que espera que prevaleça depois que se descontem as flutuações observadas nessa variável, no curto prazo. Essa taxa normal de juros age como uma âncora para suas expectativas de movimentos futuros da taxa de juros de mercado e define se o agente será um **urso** ou um **touro** em face das taxas de juros correntes. Estas serão determinadas no ponto em que touros e ursos se equilibram, como proposto anteriormente no **Tratado sobre a moeda**. Nesses termos, se nós chamamos r a taxa (corrente) de juros de mercado e r^* a taxa

⁹ Davidson insiste na importância de se perceber que a demanda transacional por moeda depende da renda esperada, ao invés da corrente. A distinção é particularmente importante quando se antecipam mudanças nos gastos discricionários. Ver Davidson (1965).

normal de juros, teremos as seguintes regras de decisão para a demanda especulativa (M_s) apresentadas a seguir.

Ursos: $r - r^* < 0$ e, assim, $E(dr/dt) > 0$, levando a $M_s > 0$ (não há compra de títulos).

Touros: $r - r^* > 0$ e, assim, $E(dr/dt) < 0$, levando a $M_s = 0$ (o dinheiro é usado para comprar títulos).

Um terceiro motivo para demandar moeda é introduzido em **A Teoria Geral**, o qual deveria fazer parte da circulação financeira: o motivo precaução. Keynes ofereceu, no entanto, um tratamento surpreendentemente superficial desse tópico, dado que se poderia facilmente argumentar que é precisamente como uma precaução contra um futuro incerto que a moeda assume seu papel peculiar em uma economia monetária.¹⁰

Aparentemente, Keynes precipitou-se diante das dificuldades de análise impostas pelo motivo precaucionário, já que ele requer a consideração explícita da influência de **estados de confiança**, uma variável notoriamente complicada, sobre a demanda por moeda. Como Kahn (1954) mostrou, podemos considerar a demanda precaucionária como aquela consistente na retenção de “colchões” tanto de moeda como de títulos, de modo a evitar ou amenizar riscos de capital e de renda respectivamente. Os detentores de riqueza reconheceriam que qualquer expectativa que possam ter está sujeita ao desapontamento e defender-se-iam contra as conseqüências de ações baseadas em expectativas incorretas pela manutenção de reservas de moeda e de títulos que lhes assegurassem um valor mínimo de riqueza ou uma renda mínima. Nesse sentido, os touros, por exemplo, não comprometeriam todos os seus recursos com títulos, a menos que mantivessem a expectativa de queda futura da taxa de juros **com certeza**. A combinação entre os motivos especulativo e precaucionário implicaria, assim, que a demanda especulativa tem a ver com expectativas específicas a respeito do futuro da taxa de juros, e o motivo precaucionário, com o grau de confiança naquelas expectativas (KAHN, 1954).

¹⁰ De acordo com Keynes, o motivo precaucionário é “(...) prover para contingências que requeiram despesas repentinas e para oportunidades imprevistas de compra vantajosa, e também reter um ativo cujo valor é fixo em termos de moeda (...)” (KEYNES, 1964, p.196). Este último elemento significa ser capaz de liquidar débitos contratuais, quando o vencimento destes chega.

Finalmente, nos debates que se seguiram à publicação de **A Teoria Geral**, Keynes reconheceu um quarto motivo para reter moeda, por ele chamado de motivo financeiro. Este foi concebido como uma ponte entre as circulações industrial e financeira, porque ele se refere, primariamente, aos saldos monetários que são mantidos em antecipação da compra de bens de investimento. O motivo financeiro é, na verdade, um elemento da demanda transacional, marcado, contudo, por um comportamento diferente, dada a natureza não rotineira das despesas a que se refere, o que rompe a proporcionalidade entre fluxos de renda corrente e demanda por moeda. A demanda financeira por moeda cresceria quando gastos discricionários prospectivos (com bens de investimento) crescessem, e não a renda corrente. Por outro lado, saldos seriam mantidos com vistas a um plano definido de gastos, como ocorre com as outras transações feitas com bens e serviços na economia. A moeda, nesse caso, é uma **conveniência** mais do que um **ativo**. Embora Keynes tornasse claro que o motivo financeiro fosse uma razão para **demandar moeda**, o uso do termo “financeiro” deu origem a todo tipo de equívoco, relacionando-o à poupança, ao crédito, etc., em um debate que periodicamente é retomado.¹¹

Embora a estrutura dos argumentos fosse profundamente alterada, essa versão da preferência pela liquidez conservou a principal característica da abordagem anterior: a relação entre moeda, contratos e incerteza. A relação entre moeda e incerteza foi abordada por dois caminhos: por um lado, ela abriu o espaço para a influência de estados de confiança através do motivo precaução; por outro, ela substituiu a idéia de taxa natural de juros pela noção de taxa normal de juros, formada subjetivamente pelos agentes que operam nos mercados monetário e de capitais. Como Shackle (1961) observou, isso deu à taxa de juros uma natureza muito peculiar. Em suas palavras, taxas de juros são variáveis inquietas, com níveis de equilíbrio em constante mudança, dado que resultam da interação entre grupos agindo sob influência de expectativas heterogêneas. Necessaria-

¹¹ Ver Asimakopulos (1983; 1986), Kregel (1984/5; 1986) e Davidson (1986), que, entre outros textos, representaram as principais intervenções. Ver também Chick (1983, p.198-200) e Wells (1981). A posição deste autor com relação a esses temas é apresentada em Carvalho (1996; 1996a; 1996b).

mente, as expectativas de alguém estão sempre sendo desapontadas, levando a alguma revisão de suas posições e, assim, mudando a relação entre ursos e touros. Uma configuração durável de equilíbrio, nessas circunstâncias, seria uma contradição em termos.

2 - Preferência pela liquidez como uma teoria geral da formação dos preços dos ativos

A estrutura de agregação utilizada na maior parte de **A Teoria Geral** reconhecia dois ativos compostos: moeda e títulos.¹² Nesse caso, podemos assegurar, como fez Keynes: “Assim, a taxa de juros a qualquer tempo, sendo a recompensa por abrir-se mão da liquidez, é uma medida do desejo daqueles que possuem moeda de abrir mão de seu controle sobre ela” (KEYNES, 1964, p.167).

Liquidez em **A Teoria Geral** só pode ser associada com moeda ou com títulos. Nesse mundo dicotômico, os juros pagos sobre os títulos só podem ser uma compensação por seu menor grau de liquidez, quando comparado com o da moeda.

Trabalhar com apenas dois ativos compostos tem a vantagem de tornar claro que a verdadeira natureza do juro reside em ser uma compensação pelo risco de iliquidez mais do que um prêmio pela abstenção de consumo por si, que era o ponto de vista “clássico”. Essa postura, porém, envolve duas fraquezas importantes: ela tornou possível aos keynesianos da síntese neo-clássica reduzir a preferência pela liquidez a uma simples formulação da demanda por moeda, em senso estrito; e, em segundo lugar, ela pode levar leitores menos cuidadosos a ignorar que a taxa de juros é um índice relacionado a um ativo composto. Esses intérpretes menos cuidadosos tenderam a escolher arbitrariamente uma entre as taxas de juros observadas no mercado

¹² Algumas vezes, títulos e bens de capital são fundidos em um único agregado, como em partes do Capítulo 12. No **Tratado sobre a moeda**, essa confusão era freqüente, levando a críticas mesmo dos colaboradores mais íntimos de Keynes. Ver, por exemplo, as cartas de Kahn a Keynes em Keynes (1971/1983, v. 13). Deve-se notar, por outro lado, que a moeda também é um ativo composto. Ver a nota de rodapé nº 1, na página 167, em Keynes (1964).

para representar a taxa de juros de **A Teoria Geral**, originando infundáveis, mas essencialmente inúteis, debates a respeito de quais taxas Keynes tinha em mente quando apresentou sua teoria de demanda por moeda e seu modelo da teoria do investimento pela eficiência marginal do capital. Há apenas **uma** taxa de juros em **A Teoria Geral**, porque há apenas um ativo alternativo à moeda, do mesmo modo que modelos que comportem um único bem (“renda”) só identificam um único preço (o nível geral de preços).

A síntese neoclássica, em geral, cometeu ambos os erros. De qualquer modo, é facilmente perceptível que a teoria da preferência pela liquidez pode ser generalizada para uma teoria da precificação de ativos baseada no mesmo princípio geral de que diferentes graus de liquidez deveriam ser compensados por retornos pecuniários que definiriam a taxa de retorno obtida pela posse dos diferentes ativos.¹³ Como apontado por Wells (1983, p. 533), a preferência pela liquidez é uma teoria que pretende explicar o *spread* entre as taxas de retorno associadas a diferentes ativos, em analogia com o modelo de renda diferencial de Ricardo.

Uma extensão da abordagem inicial para uma coleção mais variada de ativos pode ser feita através de duas linhas: como por Kahn (1954), através da generalização do critério de identificação das margens de indiferença entre moeda e títulos identificado em **A Teoria Geral**; ou, alternativamente, como por Robinson (1951), através da extensão do modelo de taxas próprias de juros do Capítulo 17 para uma coleção mais variada de ativos.

Kahn estende o argumento que apóia a demanda especulativa por moeda de um cenário de dois ativos para outro de três ativos — moeda, notas (*bills*) e títulos (*bonds*). Uma demanda especulativa por moeda emergiria quando o detentor de riqueza esperasse que a taxa de juros crescesse no futuro, o que importaria uma perda de capital àqueles cujo *portfolio* se constituísse de títulos. Assim, a margem de indiferença entre moeda e títulos estabelecer-se-ia quando a taxa de juros paga por um título

¹³ Na verdade, isso é o que o próprio Keynes fez no Capítulo 17 de **A Teoria Geral**, onde lidou com muitos ativos ao invés de apenas dois, construindo um modelo de precificação de ativos baseado em atributos de ativos, incluindo-se um prêmio de liquidez associado a diversos ativos em diferentes graus.

fosse igual à taxa esperada de aumento dessa mesma taxa de juros, de modo que a renda a ser obtida compensasse exatamente a perda de capital a ser sofrida, caso as expectativas se concretizassem. Kahn vale-se do mesmo método para encontrar a margem de indiferença entre notas e títulos:

“Se uma pessoa é indiferente entre notas e títulos, então, à parte considerações de risco, é porque ou as duas taxas [de juros] coincidem e se espera que a taxa de longo termo se mantenha constante, ou que a taxa, (medida em termos anualizados), a que se espera que a taxa de juros de longo termo cresça (i.e., que se espera que o preço dos títulos caia), seja igual ao excedente da taxa de juros de longo termo (a taxa sobre títulos, anualizada) sobre a taxa de juros de curto termo (taxa sobre as notas, anualizada) — ou uma proporção similar em termos de uma queda esperada na taxa de juros de longo termo se a taxa de curto termo é superior à de longo” (KAHN, 1972, p.73).

Com r_s representando a taxa de juros de curto termo e r_l a taxa paga sobre uma perpetuidade, a margem de indiferença entre notas e títulos será definida pela igualdade:

$$r_l - r_s = E [dr_l/dt].^{14}$$

Assim, títulos de diferentes maturidades poderiam ser ordenados em termos de uma curva de rendimentos, em que a demanda por cada tipo de título dependeria das expectativas com relação ao comportamento futuro do espectro de taxas de juros precisamente do mesmo modo em que a demanda especulativa por moeda foi descrita em **A Teoria Geral**. Uma dificuldade importante do esquema proposto por Kahn, no entanto, reside na dificuldade de justificação da retenção especulativa de moeda em um mundo onde títulos de maturidades variadas estivessem disponíveis, in-

¹⁴ Do mesmo modo, a margem entre títulos e moeda define-se por $r = E [dr/dt]$.

cluindo-se aí notas muito líquidas, livres de risco de capital. Talvez apenas a demanda precaucionária por moeda sobrevivesse a essa generalização.¹⁵

Joan Robinson escolheu um caminho diferente. Seguindo o Capítulo 17 de **A Teoria Geral**, ela desenvolveu o conceito de preferência pela liquidez em uma teoria de precificação de ativos pela consideração de um conjunto de atributos que os diversos ativos devem possuir em graus diferenciados. Robinson analisou em detalhe as desvantagens que caracterizam os ativos não monetários, classificando-os como: inconveniência (ou “iliquidez no sentido estrito”); incerteza de capital; incerteza de renda; e risco do emprestador (“isto é, o medo da falência total ou parcial do tomador”) (ROBINSON, 1979, p.140). Cada ativo seria afetado pelas desvantagens, cada uma em um grau específico, e seus preços refletiriam as avaliações feitas pelos detentores de riqueza dessas desvantagens. Em suas palavras:

“Estas qualidades dos vários tipos de ativos são avaliadas diferentemente por diferentes indivíduos. (...) A estrutura geral de taxas de juros depende da distribuição da riqueza entre os possuidores com gostos diferentes relativamente à oferta dos vários tipos de ativos. Cada tipo de ativo é uma alternativa potencial para cada outro; cada um tem, por assim dizer, uma fronteira comum com todos os outros e com a moeda. Equilíbrio de mercado é atingido quando as taxas de juros são tais que a riqueza não se move através de nenhuma das fronteiras. Os preços são, então, tais que o mercado está contente em reter exatamente aquela quantidade de cada tipo de ativo que está disponível no momento” (ROBINSON, 1979, p.143).

É preciso notar que também na abordagem de Robinson não é evidente por que se demandaria moeda propriamente dita, senão por apelo a possíveis custos de transação envolvidos na compra de notas, em linhas similares às do modelo Baumol-Tobin. Deve-se notar, contudo, por outro lado, que a teoria generalizada da preferência pela liquidez já não é apenas uma teoria de demanda por moeda, mas uma hipótese sobre como os preços dos ativos são formados. O reconhecimento da existência de um conjunto de substitutos muito próximos à moeda, que a dominem aos olhos dos detentores de riqueza, não

¹⁵ Há, na verdade, duas outras saídas. Em uma, usada por Keynes em **A Teoria Geral**, notas com as características descritas seriam incluídas, de fato, no próprio conceito de moeda; em outra, sugerida por Well (1983), o modelo seria considerado como explicativo apenas dos diferenciais de taxas de juros, mas não do retorno sobre a própria moeda.

se constitui, por si, em uma objeção válida ao modelo. Nem suas principais implicações deixam de ter validade, se esses substitutos próximos forem também caracterizados pelas elasticidades de produção e substituição negligíveis, requeridas para que tenham um prêmio de liquidez significativo, tornando-se, por isso mesmo, substitutos da moeda.

Kaldor foi um dos primeiros e mais importantes economistas a desenvolver o modelo contido no Capítulo 17, em seu artigo seminal sobre especulação publicado originalmente em 1939 (KALDOR, 1960). Keynes havia mostrado que os preços correntes dos ativos eram determinados pelas expectativas de retornos entretidas pelos agentes, dados os seus riscos. Os retornos poderiam ser definidos em termos de certos atributos que os ativos deveriam possuir: *q*, a taxa de quase-rendas a ser ganha pela posse ou uso do ativo; *c*, o custo de retenção incorrido na conservação do ativo; *a*, sua taxa de apreciação do valor-capital; e *l*, seu prêmio de liquidez. Todos esses elementos são calculados em termos de seu preço corrente de mercado. A partir desses atributos, define-se a taxa própria de juros de um ativo como

$$a + q - c + l$$

de onde se seguiria que

$$PC = PE - PC + Q - C + l.PC$$

ou

$$PC = [PE + Q - C]/(2 - l)$$

ou seja, que o preço corrente de um ativo (PC), medido no numerário dessa economia, depende dos ganhos esperados na forma de renda líquida (Q-C), da variação de valor de mercado do ativo (PE-PC) e do seu prêmio de liquidez. Assim, dados os valores dessas variáveis (que definem o **estado de expectativas**, na linguagem de Keynes¹⁶), o preço corrente de equilíbrio do ativo é

¹⁶ Ver Keynes (1964), Capítulo 5, para a discussão do estado de expectativas, onde se distinguem o estado de expectativas de curto termo e o de longo, o primeiro orientando as decisões de produção, e o segundo, as de investimento.

determinado. Se a relação obtida entre PC e PE for tal que $PC > PE$, teremos o que Keynes chamou de *backwardation*, que significa que aquele ativo é relativamente escasso, de modo que os compradores estão dispostos a pagar um prêmio pela sua posse imediata, ao invés de esperar pela data futura em que o preço estará menor. Se esse ativo em particular foi reprodutível, $PC > PE$ estará sinalizando aos seus produtores a oportunidade de obtenção de lucros pela expansão da produção.¹⁷

Esse modelo serviu de ponto de partida para a discussão feita por Kaldor em 1939. Kaldor argumentou que era a existência de mercados à vista para os estoques existentes de cada classe de ativos que determinaria seus atributos de liquidez. Assim, não apenas o grau de risco que representem aos olhos dos investidores, mas também como as expectativas desses seriam afetadas por choques de qualquer natureza dependeriam de como esses mercados operam e, em particular, de como os participantes dele se comportam. De acordo com Kaldor, os participantes desses mercados poderiam desempenhar três funções: defesa (*hedging*), especulação e arbitragem. O papel do especulador é particularmente estratégico, pois é ele quem assume os riscos da ação contra a tendência corrente do mercado em antecipação de mudanças futuras nos preços dos ativos. Seu comportamento poderia ser estabilizador ou instabilizador, dependendo do intervalo das oscilações de preços. É a existência de especuladores (e, em menor grau, de arbitadores) operando em mercados organizados que cria a possibilidade de disposição de ativos, que é o conteúdo do seu prêmio de liquidez. Liquidez, assim, é institucional: ela depende dos mercados que são criados por agentes privados ou pelo Estado. Essa percepção foi fundamental no desenvolvimento da teoria da preferência pela liquidez.

Entre os autores que perceberam a importância de se relacionar o conceito de liquidez com a operação dos mercados à vista e com o comportamento de especuladores, Davidson é certamente aquele de reflexão mais consistente. Ele generalizou o modelo de Kaldor, de modo a diferenciar ativos líquidos de ilíquidos, por um lado, e formular uma teoria keynesiana do investimento que se apóia no modelo de precificação de ativos (DAVIDSON, 1978, cap.4). Em

¹⁷ A discussão detalhada das condições em que a acumulação de um determinado ativo é favorecida é encontrada em Davidson (1978, cap. 4) e em Carvalho (1992, cap. 5).

certo sentido, Davidson completa o modelo de escolha de ativos de Keynes, mostrando que, se a ele se acrescenta uma função de fluxo de oferta de ativos de capital real, pode-se obter um esquema de determinação do volume de investimentos de capital correspondente a um dado estado de expectativas. Além disso, Davidson aperfeiçoou a percepção de Kaldor a respeito do modo como os mercados operam, ao identificarem o papel estratégico estabilizador desempenhado pelos chamados *market-makers*. Estes são operadores residuais, que desempenham precisamente as funções visualizadas por Kaldor para estabilizar os mercados: eles agem contra as marés do mercado, como se fossem especuladores que tivessem informação superior sobre os rumos do mercado. Comportando-se desse modo, os *market-makers* amortecem as flutuações nos preços dos ativos, aumentando seu prêmio de liquidez.

A teoria da preferência pela liquidez, agora compreendida como uma teoria de acumulação de riqueza, pode, finalmente, ser estendida ainda um passo adiante. Como Minsky (1975; 1982; 1986) mostrou, um agente, ao escolher ativos para retenção, não está restrito pelos recursos que originalmente detenha. Seu poder de compra de ativos pode ser reforçado pelo acesso a crédito, se esse agente estiver disposto a emitir dívida para obtê-lo. Para abordar a estratégia de *portfolio* dos agentes, é, assim, necessário descrever não apenas suas decisões com respeito aos ativos a comprar, mas também ao volume e aos termos das obrigações que eles estão dispostos a emitir para alargar seus horizontes de aquisição. Minsky reinterpreto a fórmula keynesiana da taxa própria de juros para representar o valor de todo o *portfolio* de ativos e obrigações. O valor corrente de um *portfolio* (PC) seria determinado pelos rendimentos esperados dos ativos que o compõem (Q), menos o custo de retenção desse *portfolio*, representado principalmente pelo custo de juros pagos sobre os recursos tomados emprestados (C), mais a variação esperada do valor daqueles ativos quando o tempo de reorganizar o *portfolio* chegar, considerado o grau de liquidez da posição em ativos, representada pela proporção dedicada à moeda, a quase-moedas e às facilidades de acesso a crédito adicional.

No modelo de Minsky, dois fatores têm de ser considerados, se a estratégia de acumulação de riqueza de um agente puder ser descrita pelo seu balanço como um todo, ao invés de apenas seus ativos. É preciso determinar seu grau de **solvência**, que se refere à questão de se seus ativos valem pelo menos tanto quanto suas obrigações, e sua posição de **liquidez**, isto é, sua capacidade de honrar seus compromissos quando estes vencerem com o rendimento de seus ativos ou apelando-se a seus estoques de ativos líquidos.

Em outras palavras, é preciso também olhar para o **perfil temporal** de seus fluxos de caixa esperados. Os preços dos ativos dependem da demanda por eles. A possibilidade de emissão de dívida influencia a demanda por ativos. As condições em que dívidas podem ser criadas determinarão os limites à demanda por ativos e, assim, às taxas de retorno oferecidas por cada tipo de ativo. Pode-se, com isso, medir a **fragilidade** de um balanço pela comparação entre as entradas e as saídas esperadas de caixa e pelo estoque de ativos líquidos retidos. O modelo de Minsky de fragilidade financeira cíclica é, assim, uma generalização da teoria da preferência pela liquidez para lidar com a emissão de obrigações.

Todos esses modelos, começando com o Capítulo 17 de **A Teoria Geral**, são capazes de nos dar soluções para os preços dos ativos, quando as quantidades disponíveis de cada classe de ativo são dadas, e uma solução de longo período, quando ativos reprodutíveis são considerados. No modelo completo, consideram-se variações em todos os ativos criados privadamente para descrever uma posição de equilíbrio de longo período.¹⁸ No entanto Keynes também postulou que a moeda não poderia ser reproduzida com a mesma facilidade que os ativos não monetários, porque, se pudesse, seus atributos de liquidez seriam ameaçados (KEYNES, 1964, p. 241n). Em **A Teoria Geral**, a quantidade de moeda disponível é tomada como dada, insensível às demandas do público.

3 - A preferência pela liquidez dos bancos e a oferta de moeda

Os teóricos monetários keynesianos têm, geralmente, assumido duas posições em relação à determinação da oferta de moeda. Alguns a tomam como controlada pela autoridade monetária, com a implicação de que um modelo que considere o comportamento privado no mercado monetário de-

¹⁸ Referimo-nos à **existência** de uma posição de equilíbrio de longo período, não à sua **estabilidade**. Em outras palavras, a existência de uma solução de equilíbrio nada nos diz a respeito de qualquer tendência à convergência para ela ou à gravitação em torno dela. Na interpretação pós-keynesiana, equilíbrios podem existir, mas a teoria da decisão adotada é incompatível com a idéia de convergência ou gravitação. Ver Carvalho (1984/85; 1990).

veria assumir que a oferta de moeda é uma variável fixada exogenamente, operando como um condicionante das decisões privadas.¹⁹ Em oposição, para outros keynesianos, a quantidade de moeda em circulação é decidida pelos próprios agentes privados, seja porque as autoridades monetárias são supostas incapazes de impôr limites quantitativos sobre a disponibilidade de moeda que emitem, seja porque os próprios agentes privados são supostos capazes de criar moeda.

De acordo com Kaldor, Keynes era um exogenista, isto é, ele acreditava na possibilidade de controle da oferta de moeda pela autoridade monetária. Para Kaldor, porém, essa crença se deveria à incapacidade de Keynes de livrar-se inteiramente de sua educação "clássica" (KALDOR, 1982). Moore (1988, p.8) chega a acusar Keynes de se limitar a discutir uma economia de moeda-mercadoria ao invés de uma economia moderna, que propõe se caracterizar pela adoção de uma "moeda-crédito". Moore acredita que as elasticidades negligíveis de produção e substituição propostas por Keynes como características da moeda só seriam válidas com a moeda-mercadoria. Para esses autores, os pós-keynesianos deveriam abandonar o tratamento da moeda dado por Keynes, mantendo-se apenas sua teoria do emprego.²⁰ Finalmente, há os que combinam ambas as posições, dizendo que apenas em **A Teoria Geral** a moeda é realmente exógena, sendo tomada como endógena em outros trabalhos de Keynes.

Nesta seção, argumentamos em favor de uma visão diversa, uma terceira posição entre os chamados horizontalistas (como Kaldor e Moore) e os verticalistas (que tomam a oferta de moeda como exógena), presente em autores como Davidson, Kregel, Minsky e Dow (DOW, 1986/87; DOW, DOW, 1989). Essa visão é mais consistente não apenas com os próprios trabalhos

¹⁹ Poderíamos argumentar, naturalmente, que, mesmo que a oferta de moeda esteja sob o controle do Banco Central, este poderia adotar uma função de reação, tendo ações privadas como argumentos, tornando a quantidade de moeda disponível endógena. Mesmo nesse caso, porém, a exogeneidade última permanece pela possibilidade que tem a autoridade monetária de fixar os parâmetros da função de reação ou de, em última análise, abandoná-la.

²⁰ Esses autores são, na verdade, bastante ambíguos sobre se toda a teoria da preferência pela liquidez deveria ser abandonada, se a noção de incerteza e o papel das expectativas recebem peso injustificado, etc. Na verdade, tanto Kaldor quanto Moore não parecem ver na moeda senão um meio de pagamento, numa abordagem muito mais próxima da velha teoria quantitativa (pré-Friedman!) do que da teoria keynesiana.

de Keynes a respeito do comportamento dos bancos, como também com a evidência empírica sobre como os mercados monetários operam no mundo real. Essa terceira via repousa em três proposições principais, algumas das quais já apontadas neste texto: a moeda é uma forma de débito; débitos são emitidos em resultado de decisões de *portfolio*; e liquidez é um atributo institucionalmente determinado.

Já argumentamos que uma proposição keynesiana particularmente importante é a de que a moeda é um ativo, uma forma de riqueza. Ela o é porque representa, aos olhos do público, poder de compra, um direito sobre bens e serviços disponíveis ou a serem produzidos. O que importa, então, é que o público reconheça em um dado objeto o poder de representação de riqueza, de um direito sobre ela. Em princípio, o objeto que tem essa propriedade é colocado à parte pelo Estado nas leis que regulam a emissão e a liquidação de contratos. O objeto que obrigatoriamente liquida contratos é a **moeda legal**, o ponto de partida para pensar a moeda propriamente dita no sentido de Keynes. Outros ativos, contudo, podem vir a compartilhar a natureza monetária, se houver mecanismos que garantam que esses outros ativos sejam conversíveis em moeda legal à vista e sem riscos de capital. Se um agente privado for capaz de emitir um direito contra si mesmo que tenha tanta credibilidade enquanto um direito à renda disponível quanto a moeda legal, essa dívida privada será um substituto perfeito para aquela moeda. Novamente, ser perfeitamente conversível em moeda significa ser perfeitamente líquido, e liquidez é uma questão institucional.²¹

Assim, embora Keynes afirme em **A Teoria Geral** que a oferta de moeda é determinada independentemente da demanda, em uma economia monetária moderna a maior parte do que constitui a oferta de moeda é criada por agentes privados. Outros ativos que não a moeda legal podem se tornar moeda, se houver um mercado suficientemente forte para garantir sua conversibilidade, a preços fixos, em moeda legal. É precisamente porque, por costume ou por lei, as autoridades monetárias de praticamente qualquer economia capitalista

²¹ Hicks (1967) dá-nos uma descrição estilizada da emergência de uma economia monetária em que desenvolvimentos institucionais, em particular a criação de câmaras de compensação e emprestadores de última instância, alargam o estoque de moeda além do que seria visto como o estoque estrito de moeda legal.

moderna garantem a conversibilidade de alguns tipos especificados de obrigações privadas, tais como os depósitos à vista nos bancos comerciais, ao par com a moeda legal, que essas obrigações se constituem em moeda. Desse modo, a oferta de moeda passa a incluir a moeda emitida pela autoridade monetária e os depósitos criados pelos bancos. Se considerarmos, como o fez Keynes, que as autoridades possam controlar a quantidade de moeda por elas criada através de sua política de investimentos,²² é para os bancos que teremos que nos voltar para examinar a possibilidade de criação endógena de moeda. Quando tomamos os bancos em consideração, é preciso reconhecer que: "(...) em nossa economia, moeda é criada quando bancos adquirem ativos e é destruída quando os devedores cumprem seus compromissos" (MINSKY, 1982, p.17).

Ou, ainda:

"A oferta de moeda é principalmente um passivo do sistema bancário, não do governo. A maioria das ações de política monetária repousam, assim, sobre o sistema bancário para a intermediação entre o ato original de política e o efeito final sobre a oferta de moeda" (CHICK, 1979, pp.19/20).

O modelo da preferência pela liquidez, como visto, pode ser facilmente estendido para incluir a decisão de emissão de dívida. Dado que a oferta de moeda em economias modernas é, em ampla medida, constituída por dívidas privadas (na forma de depósitos à vista criados por bancos), seu volume pode ser explicado pelo modelo apresentado, aplicado às decisões de balanço dos bancos.²³

As escolhas de *portfolio* dos bancos são orientadas pela necessidade de combinação de rentabilidade e liquidez, como as de qualquer outro agente

²² Os horizontalistas recusam a possibilidade de que as autoridades possam controlar suas emissões, argumentando que a quantidade de moeda que o governo emite serve principalmente como reserva para os bancos, concluindo daí que ela está **predeterminada** pela criação de depósitos pelos bancos. Assim, mesmo a base monetária seria endógena, e não apenas o volume de meios de pagamento. Essa visão está associada a Kaldor e a Moore. No Brasil, a visão kaldoriana foi defendida por Bresser Pereira, Nakano (1987) e, mais recentemente e de forma mais extrema, por Costa (1994).

²³ Como podemos depreender de um exame superficial de publicações como o **Journal of Post Keynesian Economics** ou o **Journal of Economic Issues**, a modelagem pós keynesiana do comportamento dos bancos tornou-se uma próspera indústria.

privado. É dessa escolha de que ativos comprar e que obrigações emitir que, em última análise, resulta a oferta de moeda. Em particular, a moeda é criada quando bancos compram ativos (ao fazer, por exemplo, empréstimos aos empresários) financiados pela emissão de uma classe particular de obrigações, os depósitos à vista. A sensibilidade dos bancos em relação às demandas de crédito por parte do público não bancário depende das preferências que orientam essas decisões de *portfolio*.

Bancos são agentes intrinsecamente especulativos, dado que seus ativos são tipicamente menos líquidos que suas obrigações. Eles, na verdade, obtêm seus lucros precisamente da diferença entre as taxas de juros pagas a seus ativos e as obrigações que refletem os diferentes prêmios de liquidez associados a cada classe de contrato. É, assim, pela exploração do *trade-off* entre rentabilidade e liquidez que a lucratividade geral do negócio bancário é estabelecida. A disponibilidade de meios de pagamento é um subproduto dessas escolhas. Os bancos podem escolher financiar-se através de obrigações com características monetárias (como os depósitos à vista) ou não monetárias (como depósitos a prazo). No primeiro caso, a despesa de juros é menor, mas a vulnerabilidade à fuga de recursos é maior; no segundo, o banco paga juros em troca da segurança com que pode reter os recursos por um prazo predeterminado. Além disso, os bancos podem voltar-se para a compra de ativos na circulação financeira (quando compram, por exemplo, títulos públicos) ou na circulação industrial (se financiam o capital de giro das empresas), colocando, ou não, a moeda criada em circuitos que sustentam a expansão da economia. Assim, dependendo das escolhas feitas pelos bancos, não apenas a oferta de moeda pode variar, como também a relação entre oferta de moeda e renda corrente pode mudar, dado que, como visto, a relação entre a renda corrente e cada classe de circulação monetária é diversa.

O ponto crucial é que as aplicações mais rentáveis para os bancos dificilmente seriam também as mais seguras ou mais líquidas. Se a incerteza é alta, os bancos podem preferir a liquidez da manutenção de reservas excedentes ou, mais provavelmente, a compra de papéis do governo mais do que correr os riscos da compra de obrigações privadas, potencialmente mais rendosas, mas também mais perigosas. Por outro lado, se há oportunidades percebidas de investimento lucrativo, os bancos podem, através de métodos de administração de passivos, trazer moeda da circulação financeira para a industrial, mesmo ao custo de derrotar políticas monetárias voltadas para a restrição do nível de atividade. A consideração da preferência pela liquidez dos

bancos certamente imprime um traço de endogeneidade à oferta de moeda, embora dificilmente se possa dizer que torna a oferta de moeda horizontal no espaço juros/moeda, o que refletiria um quadro de decisões por parte dos bancos irrealisticamente simplista. Em particular, o argumento keynesiano é o de que haja um grau maior de elasticidade do sistema monetário do que é usualmente suposto por causa das possibilidades estratégicas percebidas pelos bancos a cada momento e das mudanças possíveis na relação entre as circulações industrial e financeira, que têm impactos contracionistas ou expansionistas relevantes sobre a economia. O que a abordagem proposta realmente sugere é que a própria dicotomia entre oferta e demanda por moeda pode ser excessivamente limitada, já que é essencialmente o mesmo fator que está em operação em ambos os lados do mercado: preferência pela liquidez. Como esta é influenciada pesadamente pelo estado de expectativas e pelo estado de confiança, poder-se-ia esperar que os mesmos fatores que respondem pela posição da curva de demanda por moeda o façam também pela de oferta. Como sugerido por Robinson em contexto algo mais restrito: "(...) a oferta de financiamento não pode ser vista como um gargalo rígido limitando a taxa de investimento, mas deve ser tratada mais como um elemento na atmosfera geral que encoraja ou desestimula a acumulação" (ROBINSON, 1979, p.21).²⁴

4 - Preferência pela liquidez e ambientes inflacionários

A produção em economias monetárias está organizada sobre a base de um sistema de contratos futuros, que permitem aos empresários reduzir, pelo menos parcialmente, as incertezas que infestam o futuro. O papel dos contratos é assegurar ao empresário que trabalho e matérias-primas necessários à continuidade da atividade produtiva estarão disponíveis aos preços apropriados, que justifiquem as decisões de produzir, orientadas que são pelas expectativas de lucros derivados da venda dos produtos no mercado. A

²⁴ Devemos atentar para o fato de que um tal sistema tende a ser bastante instável, se outros elementos de restrição de movimentos não forem identificados.

existência de um sistema generalizado de contratos serve de âncora para as expectativas com relação ao valor futuro da moeda e para sustentação do cálculo de vantagens prospectivas característico da produção capitalista.

A importância dos contratos para Keynes e para os pós-keynesianos dificilmente poderia ser exagerada. Keynes, por exemplo, escreveu: "A introdução de uma moeda, em termos da qual empréstimos e contratos com um elemento temporal possam ser expressos, é o que realmente muda o status de uma sociedade primitiva" (KEYNES, 1971/1983, v. 28, p. 255). O papel estratégico dos contratos dá-nos o ponto de partida para pensarmos em moeda: "(...) para os propósitos sociais e econômicos mais importantes, o que importa é a moeda-de-conta, pois é a moeda-de-conta que é o objeto do contrato e da obrigação consuetudinária" (KEYNES, 1971/1983, v. 28, p.253).

Finalmente, Keynes não poderia ser mais explícito com relação à importância da convenção de estabilidade, isto é, a crença generalizada na estabilidade do poder de compra da moeda, no século XIX, no desenvolvimento das relações financeiras que permitiram ao capitalismo crescer (CWJMK, 4).²⁵

Uma abordagem pós-keynesiana da inflação e, em particular, de inflações persistentemente elevadas não pode senão partir de seus efeitos sobre o sistema de contratos, sobre a definição da moeda-de-conta e das implicações desses efeitos sobre as preferências pela liquidez do público.

A inflação erode o poder de compra da moeda entre dois pontos do tempo. Se uma convenção de estabilidade sobrevive a essa erosão, ela será vista como uma ocorrência aleatória, incapaz de afetar contratos feitos em boa fé. Afinal, as partes contratantes sabem que nem todos os elementos que afetam o resultado de um processo que se desenrola em tempo real podem ser controlados e neutralizados por provisões contratuais. Eventos inesperados, que a literatura jurídica anglo-saxônica chama de "atos de Deus", podem sempre ocorrer, desapontando uma ou ambas as partes. Contratos são defesas contra desenvolvimentos previsíveis. Em uma economia de preços estáveis, a inflação seria algo como um acidente natural: ela pode desapontar expectativas no mesmo sentido que outras forças incontroláveis e impre-

²⁵ Weintraub ecoou a maioria dessas preocupações em seus escritos. Ver, por exemplo, Weintraub (1978).

visíveis também podem. Se a inflação não é encarada como algo previsível, ela provavelmente será ignorada pelas partes quando definirem um contrato. A sociedade tem tanto a ganhar da existência de um sistema de contratos futuros denominados em moeda que perdas eventuais, mesmo se pesadas às vezes, não levam os agentes a entreter dúvidas com relação à conveniência de sua manutenção. A moeda-de-conta permanece a mesma, e as propriedades de liquidez da moeda legal e de seus substitutos perfeitos são preservadas.

Uma inflação persistente, mas rastejante não muda esse quadro na sua essência. Uma inflação sistemática, porém baixa é irritante para as partes contratantes, obrigando-as a tomar certas precauções especiais, mas ela também não muda a relação entre a moeda-de-conta e a moeda propriamente dita, isto é, o meio de pagamento. Os contratos são ainda feitos em moeda, mesmo se as partes agora tentem antecipar a erosão que é esperada nos valores monetários até a data de liquidação. As propriedades de liquidez da moeda são retidas, pelo menos parcialmente, dado que elas são derivadas principalmente da relação da moeda propriamente dita com a moeda-de-conta.²⁶

Uma mudança essencial tem lugar quando a inflação é persistente e alta, e as perdas potenciais causadas por erros de expectativas quanto ao curso futuro dos preços tornam arriscado demais aceitar direitos denominados em moeda. Os agentes procurarão moedas-de-conta alternativas, que podem ser moedas estrangeiras, como o dólar norte-americano, ou outras unidades de conta, indexando contratos a índices de preços que representem cestas de bens que são significativos para uma ou ambas as partes contratantes.²⁷ Nesses casos, a moeda corrente do país perde praticamente todo seu prêmio

²⁶ Na verdade, a moeda tende a perder algo de seu prêmio de liquidez principalmente porque instituições financeiras e bancos tentam reforçar sua posição de mercado introduzindo inovações que atrairão detentores de riqueza. Dado que a isca oferecida por esses novos instrumentos financeiros é sempre alguma defesa contra a inflação, as taxas de juros tendem a subir, embora não necessariamente tanto quanto a própria inflação. As críticas de Keynes à teoria de juros de Fisher assim como a discussão de Davidson de versões mais recentes daquela teoria assumem situações onde tais substitutos não são oferecidos. Ver Keynes (1964, p.142) e Davidson (1981).

²⁷ As características do regime de alta inflação resultante foram examinadas pelo autor em Carvalho (1991; 1993), dentre outros trabalhos.

de liquidez. Agora, reter moeda não é mais reter o ativo em termos do qual as dívidas são denominadas. A moeda tem de ser convertida na unidade de contratos, e a taxa de câmbio entre elas torna-se tão incerta quanto qualquer outra na economia. Todos podem esperar que o poder de compra da moeda caia, mas a possibilidade de se antecipar erradamente em quanto cairá envolve riscos de perdas pesadas.

Sob regimes de alta inflação, ou inovações financeiras são criadas, particularmente ativos denominados na mesma unidade em que os contratos são feitos, ou uma fuga para bens e ativos estrangeiros será inevitável. A preferência pela liquidez não desaparece com a alta inflação, mas muda a visão do público sobre que objetos são capazes de satisfazê-la. Um sistema muito instável pode emergir, à medida que o público, os bancos e as instituições financeiras se adaptem à existência de unidades de conta múltiplas. No limite, a hiperinflação e a conseqüente destruição do sistema de contratos podem ser o ponto de chegada.

5 - A preferência pela liquidez em uma economia aberta: observações provisórias

Em princípio, não deveriam surgir dificuldades teóricas intransponíveis no caminho da generalização da teoria da preferência pela liquidez para economias abertas, mesmo que o modelo tenha sido construído, tradicionalmente, para condições de economias fechadas. Na verdade, como mostrado por Kregel (1984), o modelo de taxas próprias de juros de **A Teoria Geral** foi derivado das tentativas anteriores de Keynes em definir uma teoria da taxa de câmbio baseada na paridade de taxas de juros. No entanto as propriedades das economias abertas não têm sido um tema central no desenvolvimento da macroeconomia pós-keynesiana, apesar de exceções importantes poderem ser identificadas.²⁸ A crescente globalização das operações monetárias e financeiras, porém, requer urgentemente a transcendência de modelos de economias fechadas rumo à consideração de um ambiente global, razoavelmente integrado.

²⁸ Mais notavelmente, Davidson (1982).

Para lidar com uma economia aberta, o modelo tem de ser emendado em dois modos: primeiramente, é preciso considerar a existência de diferentes regimes cambiais, que afetam diretamente as propriedades de liquidez dos ativos denominados nas diversas moedas e, assim, seus preços; em segundo lugar, não se pode mais tomar como dados os estoques relevantes de ativos e moeda em termos estritamente nacionais. Recursos financeiros e monetários podem agora viajar com rapidez e com muito mais liberdade do que era o caso há poucos anos atrás, em resultado seja de mudanças regulatórias, seja de mudanças tecnológicas que dramaticamente alteraram a relação entre os mercados nacionais.

Concordamos, usualmente, que, se taxas de câmbio são absolutamente fixas e a mobilidade de capitais é perfeita, modelos de economias fechadas são igualmente válidos, caso aplicados à economia mundial como um todo. De fato, o Mundo seria apenas um vasto país, no que se relaciona a problemas monetários e financeiros. A teoria da preferência pela liquidez não demandaria nenhuma modificação nessas circunstâncias. Se a mobilidade é imperfeita, problemas de balanço de pagamentos poderiam emergir, criando a expectativa de mudanças futuras na taxa de câmbio. Assim, problemas de liquidez poderiam gerar incertezas quanto à sustentabilidade de uma dada taxa de câmbio e, em consequência, quanto aos valores dos ativos denominados naquela moeda.

A equivalência de economias fechadas e abertas com taxas fixas de câmbio está, portanto, condicionada tanto à perfeita mobilidade de recursos quanto, muito mais realisticamente, à existência de instituições capazes de administrar a oferta de divisas a fim de evitar pressões sobre a taxa de câmbio.

É também consensual que taxas de câmbio perfeitamente flexíveis são capazes de isolar uma economia nacional do circuito monetário internacional. O custo de tal opção, porém, é o aumento no grau de incerteza que implica para os agentes privados que fazem contratos com parceiros externos, sejam os contratos relacionados à produção, sejam os relacionados à circulação financeira. As mesmas razões que justificam a existência de contratos com moedas-de-conta estáveis são válidas para as transações internacionais. Taxas flutuantes forçam os agentes em diferentes países a aceitar direitos e obrigações cujo conteúdo real é basicamente imprevisível. Isso não é muito diferente de aceitar obrigações domésticas cujo peso real só poderia ser descoberto após as decisões serem tomadas. A ocorrência de problemas de liquidez, novamente, torna-se muito provável nessas circunstâncias.

Keynes sempre se associou a movimentos de reforma do sistema monetário internacional que pretendessem administrar as relações monetárias e financeiras de modo a minimizar incertezas. Em particular, seu Plano Bancor²⁹ tentava combinar taxas de câmbio fixas com a criação de instituições que administrassem a liquidez internacional e de desincentivos ao entesouramento deflacionário de reservas por nações com excedentes persistentes em seus balanços de pagamentos. Claramente, Keynes tentava evitar a repetição, em escala internacional, das situações em que a acumulação de ativos irreprodutíveis gera deficiências de demanda efetiva.

6 - Conclusão

O objetivo deste texto é apresentar a teoria da preferência pela liquidez como princípio unificador da macroeconomia de Keynes e de pós-keynesianos, mais do que uma simples teoria da demanda por moeda.

A preferência pela liquidez foi originalmente formulada como uma teoria da taxa de juros, dado que foi desenvolvida na moldura de **A Teoria Geral**, em que apenas dois ativos compostos, moeda e títulos, eram reconhecidos. Desenvolvimentos posteriores, principalmente devidos a Kaldor, Kahn e Robinson, mostraram, contudo, que o esquema das taxas próprias de juros poderia ser combinado com aquele modelo simples, generalizando-o para uma teoria de precificação de ativos. Minsky avançou ainda outro passo, ao mostrar que o modelo poderia ser também usado para explicar as escolhas de balanço como um todo, ao invés de se restringir aos preços dos ativos. Finalmente, Davidson mostrou que o investimento de capital também era explicável dentro do mesmo arcabouço, ilustrando o argumento de Keynes de que, em uma economia monetária, a dicotomia entre variáveis reais e monetárias não tem lugar.

²⁹ Os documentos referentes à última proposta de reforma do sistema monetário internacional feita por Keynes (e derrotada) na Conferência de Bretton Woods, em 1944, estão coletados em Keynes, (1971/1989, v. 25). O papel de Keynes nas negociações que se seguiram, que levaram à adoção do Plano White, estão em Keynes (1971/1983, v.26).

Dado que a maior parte do que existe como moeda em economias modernas é criada por bancos, mostramos que o comportamento da oferta de moeda pode também ser explicado pelos mesmos princípios que explicam o comportamento do público não bancário. Em oposição às abordagens mais superficiais, que se apóiam em supostos extremos, como a infinita elasticidade-juros da oferta de moeda, vimos como a quantidade de moeda é parcialmente endógena, uma vez que é criada como subproduto das estratégias de acumulação por parte dos bancos.

Finalmente, lidamos com temas de pesquisa que estão ainda em fase exploratória, como as mudanças causadas por inflações persistentemente altas sobre os atributos de liquidez dos ativos e da moeda em particular e como lidar com economias abertas. A teoria pós-keynesiana é especialmente bem-equipada para abordar tais temas, devido ao papel que atribui à existência de contratos futuros denominados em moeda na organização da economia e à definição das formas de riqueza disponíveis para acumulação.

Temas importantes ainda precisam ser atacados. Modelos de preferência pela liquidez em economias abertas com o mesmo grau de profundidade e elaboração que tem sido dedicado a economias fechadas ainda estão por ser construídos, especialmente tendo-se em vista as mudanças dramáticas que têm ocorrido nessa esfera, nos últimos 10 a 15 anos. As implicações dessas teorias no que se refere à acumulação de capital, particularmente no estudo do suporte financeiro à acumulação de longo termo, também ainda não estão inteiramente formuladas, especialmente, novamente, face ao intenso movimento de inovação financeira característica do período em que vivemos. Finalmente, as prescrições de política monetária que se seguem dessa abordagem, que recusa explicitamente a neutralidade da moeda proposta nos modelos ortodoxos, ainda estão por ser identificadas satisfatoriamente.

Bibliografia

- ASIMAKOPULOS, A. (1983). Kalecki and Keynes on finance, investment and saving. **Cambridge Journal of Economics**, jul.
- ASIMAKOPULOS, A. (1986). Finance, liquidity, saving and investment. **Journal of Post Keynesian Economics**, fall.

- BLINDER, A. (1989). **Macroeconomics under debate**. New York: Harvester Wheatsheaf.
- BRESSER PEREIRA, L. C. - VER - PEREIRA, L. C. Bresser.
- CARVALHO, F. (1984/85). Alternative analyses of short and long run in post keynesian economics. **Journal of Post Keynesian Economics**. winter.
- CARVALHO, F. (1986). A teoria monetária de Marx: uma interpretação pós-keynesiana. **Revista de Economia Política**, v.6, n.4,out./dez.
- CARVALHO, F. (1990). Keynes and the long period. **Cambridge Journal of Economics**, sept.
- CARVALHO, F. (1991). A post keynesian approach to inflation, high inflation and hyperinflation. In: DAVIDSON, P., KREGEL, J., eds. **Economics problems of the 1990s**. Aldershot, UK: Edward Elgar.
- CARVALHO, F. (1992). **Mr. Keynes and the post keynesians**. Cheltenham: Edward Elgar.
- CARVALHO, F. (1993). Strato inflation and high inflation. **Cambridge Journal of Economics**, mar.
- CARVALHO, F. (1996). Sorting the issues out: the two debates on Keynes's finance motive revisited. **Revista Brasileira de Economia**. (no prelo).
- CARVALHO, F. (1996a). Paul Davidson's rediscovery of Keynes's finance and the liquidity preference versus loanable funds debate. In: ARESTIS, P. ed. **Keynes, money and exchange rates: essays in honour of Paul Davidson**. Aldershot, UK: Edward Elgar. (no prelo).
- CARVALHO, F. (1996b). **Financial innovation and the post keynesian approach to the "process of capital formation"** Knoxville, Tenn. (Seminário Internacional de Economia pós keynesiana, 4.)
- CHICK, V. (1979). **The theory of monetary policy**. Oxford: Basil Blackwell.
- CHICK, V. (1983). **Macroeconomics after Keynes**. Cambridge, Mass: MIT.
- COSTA, F. N. (1994). Postulados de uma teoria alternativa da moeda. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v.15, n.1.
- DAVIDSON, P. (1965). Keynes's finance motive. **Oxford Economic Papers**, mar.
- DAVIDSON, P. (1978). **Money and the real world**. 2.ed. London: Macmillan.
- DAVIDSON, P. (1981). A critical analysis of monetarist-rational-expectation-supply-side (incentive) economics approach to accumulation during a period of inflationary expectations. **Kredit und Kapital**.

- DAVIDSON, P. (1982). **International money and the real world**. London: Halstead.
- DAVIDSON, P. (1986). Finance, funding, saving and investment. **Journal of Post Keynesian Economics**, fall.
- DAVIDSON, P., KREGEL, J. (1980). Keynes's paradigm: a theoretical framework for monetary analysis. In: NELL, E., ed. **Growth, profits and property**. New York: Cambridge University.
- DOW, A., DOW, S. (1989). Endogenous money creation and idle balances. In: PHEBY, J., ed. **New directions in post keynesian economics**. Aldershot, UK: Edward Elgar.
- DOW, S. (1986/87). Post keynesian monetary theory for an open economy. **Journal of Post Keynesian Economics**, winter.
- GAREGNANI, P. (1983). Notes on consumption, investment and effective demand. In: EATWELL, J., MILGATE, M., eds. **Keynes's economics theory of value and distribution**. Oxford: Oxford University.
- HAHN, F. (1984). **Equilibrium and macroeconomics**. Cambridge, Mass: MIT.
- HAHN, F. (1983). **Money and inflation**. Cambridge, Mass: MIT.
- HICKS, J. (1967). The two triads: lecture I. In: —. **Critical essays in monetary theory**. Oxford: Oxford University.
- HICKS, J. (1967a). Mr. Keynes and the classics: a suggested interpretation. In: —. **Critical essays in monetary theory**. Oxford: Oxford University.
- KAHN, R. (1972). Some notes on liquidity preference. In: —. **Selected essays on employment and growth**. Cambridge: Cambridge University. (1954).
- KALDOR, N. (1960). Speculation and economic growth. In: —. **Essays on economic stability and growth**. New York: Holmer and Maier.
- KALDOR, N. (1982). **The scourge of monetarism**. Oxford: Oxford University.
- KEYNES, J. M. (1971/1983). **The collected writings of John Maynard Keynes**. London: Macmillan/ Cambridge: Cambridge University.
- KEYNES, J. M. (1964). **The general theory of employment, interest, and money**. New York: Harcourt, Brace, Jovanovich.
- KREGEL, J. (1980). Markets and institutions as features of a capitalistic production system. **Journal of Post Keynesian Economics**, fall.

- KREGEL, J. (1984). Expectations and rationality within a capitalist framework. In: NELL, E., ed. **Free market conservatives**. London: George Allen and Unwin.
- KREGEL, J. (1984/85). Constraints on the expansion of output and employment: real or monetary. **Journal of Post Keynesian Economics**, winter.
- KREGEL, J. (1986). A note on finance, liquidity, saving and investment. **Journal of Post Keynesian Economics**, fall.
- KREGEL, J. (1988). Irving Fisher, great-grandparent of the general theory: money, rate of return over cost and efficiency of capital. **Cahiers d'Économie Politique**, n.14/5.
- MINSKY, H. (1975). **John Maynard Keynes**. New York: Columbia University.
- MINSKY, H. (1982). **Can 'it' happen again?** Armonk: M. E. Sharpe.
- MINSKY, H. (1986). **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University.
- MODIGLIANI, F. (1944). Liquidity preference and the theory of interest and money. **Econometrica**.
- MOORE, B. (1988). **Horizontalists and verticalists**. Cambridge: Cambridge University.
- PEREIRA, L. C. Bresser, NAKANO, Y. (1987). **The theory of inertial inflation**. Boulder: Rinner Publishers.
- ROBINSON, J. (1979). The rate of interest. In: _____. **The generalization of the general theory and other essays**. London: Macmillan. (1961).
- SHACKLE, G. L. S. (1968). Recent theories concerning the nature and role of interest. In: SURVEYS of economic theory. London: Macmillan.
- TOBIN, J. (1987). Liquidity preference as behavior towards risk. In: _____. **Essays in economics**. Cambridge, Mass.: MIT. v.1.
- WEINTRAUB, S. (1978). **Capitalism's inflation and unemployment crisis**. Reading: Addison Wesley.
- WELLS, P. (1981). Keynes's demand for finance. **Journal of Post Keynesian Economics**. summer.
- WELLS, P. (1983). A post keynesian view of liquidity preference and the demand for money. **Journal of Post Keynesian Economics**. summer.

Abstract

Liquidity preference is a central concept in Post Keynesian macroeconomics since it embodies the principle that money is not neutral either in the short or in the long period. LP actually postulates that assets are accumulated by private investors according to their own-rates of interest, a measure of returns that encompasses both monetary returns and liquidity premia. The paper shows that such concept allows Post Keynesians to build theories of both the demand and the supply for money, as well as accumulation and inflation theories.