

O Conceito de Moeda em Keynes e a Circulação Financeira

MARCOS EUGÊNIO DA SILVA^(*)

Resumo

O propósito deste artigo é discutir o arcabouço institucional do mercado financeiro com o qual Keynes trabalha. Três conceitos destacam-se: moeda, títulos sobre capital real (ações) e débitos de longo prazo (bonds). Sem esta divisão, não é possível entender-se a taxa de juros de longo prazo como sendo conceitualmente diferente da eficiência marginal do capital e sua determinante.

Abstract

The purpose of this article is to discuss the institutional framework of the financial market in Keynes's work. Three concepts stand out: Money, Securities on real capital (stocks) and long term debts (bonds). Without such classification it is impossible to understand why the long term rate of interest is conceptually different from the marginal efficiency of capital and its determinant.

Introdução

O objetivo deste artigo é mostrar: a) que o conceito keynesiano de moeda é diferente do usualmente mostrado nos livros-textos de macroeconomia; b) a estrutura de ativos financeiros com a qual Keynes trabalha; c) o processo de financiamento dos investimentos. Trata-se de uma reflexão de caráter teórico e institucional, pois esses dois aspectos estão bastante interligados na obra de Keynes.

1. O Conceito de Moeda

Apesar de Keynes dar uma importância muito grande à influência das variáveis financeiras sobre as variáveis reais e apesar de ter escrito a maioria de seus traba-

O autor é professor da FEA/USP e pesquisador da FIPE.

(*) Este artigo é uma versão resumida de um capítulo da tese de doutorado apresentada no IPE/USP (SILVA, 1988). Os comentários de dois pareceristas anônimos foram muito úteis. O autor agradece a ambos, isentando-os de qualquer responsabilidade por erros e omissões remanescentes.

lhos na órbita da economia “monetária” e não da economia “real”, ficou famoso exatamente por ter escrito a *Teoria Geral* em 1936 (KEYNES, 1983), um livro em que a sua concepção de como opera o lado monetário e financeiro do capitalismo está pouco elaborada.

Isso se justifica em parte porque Keynes já havia escrito o *Treatise on Money* em 1930 (KEYNES, 1971) no qual as suas idéias estavam expostas de forma bem mais clara e detalhada do que na *Teoria Geral*. O grande problema é que a primeira obra fora escrita com objetivos bem distintos do da *Teoria Geral*, o que levou alguns autores, como Patinkin (1976), a afirmarem que existe uma ruptura total entre as duas obras. Outros autores, como Davidson, Kaldor e Minsky pensam exatamente o contrário, ou seja, que é fundamental resgatar as idéias acerca da moeda e do mercado financeiro presentes no *Treatise*.

A partir do ponto de vista defendido pelos últimos, tentar-se-á sistematizar neste artigo as idéias mais relevantes para uma interpretação da *Teoria Geral* que se encontram no *Treatise*, ou seja, o conjunto de definições, proposições e o arcabouço institucional que servem para mostrar os vínculos existentes entre a economia “real” e a economia “monetária”

1.1 Taxionomia da Moeda

A definição de moeda para a escola clássica era feita de maneira teleológica, isto é, considerando-se as funções práticas que ela desempenhava – unidade de conta (ou medida de valor), meio de troca e reserva temporária de valor – e não a partir de um corpo teórico no qual a moeda tivesse um papel bem definido. Dados os fins, procuravam-se então os eventos particulares que se adaptassem a eles; assim tentou-se explicar o surgimento progressivo da moeda mercadoria, moeda metálica, moeda papel com 100% de lastro (nas casas de custódia), moeda fiduciária ou papel moeda com lastro menor do que 100% (primeiramente emitida pelos bancos comerciais e depois com a emissão monopolizada pelo Estado) e finalmente a moeda bancária ou escritural (depósitos à vista nos bancos comerciais).

No capítulo I do *Treatise*, Keynes faz uma taxionomia da moeda procurando ressaltar uma característica que será teoricamente fundamental para ele: a moeda enquanto unidade de conta. Isto significa que se pode apresentar uma lista de preços para compra e venda imediata expressos em moeda e também significa que a moeda serve como instrumento de reconhecimento de crédito e débito, ou seja, permite o estabelecimento de contratos de compra e venda com pagamentos diferidos. Tais contratos são expressos em moeda (unidade de conta) pois é ela quem descreve crédito ou direito estabelecido no contrato e é apenas através da sua entrega que o contrato se cancela, ou seja, cessam-se os direitos e obrigações das partes nele envolvidas⁽¹⁾.

(1) Keynes quer distinguir aqui a descrição ou título (moeda enquanto unidade de conta) que aparece no contrato, daquilo que corresponde à descrição (moeda propriamente dita). Tal distinção é análoga àquela

Como esse mecanismo de contratos pode funcionar na prática? Através da ação do Estado, que obriga o pagamento do direito que corresponde à descrição do contrato e determina que evento corresponde à descrição, podendo variá-lo de tempos em tempos.

“O Estado não apenas obriga o uso do dicionário mas também detém o direito de escrevê-lo” (KEYNES, 1971, p. 4).

A moeda enquanto um direito ou reconhecimento de débito apenas se torna operacional se existir alguma coisa cuja entrega cancele o contrato, isto é, seja a representação material daquela. Essa unidade de conta passa a ser então moeda propriamente dita (*money proper*).

Mas existe um tipo particular de reconhecimento de débito que substitui a *money proper* na realização de transações; trata-se da moeda bancária (*bank money*). Apenas o Estado tem poderes para declarar que tipo de débito passa a ser uma forma aceitável de cancelar uma exigibilidade. A *bank money* transforma-se numa moeda representativa da *money proper* e ocupa o seu lugar, deixando de ser um débito, pois é essencial que um débito seja uma obrigação em termos de alguma outra coisa que não seja um débito, mas sim um eliminador de débitos.

1.2 As Formas da Moeda

Keynes define quatro espécies de instrumentos de troca, dos quais três são *money proper* (*State Money*) e o quarto é um reconhecimento de débito:

a. Moeda Mercadoria (*Commodity Money*): unidades reais (ou certificados de posse) de uma mercadoria livremente obténível e não monopolizada, escolhida para os propósitos de moeda, mas cuja oferta é governada, como qualquer outra mercadoria, pela sua escassez e custos de produção.

b. Moeda Fiduciária (*Fiat Money*): é moeda representativa (valor de face diferente do valor intrínseco) que é criada e emitida pelo Estado, mas não é convertível por lei em nada mais do que em si mesmo e não tem valor fixado em termos de um padrão objetivo.

c. Moeda Administrativa (*Managed Money*): igual à *fiat money*, só que o Estado controla a sua emissão de tal modo que, por conversibilidade ou outro meio, ela tem um valor determinado em termos de um padrão objetivo.

A *commodity money* e a *managed money* são semelhantes por estarem relacionadas com um padrão objetivo de valor. A *managed money* é a forma mais generalizada de *money proper* (*state money*); se existe 100% de lastro em alguma mer-

... que aparece em Marx entre dinheiro (descrição) e moeda (coisa que corresponde à descrição). Neste trabalho usar-se-à dinheiro e moeda como sinônimos, ressalvadas as diferenças entre as suas várias funções.

cadoria ela se transforma em *commodity money* e se não existir nenhum lastro (perda do padrão objetivo) ela se transforma em *fiat money*.

d. Moeda Bancária (*Bank Money*): um débito que passa a ser representativo da *money proper*, deixando de ser um débito.

A moeda propriamente dita (*state money* ou *money proper*) em mão do público mais a moeda bancária formam o estoque de moeda corrente (*current money*). Porém, cerca de 90% da moeda corrente nos EUA e Inglaterra na época de Keynes era moeda bancária e portanto

“tratar a moeda estatal como caso típico e a moeda bancária como caso secundário significa dar pouca ênfase a uma das mais típicas características da moeda moderna e suas características essenciais serem tratadas como anômalas ou excepcionais” (KEYNES, 1971, p. 29).

Keynes faz então a hipótese simplificadora de que toda a moeda corrente é moeda bancária, para dar o máximo de ênfase à capacidade de geração de crédito pelos bancos, o que constitui, como já dizia Schumpeter, a *“diferentia specifica”* do capitalismo.

A criação de moeda bancária é fundamental no raciocínio keynesiano mas não significa que Keynes supusesse que os bancos criassem moeda sempre que quisessem, como insinua Tobin (1967). Diz Keynes:

“Não há dúvida que todos os depósitos são criados pelos bancos que os têm... Mas é igualmente claro que a taxa à qual um banco individual cria depósitos por sua própria iniciativa está sujeita a certas regras e limitações; ele deve manter o passo com relação a outros bancos e não pode aumentar seus próprios depósitos, relativamente ao total de depósitos, fora da proporção de sua cota nos negócios bancários do país. Finalmente, o ritmo comum a todos membros é governado pelo agregado de seus recursos em reserva” (KEYNES, 1971, p. 26).

1.3 A Moeda Bancária

Após definir moeda como sendo fundamentalmente depósitos nos bancos comerciais, Keynes detalha o que ele entende por depósitos. São de três tipos:

a. Depósitos de Renda: moeda empregada para o consumo e a poupança pessoal e obtida a partir da renda do indivíduo; geralmente associado à classe trabalhadora (a esses depósitos em geral agrega-se moeda em poder do público).

b. Depósitos de Negócios: moeda empregada por um homem de negócios, um industrial ou um especulador para honrar os seus compromissos que nem sempre podem ser previstos com exatidão.

c. Depósitos de Poupança: não são necessários para pagamentos correntes e

podem, sem inconveniência, ser trocados por outra forma de investimento que pareça preferível aos olhos do investidor.

Os Depósitos de Renda mais os Depósitos de Negócios formam os *cash deposits* no *Treatise*. Por sua vez, os Depósitos de Negócios podem ser classificados em:

i. transações surgidas em virtude de funções produtivas, as quais se dividem em duas:

i.1 pagamentos feitos pelos empresários para depósitos de renda dos fatores de produção;

i.2 transações entre os empresários de diferentes estágios de produção (extração, manufatura, transporte, distribuição etc.).

ii. transações especulativas com bens de capital ou mercadorias;

iii. transações financeiras, como por exemplo, entrega ou renovação de letras do tesouro.

O item i.1 será exatamente igual aos créditos feitos como depósito de renda e ele mais o item i.2, ou seja, todos os depósitos associados com funções produtivas formarão uma função estável do valor monetário do produto corrente. Esses depósitos equivalem à demanda por moeda para transação e precaução na *Teoria Geral* e para eles pode-se dizer que vale a Equação Quantitativa da Moeda, num sentido restrito. Esses depósitos formam ainda o que Keynes chama de circulação industrial.

As transações especulativas e financeiras (itens ii. e iii.) não mantêm qualquer relação funcional com o volume de produção corrente e dependem

“da forma como um círculo de financistas, especuladores e investidores trocam peças de riqueza ou títulos sobre elas, as quais não produzem nem consomem” (KEYNES, 1971, p. 42).

São essas transações que vão determinar, no *Treatise*, o nível de preços de bens de capital e são também elas que vão determinar, na *Teoria Geral*, não apenas o nível de preços de bens de investimento, mas também o volume de emprego associado a eles.

Os depósitos de negócios para os motivos de transação ii. e iii. mais os depósitos de poupança formam o que Keynes chamou de circulação financeira da moeda.

1.4 Depósitos de Poupança e a Taxa de Juros

A discussão anterior deixa claro que os depósitos de poupança fazem parte do conceito keynesiano de moeda, como definido no *Treatise*, e trata-se da mesma coisa que, na *Teoria Geral*, será denominado de demanda por moeda para especulação. Nas duas obras, quando o autor se refere a entesouramento, está pensando basicamente em depósitos de poupança e não em notas ou “pôr o dinheiro embaixo do colchão”

Embora não se refira especificamente a um prêmio pela liquidez proveniente da posse de moeda (*saving deposits*), Keynes já distinguia no *Treatise* a decisão de quanto poupar de uma renda dada de uma segunda decisão muito mais importante, ou seja, de que forma guardar essa poupança: da forma líquida ou ilíquida?

“A quantidade de depósitos de poupança depende da atração comparativa, na mente de quem faz o depósito, entre ele e os títulos alternativos; ao passo que a quantidade de cash deposits depende do volume e regularidade do que ele recebe e paga através de cheques e da extensão do intervalo de tempo entre receitas e despesas” (KEYNES, 1971, p. 33).

A separação entre depósitos à vista e depósitos de poupança não era tão nítida e alguns bancos pagavam juros sobre o saldo médio acima de um certo valor mínimo. Isso, juntamente com a facilidade com que transformava um no outro, mostra que a diferenciação era muito mais uma questão de hábito do que pagamento/não pagamento de juros.

A afirmação de Keynes de que o entesouramento devia ter um prêmio além da taxa de juros com a qual era remunerado justifica-se porque essa taxa era vinculada (e inferior) à *bank rate* – taxa de redesconto do Banco da Inglaterra e representativa das taxas de juros de curto prazo, em oposição à *bond rate*, que era representativa da taxa de juros dos títulos de longo prazo – e não variava muito em função da oferta e demanda por depósitos de poupança. É como se a poupança fosse um título de curto prazo com preço fixo, sendo essa uma característica institucional da época de vital importância para se compreender o mercado financeiro dos anos 20 e 30 da Inglaterra⁽²⁾.

Keynes vai trabalhar, tanto no *Treatise* como na *Teoria Geral*, com um conceito de moeda que inclui o total de depósitos bancários denominando-o de *high powered money* e não com o tradicional M_1 – que não inclui os depósitos de poupança. Mas ele reconhece que a poupança é tão moeda quanto o é uma letra do tesouro, isto é, a linha que separa a liquidez da ilíquidez é bastante frágil, abrindo o caminho para uma teoria endógena da moeda, na tradição da *banking school* e em oposição ao conceito de moeda exógena dos quantitativistas.

2. Mercado Financeiro: Money Market e Capital Market

Além do conceito de moeda, que muitas vezes não é exposto da forma como

(2) A *bank rate* (taxa representativa dos títulos de curto prazo em oposição à *bond rate* que era representativa dos títulos de longo prazo) esteve fixa em 2% a.a. de 1932 em diante e a taxa de juros para depósitos em poupança esteve fixa em 0,5% a.a. no mesmo período, isto é, quase nada! Mas não foi sempre assim; antes da Grande Depressão, a *bank rate* era mais alta e portanto também o era a taxa de juros de poupança. O fundamental é entender que a remuneração da poupança era fixa em relação à *bank rate* – em geral estava determinada em 1,5% abaixo da *bank rate* – essa, por sua vez, era um parâmetro para a economia que só variava de tempos em tempos (ver MILLER, 1984).

Keynes fez, um outro elemento importante de se considerar é o mercado financeiro. O objetivo desta seção é o de mostrar como o sistema financeiro pode gerar endogenamente a moeda necessária para satisfazer o motivo especulação e de que forma se insere a taxa de juros neste contexto.

Para isso, é importante fazer uma taxionomia dos principais títulos (*securities*) existentes e o significado da taxa de juros associada a cada um deles, ligando-os depois com o processo de criação de moeda. As *securities* são, na realidade, apenas um dos vários tipos de bens (*assets*) que os indivíduos podem utilizar para manter a sua riqueza; uma classificação mais global das formas de riqueza deveria incluir:

- i. bens de consumo não durável
- ii. bens de consumo durável
- iii. equipamento de capital (incluindo bens em processo)
- iv. moeda (*state money*)
- v. depósitos bancários (à vista e poupança)
- vi. débitos de curto prazo
- vii. débitos de longo prazo
- viii. ações (*equities, shares ou stocks*)

A grande diferença entre os três primeiros itens e os seguintes é que esses possuem mercados bem organizados (tanto para bens “novos” como para bens “antigos”), o que lhes confere uma alta liquidez e os torna substitutos próximos da moeda (quando não são definidos como sendo a própria moeda, como se verá a seguir), ao passo que aqueles em geral têm mercados bem menos organizados, o que confere a eles um grau de liquidez muito menor e os torna péssimos substitutos da moeda.

Os itens iv. e v. já foram discutidos na seção anterior; os débitos de diferentes prazos e ações serão discutidos nesta seção, lembrando-se que para cada tipo de débito o que existe é um espectro de taxa de juros (associado aos diferentes prazos de maturidade) e não apenas uma taxa de juros representativa.

O que se segue baseia-se, em grande medida, nos trabalhos de Kaldor (1982), Kaldor e Trevithick (1981), Loll Jr. e Buckley (1967), Machlup (1940), Sayers (1930), Dacey (1951) e Lavington (1929).

2.1 Débitos de Curto Prazo

O mercado de débitos de curto prazo era chamado de *money market* em oposição ao *capital market* onde se negociavam os débitos de longo prazo e as ações. Os principais débitos de curto prazo eram as letras do tesouro (*treasury bills*), os *commercial papers* (emitidos pelas empresas privadas) e os *call loans* (empréstimos feitos a corretores e *dealers* para poderem carregar as suas posições na Bolsa de Valores).

Os débitos de curto prazo são aqueles sobre os quais o governo age de forma mais efetiva, controlando a taxa de juros de curto prazo através das letras do tesou-

ro e da taxa de redesconto do Banco da Inglaterra (*Bank Rate*), que serve como *proxy* para o espectro de taxas de juros de curto prazo.

2.2 Títulos de Longo Prazo: Débitos

Os *bonds* são, por excelência, os débitos de longo prazo e constituem-se de empréstimos de uma soma fixa, com a promessa de repagá-la numa data futura, além dos juros anuais, a uma taxa especificada sobre o seu valor de face. São títulos de maturidade longa, 20 a 30 anos em geral, emitidos em múltiplos de £ 1.000 ou US\$ 1.000.

O juro que se paga pelo *bond* chama-se *bond yield* e pode ser de três tipos:

a. *Nominal Yield*: taxa de juros mostrada na face do *bond*.

b. *Current Yield*: se alguém compra um *bond* de 4% por 105 (igual a £ 1.050) está investindo £ 1.050 mas ganhando apenas £ 40 por ano; portanto, o *current yield* será de $40/1.050 = 3,809\%$.

c. *Yield to Maturity*: se alguém compra por £ 1.050 um *bond* cujo valor de face seja de £ 1.000, perderá £ 50 em 20 anos (pois receberá no final do período apenas £ 1.000), ou seja, £ 2,5 por ano. Se cada cupom (os cupons são os recibos destacáveis do *bond* que são usados para receber o juro a cada ano) for de £ 40, ele estará recebendo de fato apenas £ 37,5 por ano ($40 - 2,5$). O preço médio do *bond* pode ser tomado como igual a $(1.050 + 1.000)/2 = 1.025$, portanto, o *yield to maturity* será igual a $3,650\%$ ($37,5/1.025$).

Através dos débitos de longo prazo, Keynes vai obter uma explicação para a taxa de juros de longo prazo e para a demanda de moeda para especulação. Para se entender essa explicação, o importante é perceber que a taxa de juros de longo prazo representa o prêmio pela renúncia da liquidez (um prêmio por não entesourar e não um prêmio por não gastar). Ao comprar um *bond*, o indivíduo está abrindo mão da posse de moeda por um período de 20 ou 30 anos em troca do *yield* anual e da devolução da quantia emprestada na maturidade do *bond*. Com mercados organizados para a compra e venda desses *bonds*, sempre há a possibilidade de se transformá-lo em moeda, caso haja uma necessidade imprevista ou uma oportunidade mais rentável de aplicação do dinheiro; mas essa possibilidade é acompanhada de incerteza, dado que não existe cálculo racional para se prever, mesmo probabilisticamente, que preço vai prevalecer nas diversas datas futuras anteriores à maturidade do *bond*.

Os mercados financeiros organizados dão liquidez aos *bonds* e os transforma em substitutos próximos da moeda, **mas não os transforma em moeda**, ou seja, não os transforma em instrumento de acordo contratual nem elimina o risco de perda de capital (que caracteriza a posse de um *bond* em detrimento da posse de moeda).

Não existe uma relação matemática definida entre a taxa de juros de longo prazo e a quantidade de moeda; apenas uma “tendência potencial” indicando que à

medida que a taxa de juros de longo prazo cai, a quantidade de moeda que se deseja manter aumenta. Isto ocorre por dois motivos. Primeiramente, cada alta no preço do *bond* (e portanto queda na taxa de juros) aumenta o risco da iliquidez, pois aumenta os temores de uma queda do preço no futuro; como conseqüência, uma parcela dos possuidores de *bonds* prefere vendê-los e manter moeda. Em segundo lugar, **cada baixa na taxa de juros reduz os lucros correntes provenientes da iliquidez** e, portanto, os especuladores preferem vender os *bonds* e manter liquidez para aplicar num momento seguinte em que as possibilidades de ganho de capital sejam maiores. Para se entender esse segundo motivo, o exemplo a seguir é bastante útil. Sejam P e P^* o preço a que se compra e o preço a que se espera vender o *bond* no futuro, respectivamente; R o rendimento anual do *bond*; r e r^* as taxas de juros associadas a P e P^* respectivamente.

Portanto,

$$P = R/r \text{ e } P^* = R/r^*,$$

se $P - P^*$, que mede a perda de capital, for maior do que R , não compensa manter o *bond* mas sim vendê-lo hoje por P e manter a liquidez que possibilitará comprar o mesmo *bond* ou outro qualquer no futuro quando os preços estiverem mais baixos. Matematicamente, isto é equivalente a

$$\begin{aligned} P - P^* > R &\Leftrightarrow (R/r) - (R/r^*) > R \Leftrightarrow \\ (1/r) - (1/r^*) > 1 &\Leftrightarrow (1/r) - 1 > (1/r^*) \Leftrightarrow \\ (1 - r)/r > (1/r^*) &\Leftrightarrow r^* > r/(1 - r) \Leftrightarrow \\ r^* > r + r^2 + r^3 + \dots \end{aligned}$$

Em termos aproximados

$$r^* > r + r^2$$

Se a taxa de juros for alta, 4% por exemplo, será necessário uma expectativa de aumento de 0,16% nela para que o possuidor do *bond* queira manter-se líquido. Se a taxa de juros for muito baixa hoje, 2% por exemplo, basta supor que ela será 0,04% mais alta no futuro para que compense manter a liquidez.

Quanto mais baixa for a taxa de juros, maior será a preferência pela liquidez porque é preciso esperar apenas um pequeno aumento na taxa de juros de longo prazo para que a perda de capital se iguale ao prêmio de iliquidez. Assim, existe um obstáculo para uma baixa muito acentuada na taxa de juros decorrente da venda de *bonds* em grande quantidade (baixando o seu preço e portanto aumentando a taxa de juros) que se torna cada vez mais forte à medida que a taxa de juros cai e que pode ser medido pela diferença entre os quadrados da taxa de juros antiga e da nova (ver KEYNES, 1983, p. 143).

O mesmo raciocínio Keynes desenvolve no *Treatise* de uma forma mais bem

elaborada, ajudando a entender por que a geração de moeda é endógena num sistema econômico em que a moeda é essencialmente crédito e não uma mercadoria produzível com trabalho ou um estoque fixado pelas autoridades monetárias⁽³⁾.

Ao discutir os determinantes do nível de preços dos bens de investimento no capítulo 10 do *Treatise*, Keynes já havia percebido que o uso da renda monetária implicava duas decisões:

- a. escolher entre consumir no presente ou ter posse de riqueza (poupar);
- b. caso se tenha optado por poupar, qual será a forma: em dinheiro (depósitos à vista ou de poupança) ou na forma de *securities*⁽⁴⁾?

Essas duas decisões são também diferentes porque o ato de poupar refere-se apenas às atividades correntes, enquanto que a forma pela qual se poupa refere-se a uma decisão sobre todo o estoque de riqueza do indivíduo, do qual o incremento corrente é um elemento menor⁽⁵⁾.

Guardar a riqueza na forma líquida (*saving account*) significa ganhar, além do prêmio pela liquidez, uma certa taxa de juros (fixada institucionalmente, naquela época, em 1,5% abaixo da *bank rate*); guardar a poupança na forma ilíquida significa ganhar o *yield* do *bond* e correr o risco de perda de capital se, no momento em que se precisar vendê-lo, o seu preço for menor do que aquele ao qual foi comprado.

O que determina a forma em que se vai guardar a riqueza? Diz Keynes:

“mudança na atração relativa de depósitos de poupança e securities pode ser causada tanto por uma queda no preço das securities quanto por aumento na oferta de poupança” (KEYNES, 1971, p. 128).

Dentro dessa perspectiva, Keynes vai utilizar um conceito muito comum no mercado de capitais da época para designar essa preferência pela liquidez (ou propensão a entesourar), qual seja, o de *bearishness*:

“um aumento na preferência por depósitos de poupança em detrimento de outras formas de riqueza e uma queda na preferência por comprar securities com dinheiro tomado emprestado dos bancos” (KEYNES, 1971, p. 128).

(3) KALDOR (1982) argumenta que o gráfico do mercado monetário correto para expressar a idéia de Keynes não é o dos livros-textos, no qual a oferta de moeda aparece como uma linha vertical para denotar a “exogeneidade” e a constância do estoque de moeda, mas sim um gráfico em que a taxa de juros seria constante e a quantidade de moeda variaria ao longo da curva de demanda por moeda. Para cada nível de taxa de juros haveria um estoque de moeda correspondente e igual à demanda por moeda prevalente no mercado.

(4) *Securities* significam tanto os débitos de longo prazo quanto as ações das companhias (ou capital real). No *Treatise*, Keynes não separava os débitos das ações, mas na *Teoria Geral* é importante a separação para se distinguir a taxa de juros (associada aos débitos) da eficiência marginal do capital (associada às ações e a todo o estoque de capital real).

(5) Note-se que nesta argumentação a palavra poupança tem dois significados: tanto é a parcela da renda não gasta quanto a parcela da renda não gasta que é guardada na forma líquida.

Como pode ser satisfeita essa preferência por depósitos de poupança? Através da ação do sistema bancário, que pode criar *ex nihilo* a moeda desejada pelo público simplesmente abrindo um crédito em nome da pessoa que deseja essa poupança e adquirindo os títulos que ela não mais quer.

Se houver uma coincidência entre o desejo do público e o desejo dos bancos, então a oferta de moeda aumenta sem que seja preciso alterar o preço dos títulos.

“Se o sistema bancário opera na direção oposta da do público e vai ao encontro da preferência do último por depósitos de poupança comprando os títulos que o público está menos ansioso de manter e criando contra eles os depósitos de poupança adicionais que o público está mais ansioso de ter, então não há necessidade de que o nível de preços caia” (KEYNES, 1971, p. 128).

Percebe-se então que o processo de fixação do preço dos débitos é o mesmo que determina a taxa de juros de longo prazo e a quantidade de moeda que o sistema bancário gera. Keynes afirma que a taxa de juros de longo prazo é um fenômeno virtualmente corrente porque ela depende da oferta e procura corrente por débitos de longa maturidade; as expectativas também são importantes, mas em menor escala, haja vista que o fluxo de renda monetária esperado ao se comprar um débito está previamente determinado (são os R acima).

Davidson (1978, p. 408 a 421) faz uma diferenciação entre os débitos de longo prazo que implicam o pagamento do principal após um número de anos que é inferior ao prazo de maturação do investimento e aqueles débitos que necessariamente serão refinanciados na data de seu vencimento, haja vista que as condições contratuais não permitem um “casamento” entre o fluxo de entradas de dinheiro (quase-rendas) e o fluxo de saída de dinheiro (*yield do bond*) tal que se garanta a existência de uma quantia monetária suficiente para se amortizar o principal do débito. Os financiamentos feitos com os primeiros são chamados de Financiamentos com Fundos de Amortização ou *Sinking Funds Finance (SFF)* e os últimos são chamados de Financiamentos com Fundos Flutuantes ou *Floating Funds Finance (FFF)*.

Os débitos contraídos pelo sistema de Fundos Flutuantes colocam o perigo do refinanciamento e a incerteza sobre a taxa de juros de longo prazo prevalecente na época da renegociação da dívida, mas em compensação não obriga o devedor a ter de devolver o principal ao término do contrato, que muitas vezes ocorre bem antes de o investimento ter tido tempo para a sua completa maturação. É claro que um débito que seja Fundo de Amortização pode-se transformar em Fundo Flutuante se as expectativas sobre as quase-rendas forem frustradas ou se as taxas de juros forem flutuantes e isto não significa que o devedor esteja em melhor situação do que se tivesse todas as suas dívidas em Fundos de Amortização.

Como a organização do sistema financeiro moderno é baseada, desde a época de Keynes, em larga medida em empréstimos flutuantes, estão dadas as condições financeiras que viabilizam um desenvolvimento muito maior do capitalismo do que

seria o caso em que todos os empréstimos fossem via Fundos de Amortização. Paradoxalmente, no entanto, também estão criadas as condições para que crises de endividamento, i.e., de liquidez, sejam magnificadas⁽⁶⁾.

Um caso especial de financiamento com fundos flutuantes ocorre quando as condições contratuais são tais que o devedor não consegue pagar sequer os juros de certos períodos e necessariamente vai refinarciar não só o principal mas também estes juros. Davidson denomina tais financiamentos de *Rising Funds Finance (RFF)*. Este tipo de contrato mostra, mais claramente que os demais, o caráter especulativo do capitalismo, pois agentes econômicos racionais só entrariam deliberadamente neste tipo de financiamento se vislumbrassem a chance de vender os ativos reais, adquiridos através de tais financiamentos, com lucro num momento do futuro, isto é, se tivessem uma expectativa de ganho de capital nesta transação.

Minsky (1986) utiliza uma nomenclatura um pouco diferente, mas, na essência, a sua tipologia é análoga à de Davidson. Para o primeiro, os financiamentos com fundos de amortização são chamados de *Hedge Finance*; aqueles com fundos flutuantes são chamados de *Speculative Finance* e os com *RFF* são chamados de *Ponzi Finance*.

2.3 Títulos de Longo Prazo: Ações

As ações (*stocks, shares ou equities*) constituem o próprio capital da companhia; o portador de uma ação ordinária é proprietário parcial dos seus ganhos e bens. As ações não têm data de vencimento nem estipulam um valor monetário fixo que deve ser pago anualmente (ao contrário dos *bonds* que fixam esses valores monetários, como se viu anteriormente). Por outro lado, o acionista tem a sua responsabilidade limitada ao seu investimento inicial; se a companhia for à falência, nada será devido aos acionistas. As ações não rendem juros como os débitos, pois não implicam a obrigação contratual de se pagar uma quantia monetária que seja indepen-

(6) A instituição do sistema de taxas flutuantes de juros na década de 1970 é uma forma de indexação da economia que protege o credor em detrimento do devedor, não permitindo que a inflação cumpra a sua missão histórica de corroer os débitos. Nesta nova situação, praticamente todos os débitos de longo prazo são transformados em Fundos Flutuantes e a característica fundamental dos débitos, qual seja, de significarem compromissos monetários independentes do fluxo de entrada de recursos da empresa (quase-rendas) torna-se mais patente ainda.

Toda forma de indexação de dívidas que não esteja amarrada na mesma proporção com a indexação das receitas é prejudicial à empresa pois esta não tem garantias, a partir das regras de mercado, de que conseguirá saldar os seus compromissos.

Na época em que as crises capitalistas eram "bem comportadas", isto é, havia queda de produção e de preços, os devedores saíam perdendo porque as suas dívidas estavam fixadas em dinheiro e este valorizava-se na depressão. Agora que as crises são acompanhadas de inflação, os devedores continuam perdendo, pois não há como garantir que os preços dos bens que vendem subam na mesma proporção dos seus compromissos financeiros. Esta nova situação permite perceber-se com clareza que o dilema mais marcante do capitalismo no último século não é o existente entre inflação e crescimento e sim o dilema que surge pelo fato de os contratos de dívida serem fixados em termos monetários que são independentes das fontes de receitas, quer se esteja em situações de concorrência, oligopólio, juros fixos ou juros flutuantes.

dente do fluxo de receitas da empresa; elas rendem lucros na medida exata da remuneração do capital real a que correspondem, ou seja, a série de retornos futuros da ação (denominada aqui de Q para diferenciá-la dos R associados aos débitos) não é conhecida mas sim estimada de acordo com as expectativas dos empresários e dos acionistas quanto à rentabilidade dos negócios, estimativa esta que não possui nenhuma base racional.

A uma dada série de retornos esperados, é possível associar-se um número, de dimensão exata à da taxa de juros, denominado eficiência marginal do capital (e), que é a taxa de desconto que iguala a série dos Q ao custo de se produzir uma unidade a mais de bem de capital. Se as expectativas com relação aos Q tornam-se mais otimistas, isto é, se eles aumentam em valor, e o custo marginal de produção de uma unidade a mais de bem de capital permanece constante, então o valor de e também deve aumentar para manter a igualdade. Como a principal determinante do valor de e são as expectativas com relação aos valores dos Q , pode-se dizer que e não é um fenômeno corrente, ao contrário da taxa de juros, mas sim que depende basicamente do futuro.

A taxa de juros é importante na medida em que é através dela que se determina o valor presente da série dos Q , ou seja, o valor atual do estoque de capital que corresponde ao estoque de ações. A especulação que surge na Bolsa de Valores pode afetar o preço de curto prazo das ações mas isto não significa uma alteração em e , pois tal especulação não afeta nem os custos marginais nem os retornos esperados; mas afeta a taxa de juros, que depende exclusivamente do comportamento dos preços dos débitos, como se viu anteriormente. Portanto, a especulação existente nas Bolsas de Valores – característica inevitável de um mercado que dá liquidez tanto a débitos quanto ao capital real, isto é, torna líquido para o indivíduo o que é ilíquido para a sociedade como um todo – e que consiste em tentar adivinhar com antecedência o que **a opinião geral espera que seja a opinião geral**, transforma-a num cassino e desvincula a lucratividade das ações da lucratividade do capital industrial. Mas essa especulação só pode alterar o preço corrente de longo prazo das ações através de uma forma indireta, ou seja, da sua influência na taxa de juros corrente de longo prazo e isso só se dá através de variações nos preços correntes dos débitos de longo prazo.

Como o valor das ações nada mais é senão o valor do estoque de capital, tanto o “novo” quanto o “velho”, a conclusão fundamental a que chega Keynes é a de que o valor do investimento depende do sentimento do público e do comportamento do sistema bancário ao determinar simultaneamente o preço dos débitos de longo prazo, a taxa de juros de longo prazo e a quantidade de moeda.

3. A Circulação Financeira

Apresentados os principais agentes e tipos de ativos financeiros, tentar-se-á agora mostrar como eles se interligam no processo de financiamento dos investi-

mentos. Para tornar a exposição o mais clara possível, proceder-se-á a uma análise por etapas que tentam identificar a precedência no tempo existente na circulação financeira. Seguir-se-á aqui o esquema proposto por Davidson (1986).

Etapa 1. Uma empresa deseja fazer um investimento para o qual não possui recursos. Ela pode emitir ações ou *bonds* para financiá-lo; em qualquer dos casos aparece a figura de um banco (banco 1) que dará um aval a ela e ficará com as ações ou débitos em seu poder para vendê-los após o investimento ter sido realizado (esta operação de revenda das ações ou débitos por parte do banco 1 chama-se *float*).

Etapa 2. A empresa investidora procura o produtor de bens de capital e estabelece com ele um contrato de compra e venda. Não é adiantado dinheiro ao produtor de bens de capital; o que garante a operação para este último é a existência de um banco sólido junto ao cliente.

Etapa 3. O produtor de bens de capital procura o banco 2 para financiar as suas necessidades de capital de giro através de títulos de curto prazo (por exemplo, desconto de notas promissórias). O volume de recursos necessários é criado pelo banco 2 e constitui o *Finance Motive* de Keynes.

Etapa 4. Quando as máquinas e equipamentos que constituem o investimento estão prontas, o banco 1 repassa (*float*) os títulos de longo prazo que estão com ele para o público, ou então retém esses títulos e emite títulos de curto prazo para o público (certificados de depósito bancário) obtendo assim os recursos para repassar ao investidor a fim de que ele pague o investimento contratado. Esta operação por parte do banco 1 chama-se *funding* e é através dela que se obtém a liquidez necessária para pagar o investimento.

Etapa 5. O produtor de bens de capital recebe o dinheiro do investidor e com ele paga o dinheiro emprestado junto ao banco 2 como capital de giro. Neste instante, o *finance motive* desaparece e fica clara a sua função de mero *revolving fund*.

Neste processo, o sistema bancário ocupa um papel central, pois é através dele que o crédito – tanto de curto quanto de longo prazo – é canalizado para a atividade produtiva⁽⁷⁾. Tal crédito é gerado ou a partir do desentesouramento do público ou a partir da sua criação *ex nihilo* pelo sistema bancário. Observe-se que não se trata de uma “corrente da felicidade” pois o sistema bancário, para criar tais créditos (débitos do seu ponto de vista), tem de ser capaz de honrá-los quando necessário. Cada banco individualmente não pode criar recursos sempre e necessita, de tempos em tempos, demonstrar que é capaz de honrar os seus compromissos, isto é, capaz

(7) Pelo esquema aqui apresentado percebe-se que tanto a taxa de juros de curto quanto a de longo prazo são importantes para o investimento e estão negativamente relacionadas com ele. A taxa de juros de longo prazo é a fundamental por ser aquela que mostra o desejo dos agentes em renunciar à liquidez por um prazo compatível com as condições de produção da economia. A taxa de juros de curto prazo, porém, também é importante pois é dela que depende o produtor de bens de capital para fabricar os bens de investimento. Uma situação de altas taxas de juros de curto prazo pode inviabilizar um programa de investimento de longo prazo quando se pensa no *Finance Motive* de Keynes.

de ter *moeda*⁽⁸⁾. A situação é particularmente delicada porque o sistema bancário em geral opera tomando dinheiro emprestado a curto prazo e emprestando-o a longo prazo para as empresas (ou países) que querem investir, gerando um descompasso entre a sua estrutura de ativos e de passivos⁽⁹⁾.

Se, por um lado, esta situação se constitui numa das principais causas da instabilidade do capitalismo, como bem observou Minsky (1975 e 1986), por outro lado foi através dela que se viabilizou o imenso processo de desenvolvimento desse mesmo capitalismo.

Considerações finais

Os pontos discutidos atrás permitem inferir que a teoria keynesiana comporta uma análise endógena da moeda (entendida como uma forma de crédito e que pode render juros) associada não à capacidade ilimitada de o sistema bancário criar moeda, mas sim à sua capacidade de criá-la de acordo com as necessidades de crédito que o sistema financeiro e produtivo tenha e *pari passu* com a capacidade de este sistema saldar os débitos antigos ou renegociá-los.

É fundamental a diferença entre os débitos de longo prazo, que exigem a entrega de certa quantidade de moeda ao credor de tempos em tempos, e as ações, que não exigem tais entregas. Com isso torna-se possível distinguir teoricamente os conceitos de eficiência marginal do capital e taxa de juros de longo prazo.

Finalmente, a dinâmica da circulação financeira mostra que o sistema bancário magnifica a capacidade de expansão do capitalismo e ao mesmo tempo gera as sementes que serão causa da sua própria instabilidade.

(8) Moeda aqui entendida como a mercadoria capaz de liberar o devedor dos compromissos assumidos junto ao credor. É importante observar que, embora o sistema bancário possa criar depósitos bancários (*bank money*) *ex nihilo*, ele necessita honrar certos compromissos com a *money proper* (*state money*). Se existisse apenas um banco no sistema bancário, então a concorrência bancária não poria limites à capacidade de expansão desse sistema de crédito; seu único limite seria dado pela hiperinflação gerada pelo absoluto descontrole monetário do país. Nesta situação, não haveria dúvidas sobre a validade da Teoria Quantitativa da Moeda.

(9) Um caso particular dessa situação é a dívida externa brasileira. Os bancos americanos, europeus e japoneses são os emprestadores de dinheiro ao Brasil, com longos prazos de carência e de amortização. Além disso, eles têm de rolar o principal dessa dívida (e talvez em futuro próximo capitalizar uma parte dos juros) por se tratar de um típico empréstimo RFF (ou *Ponzi Finance*). Por outro lado, boa parte dos credores desses bancos são pessoas físicas e jurídicas que estão dispostas a emprestar o seu dinheiro a eles apenas a curto prazo (menos de 1 ano).

Referências Bibliográficas

- DAVIDSON, P. Finance, Funding, Saving and Investment. *Journal of Post-Keynesian Economics*, IX (1), 1986.
_____. *Money and Real World*. London, MacMillan, 1978.
- KALDOR, N. *The Scourge of Monetarism*. Inglaterra, Oxford University Press, 1982.
- _____ & TREVITHICK, J. A Keynesian Perspective on Money. *Lloyds Bank Review* (139), Jan. 1981.
- KEYNES, J.M. *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo, Abril Cultural, 1983.
- _____. *A Treatise on Money*. Vol. 1. In: *Collected Writings of John Maynard Keynes*. Londres, MacMillan, 1971, vol. V.
- LAVINGTON, M.A. *The English Capital Market*. Londres, Methuen, 1921.
- LOLL Jr., L.M. & BUCKLEY, J.G. *The Over-The-Counter Securities Markets*. EUA, Prentice-Hall, 1967.
- MILLER, E.M. Bank Deposits in the Monetary Theory of Keynes. *Journal of Money, Credit and Banking*, 16(2), maio 1984.
- MINSKY, H.P. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Yale University Press, 1986.
- _____. *John Maynard Keynes*. EUA, Columbia University Press, 1975.
- PATINKIN, D. Keynes' Monetary Thought. *History of Political Economy*, 8(1), 1976.
- SAYERS, R.S. *Modern Banking*. Oxford, Clarendon Press, 1938.
- SILVA, M.E. *Teoria Geral: Uma Interpretação Pós-Keynesiana*. São Paulo, mimeo., 1988. (Tese de doutorado apresentada no IPE/USP).
- TOBIN, J. Commercial Banks as Creators of Money. In: TOBIN, J. & HESTER, D. (ed.). *Financial Markets and Economic Activity*. EUA, Wiley, 1967.