

## CAPÍTULO 12

### CIRCUITO

#### DECISÃO - *FINANCE* – INVESTIMENTO – RENDA - APLICAÇÕES - *FUNDING*

*“Em alguns países, há pequenos grupos radicais que recusam a falar a língua oficial e a maioria dos cidadãos não pode entendê-los. Eles são chamados separatistas. No nosso país, nós temos o mesmo tipo de grupo. Eles são chamados de economistas”.*

#### 12.1. Introdução

Convencionalmente, para avaliar os pretensos limites que o consumo elevado das famílias, ou sua contrapartida sob forma de *poupança privada* limitada, e/ou do governo, resultando em baixa ou nenhuma *poupança governamental*, representada pela obtenção superávit fiscal, imporiam à trajetória de crescimento econômico sustentado, se faz análise quantitativa da importância da restrição da *poupança interna*, para a retomada do crescimento a um ritmo mais intenso.

Nesse sentido, segue-se a tradição do que ficou conhecida como a do *modelo dos três hiatos*. Constitui a evolução do *modelo de dois hiatos*, cuja concepção original é de Chenery (1961).

Formalmente, temos a *equação da demanda agregada*:

$Y = (C + I) + (G - T) + (X - M)$ , onde:  $Y = \text{PIB}$  ;

$(C + I) = \text{demanda efetiva privada}$ ;

$(G - T) = \text{déficit público}$ ;

$(X - M) = \text{saldo de transações correntes}$ .

Ela pode ser reformulada de maneira a destacar a *função investimento-poupança*:

$I = (Y - C) + (T - G) + (M - X)$  , onde:  $I = \text{investimento}$ ;

$(Y - C) = \text{poupança privada}$  (lucros retidos no caso das empresas);

$(T - G) = \text{poupança governamental}$  (superávit fiscal);

$(M - X) = \text{poupança externa}$  (transferências financeiras do exterior).

Os **recursos escassos**, de acordo com o *modelo dos três hiatos*<sup>1</sup>, que poderiam limitar o crescimento do investimento, seriam:

1. a *escassez de poupança*;
2. a *restrição fiscal*;
3. o *teto de divisas*.

Vamos criticar, inicialmente, essa *tese da escassez da poupança*, baseada em conceituação equivocada. Posteriormente, apresentaremos a visão do circuito monetário em que se destaca a necessidade crucial não de *poupança*, em seu sentido convencional, mas sim de *financiamento*. Depois, para ser crítica construtiva, analisaremos a alternativa conceitual de utilização dos conceitos de *finance* e de *funding*.

## 12.2. Crítica ao conceito de poupança

No primeiro dia de aula do curso de “Introdução à Economia”, aprende-se que a renda é a soma do consumo e do investimento  $Y = C + I$  e a poupança é o diferencial da renda e do consumo  $Y - C = S$ , logo, de acordo com a aritmética, a poupança é igual ao investimento  $S = I$ . A partir desse ponto, cada aluno depende de sua sorte.

Se o professor for neoclássico, ele fará a seguinte leitura dessa identidade contábil, que é verdadeira por definição: baixa poupança  $S_{t-1}$  ocorre devido a alto consumo  $C_{t-1}$ , o que acaba resultando em baixo investimento  $I_t$ , queda da renda  $Y_t$  e do emprego  $N_t$ . Em poucas palavras, a lição será: *a escassez da poupança é devido ao excesso de consumo*.

Se o professor for keynesiano, ele criticará essa *visão estática* e mostrará que ele contém inversão lógica ao ver a poupança  $S_{t-1}$  determinado o investimento  $I_t$ . Dirá que se trata de “falácia da composição”, que ignora o “paradoxo da parcimônia”, se todos os indivíduos passarem a poupar mais  $S_{t-1}$ , cortando seu consumo  $C_{t-1}$ , a sociedade, ao contrário do que a visão neoclássica (e a ética protestante) sugere, não enriqueceria. Na verdade, obteria menor renda  $Y_t$  e emprego  $N_t$ ; conseqüentemente, também menor poupança  $S_{t+1}$  agregada.

Este professor oferecerá, então, *visão de dinâmica econômica*, em que maior consumo  $C_{t-1}$  aumenta a relação  $Y / K$ , isto é, a utilização da capacidade

<sup>1</sup> Bacha, Edmar. Crescimento com oferta limitada de divisas: uma reavaliação do modelo de dois hiatos. *Pesquisa e Planejamento Econômico*. Rio de Janeiro, V. 12, nº 2, p. 285-310, ago. 1982.

<sup>2</sup> GRAZIANI, Augusto. La théorie keynésienne de la monnaie et le financement de l'économie. *Economie*

produtiva, estimulando o investimento  $I_t$ ; este, via o multiplicador, eleva a renda  $Y_t$  e o emprego  $N_t$ . Assim, ao final do processo, a poupança  $S_{t+1}$  agregada, dada pela diferença contábil entre a renda gerada  $Y_t$  e o consumo agregado do período considerado  $C_{t-1}$ , será também maior. A lição será: *demanda aquecida gera recursos para pagar o financiamento*.

Outra aula que o aluno “sofre” é a de “Contabilidade Social”. Nesta, são apresentados uma série de **conceitos de poupança**.

- **poupança externa** = *déficit* do balanço de pagamentos em transações correntes;
- **poupança interna real** = *fluxo* de renda utilizado no gasto em bens e serviços associado ao investimento;
- **poupança interna financeira** = *saldo* de aplicações das sobras líquidas de recursos em ativos financeiros.

Intuitivamente, o aluno poderia pensar que esses conceitos, em que se mistura *fluxos* e *estoques*, são complementares e/ou “compensatórios”: quando cai a poupança *externa*, sobe a poupança *interna* (e vice-versa). Ou, então, que a poupança *financeira* e a poupança *real* são interdependentes. Isso está longe da realidade, mas até economista consagrado pela *midia* pensa também dessa forma.

Há diferentes maneiras de descrever **a conta corrente do balanço de pagamentos**:

1. como a *variação do ativo externo líquido*, dada pela diferença entre o investimento externo líquido e o crédito líquido da economia, obtido no resto do mundo:  $CC = B^* - B^*_{-1}$
2. como o *saldo do balanço comercial mais o fator líquido dos pagamentos do exterior* (pagamento de juros sobre ativos líquidos externos):  $CC = X - M + NF = BC + r B^*_{-1}$
3. como a *diferença entre a poupança nacional e o investimento*:  $CC = S - I$
4. como a *diferença entre a renda e a absorção*, ou seja, o gasto total dos habitantes, que é expresso por  $A = C + I$ :  $CC = Y - A$

A dedução convencional desses conceitos, sugerida após suas apresentações, é que a necessidade de captar *poupança externa*, via déficit na conta corrente, ocorre se nação está desaccumulando ativos líquidos internacionais, ou seja, está devedora líquida do resto do mundo. Em outros termos, se a nação gasta (*absorve*) mais do que ganha.

A formulação da **abordagem por absorção do balanço de pagamentos** é a seguinte:

$RN = C + I + G + X - M + RL_{rm}$ , onde **RN** é a renda nacional e **RL<sub>rm</sub>** a renda líquida do resto do mundo.

$A = C + I + G \Rightarrow$  a **aborção (A)** é a parte da renda nacional (**RN**) que é absorvida pelos gastos internos (**C + I + G**).

$RN = A + BTC$ , onde **BTC** é o saldo do balanço das transações correntes.

$$BTC = RN - A$$

$BTC > 0 \Rightarrow A < RN \Rightarrow$  poupança nacional positiva = *capacidade de financiamento*

$BTC < 0 \Rightarrow A > RN \Rightarrow$  *necessidade de financiamento*  $\Rightarrow$  o país usa poupança externa para gastar mais do que sua renda.

Vale a pena lembrar as hipóteses sobre os fatores determinantes de cada um dos componentes do  $BTC = X - M + RL_{rm}$

**Exportações X** = f( taxa de câmbio real [  $e_r$  ]; renda real *no exterior* [ $Y^*$ ])

**Importações M** = f(  $1 /$  taxa de câmbio real [  $e_r$  ]; renda real *interna* [ $Y$ ])

Dependem da *elasticidade-preço* e da *elasticidade-renda*.

O **aspecto financeiro do saldo do balanço de transações correntes BTC** tem sua origem na diferença entre a *renda nacional (RN)* e os *gastos internos (A)*:

$$RN = C + S + TI \text{ (impostos líquidos de subvenção)}$$

$$BTC = RN - A = C + S + TI - C - I - G$$

$$BTC = (S - I) + (TI - G)$$

Portanto, déficit do balanço de transações correntes ( $BTC < 0$ ) significa que há excedente do *investimento privado* sobre a *poupança privada* (  $[S - I] < 0$  ) e/ou *déficit fiscal* (  $[TI - G] < 0$  ).

O **excesso de gastos**, ou a **insuficiência de poupança**, correspondente ao déficit externo, seria devido:

- às escolhas privadas;
- à política fiscal adotada.

A dedução desse *modelo da abordagem pela absorção do balanço de pagamentos*, para a política econômica, é que, *ceteris paribus*, isto é, com a renda nacional **RN** dada pelo pleno emprego ou pelo corte temporal, política fiscal *expansionista*, além de déficit fiscal, provoca *déficit* do balanço de transações correntes **BTC**, e política fiscal *restritiva*, obtendo superávit fiscal, provoca *superávit* desse balanço **BTC**.

A visão do *mainstream* é que, em *economia fechada*, o efeito deslocamento (*crowding-out*), provocado pela expansão dos gastos governamentais, reduz a poupança privada e leva ao declínio do investimento privado. Em *economia aberta*, o aumento de gastos públicos provoca a redução de outras formas de gastos, inclusive a redução das exportações líquidas e, conseqüentemente, do saldo do balanço de transações correntes **BTC**, ou seja, eleva a necessidade de financiamento externo.

De acordo com o cálculo das Contas Nacionais através de agregados macroeconômicos keynesianos, a poupança *interna* não se contrapõe à poupança *externa*. Porém, no raciocínio convencional, a poupança *total* da economia resulta da soma da poupança *externa*, contabilmente igual ao déficit em conta corrente, e da poupança *doméstica*. Esta última, por sua vez, é composta, pela poupança *pública*, calculada pela diferença entre o investimento do governo e o déficit público, e pela poupança *privada*.

Na realidade, os economistas ortodoxos manipulam as estatísticas de maneira tal que a poupança privada é obtida residualmente. Eles tem a Formação Bruta de Capital Fixo, obtida por proxies como evolução da indústria de construção e máquinas e equipamentos, além de sua importação. Daí subtraem a “poupança externa”, ou seja, o déficit do balanço de transações correntes, para obter a “poupança doméstica” e desta subtraem a “poupança (ou despoupança, sic) governamental”, para alcançar como resíduo contábil o que, conceitualmente, deveria ser o ponto de partida: a “poupança privada”.

Essa evidência empírica, apresentada aparentemente em defesa da “tese da escassez da poupança”, pode ser vista como demonstração de posição contrária, ou seja, que o que, de fato, ocorre é “escassez de gastos”. Em outros termos, a série temporal com a composição da poupança em percentual do PIB pode sugerir leitura equivocada. Por exemplo, economista pode afirmar que “a existência de déficit em conta corrente (poupança externa) é a expressão da poupança interna do Brasil ser insuficiente para financiar o investimento agregado”.

Se a esse argumento junta-se a opinião de que “a piora do déficit na conta corrente dos últimos anos espelha, em parte, a deterioração da questão fiscal”, chega-se à proposição de “reduzir o déficit público para abrir espaços maiores de investimento junto com esforço de redução do consumo. Com isso, haverá aumento maior de poupança pública e privada disponível no setor interno para investimento e o Brasil depender menos de recursos externos”. Essa idéia

tornando-se oficial, muitos cidadãos deste país pagarão a conta, com mais ônus social devido a equívocos de alguns economistas.

São vários os equívocos. Percebe-se logo que, quando cai o investimento, em anos de recessão, em que há queda do PIB, amplia-se a capacidade ociosa e reverte-se a expectativa dos empresários. Isso leva à suspensão de seus projetos de ampliação da capacidade produtiva. Em outras palavras, quando cai a renda, conseqüentemente, também cai o resíduo contábil classificado como “poupança”.

Importante é destacar a aparente correlação, com ou sem defasagem, entre as séries anuais da poupança total (ou investimento) e de crescimento do PIB. Mas é *correlação espúria*, devido à interdependência demonstrada. Conceitualmente, quando cresce o investimento, multiplica-se a renda, que resulta em maior “poupança”, dada pela diferença entre a renda e o consumo do período. E vice-versa.

O cálculo da composição da poupança agregada é *residual*, ou seja, tendo seu total, obtido pelo investimento, subtrai-se o que é possível apurar *diretamente*: a “poupança externa” (déficit na conta corrente do balanço de pagamentos) e a “poupança do governo” (déficit público descontando-se seus investimentos). A “poupança privada”, portanto, é resíduo contábil, obtida *indiretamente*, pois não há possibilidade de levantamento estatístico do “consumo agregado”, para subtraí-lo da renda gerada no período, e obter *diretamente* essa poupança.

Sendo assim, evidentemente, dado o investimento e/ou a poupança total, elevando-se o déficit no balanço de transações correntes, por exemplo, em razão de câmbio defasado, déficit do balanço comercial, crescimento de viagens internacionais, despesas com fretes, remessas de lucros e dividendos, pagamento de juros internacionais, etc., vai se obter queda da “poupança interna”. Sendo o déficit público a outra informação disponível, alcança-se por diferença a “poupança privada”.

Na verdade, **variáveis exógenas**, determinadas discricionariamente, como a taxa de juros e a taxa de câmbio, explicam mais o déficit público (“poupança do governo”) e o déficit na conta corrente (“poupança externa”) do que qualquer abordagem pelo excesso de gastos não-financeiros internos, privados ou públicos.

No entanto, alguns economistas, de acordo com a abordagem por absorção do balanço de pagamentos, colocam a origem do déficit na conta corrente na diferença entre a renda nacional e os gastos internos. Explicam-no pela existência de excedente do investimento privado sobre a poupança privada e/ou déficit fiscal. O excesso de gastos (ou insuficiência de poupança), correspondente a esse déficit externo, dependeria então de escolhas privadas e/ou governamentais.

Outro equívoco é supor *dada* a produção doméstica, a partir de hipotético pleno emprego. Em visão estática, evidentemente, ocorre sempre o que se traduz por “efeito esvaziamento” (*crowding out*): para aumentar os gastos em

investimento, necessariamente tem de cortar consumo privado e/ou gastos públicos ou então ter maior déficit em transações correntes externas. É incrível o que os economistas tiram de pobre identidade contábil: sugerem recessão com a maior desfaçatez! Aliás, por isso Deus criou os economistas: para os desastres naturais parecerem amenos...

Por fim, deve-se salientar que a definição de *poupança financeira* como saldo de aplicações financeiras distingue-se do conceito econômico convencional de poupança.

O total de **saldos financeiros** não corresponde àquele conceito econômico convencional de **poupança**, referente ao resíduo entre o *fluxo* total da renda gerada (valor adicionado) e o *fluxo* de consumo agregado, em dado período, visto que:

- os *depósitos à vista*, considerados *poupança financeira*, se multiplicam a partir do *finance* concedido para o capital de giro inicial do investimento, além de que renda *recebida* (faturamento), em contas correntes, não significa renda *não consumida* (poupança);
- parte do excedente em circulação pelo setor financeiro *financia consumo e especulação* (e não só investimento), descaracterizando-o como *poupança* enquanto *parcimônia*;
- há *dupla contagem*, na emissão total de ativos financeiros, pois sobre a *dívida primária* criam-se *várias "camadas" de ativos derivativos (dívida secundária)*, que decorrem de (ou são lastreados por) os ativos de lançamento primário.
- há *ilusão monetária*, no crescimento do total de haveres financeiros, pois este inclui também *ativos indexados*, que se elevam através da correção monetária por índice de inflação, e não devido a aumento da poupança;
- saldo de ativos financeiros de cada família corresponde a sua *aplicação bruta* (e não líquida), ou seja, não revela se ela é predominante credora ("poupadora") ou devedora.

No debate sobre a pretensa "escassez da poupança interna", para ele ser produtivo, tem de se definir com precisão sobre o que se está falando. O **conceito de poupança** é objeto de controvérsia entre os economistas. Há aqueles se guiam pela teoria dos fundos de empréstimos e outros de opinião que, na macroeconomia dinâmica, é dispensável tal conceito, pois só gera confusão e pode ser substituído pela visão do circuito *finance*-investimento-renda-aplicações-*funding*.

Os **conceitos de poupança** sob os pontos-de-vista *microeconômico* e *macroeconômico* se diferenciam:

- **poupança individual:** *saldo* com a parcela *não gasta* da renda recebida.
- **poupança macroeconômica:** *diferença ex-post* entre fluxo de renda e fluxo de gastos agregados em bens de consumo, ou seja, corresponde ao fluxo de gastos agregados em bens de investimento.

A **poupança real agregada** não é nem a simples soma de poupanças individuais, nem corresponde ao saldo líquido das aplicações financeiras. Em termos dos agregados macroeconômicos, o gasto em investimento resulta *ex-post* (*a posteriori*) em poupança equivalente por definição. É, portanto, resíduo contábil não objeto de decisões, ou seja, variável-resultado. Não se decide a *não gastar* mas sim a *aplicar*. O poder de compra não destinado ao gasto é aplicado inclusive em estoque de ativos monetários. Se não se decide a gastar a partir do fluxo da renda gerada *ex-post*, tampouco se decide não gastar a partir desse fluxo de renda não recebida, mas sim a partir do próprio estoque líquido de riqueza e/ou do crédito compromissado. Logo, sendo a lógica da escolha individual diferente da lógica do comportamento agregado resultante, também o conceito de poupança microeconômica é dispensável.

Se os capitalistas não podem decidir o que lucram, também não podem decidir *ex-ante*, antes do valor adicionado, o que podem "poupar", ou seja, reter dos lucros. Só podem decidir *ex-ante* o que investem com capital próprio, isto é, lucros retidos aplicados em portfólio, e/ou com empréstimos de capital de terceiros. Em macroeconomia dinâmica, adota-se os conceitos de *finance*, finanças disponíveis aos gastos de investimento iniciais, e *fundings*, consolidação financeira das dívidas de curto prazo no tempo adequado à maturação do investimento e sua amortização. Com eles chega-se à noção simples de que os investimentos *ex-post* provêm de financiamento (*finance*) para efetivação das decisões de gastos em investimentos *ex-ante* e não de "poupança prévia".

### 12.3. Circuito monetário

As diferentes fases técnicas do **processo de criação e anulação de moeda**, a partir da concessão de empréstimo por parte de banco, até o pagamento dos salários e matérias-primas, o retorno da liquidez às mãos das empresas, e o reembolso final do crédito, são descritas por Graziani, baseando-se na teoria keynesiana <sup>2</sup>.

<sup>2</sup> GRAZIANI, Augusto. La théorie keynésienne de la monnaie et le financement de l'économie. *Economie Appliquée*. tome XLIV, n.1, pp. 25-41.



A primeira fase, **criação de liquidez**, é representada pela concessão às empresas de empréstimo que lhes permite cobrir os custos de produção.

Qualquer empresa pode ter recursos, em princípio, de duas **fontes de financiamento**:

1. por empréstimo bancário no *mercado de crédito*;
2. por colocação de títulos e/ou ativos no *mercado de capitais*.

Este último pode ser, também, fonte de liquidez para as empresas.

A segunda fase da sequência, **financiamento da produção**, consiste na utilização que as empresas fazem dos empréstimos recebidos. Embora se enfatize o *financiamento dos investimentos*, a produção de bens de consumo, assim como a produção de bens de capital, exige a disponibilidade de fornecimento de fundos.

- o **financiamento inicial (*finance*)**, empréstimo de capital de giro para as empresas financiarem a produção, é fornecido pelo crédito bancário, ou seja, a fonte não é a despesa dos consumidores.
- no que se refere ao **financiamento final (*funding*)**, os fundos que permitem às empresas reembolsar as dívidas aos bancos, e que as empresas obtêm vendendo, seja bens, seja títulos, é evidente que estes fundos não podem senão vir das rendas precedentemente distribuídas.

Pode ocorrer que as famílias decidam manter parte de sua renda sob forma líquida e que, em consequência, as empresas não estejam em condições de reembolsar, completamente, as dívidas aos bancos. Se isto ocorre, os empréstimos bancários que não são reembolsados não servirão a financiar mais nem o consumo nem os investimentos. O papel maior dos bancos será captar os encaixes líquidos que serão formados em alguma parte no mercado.

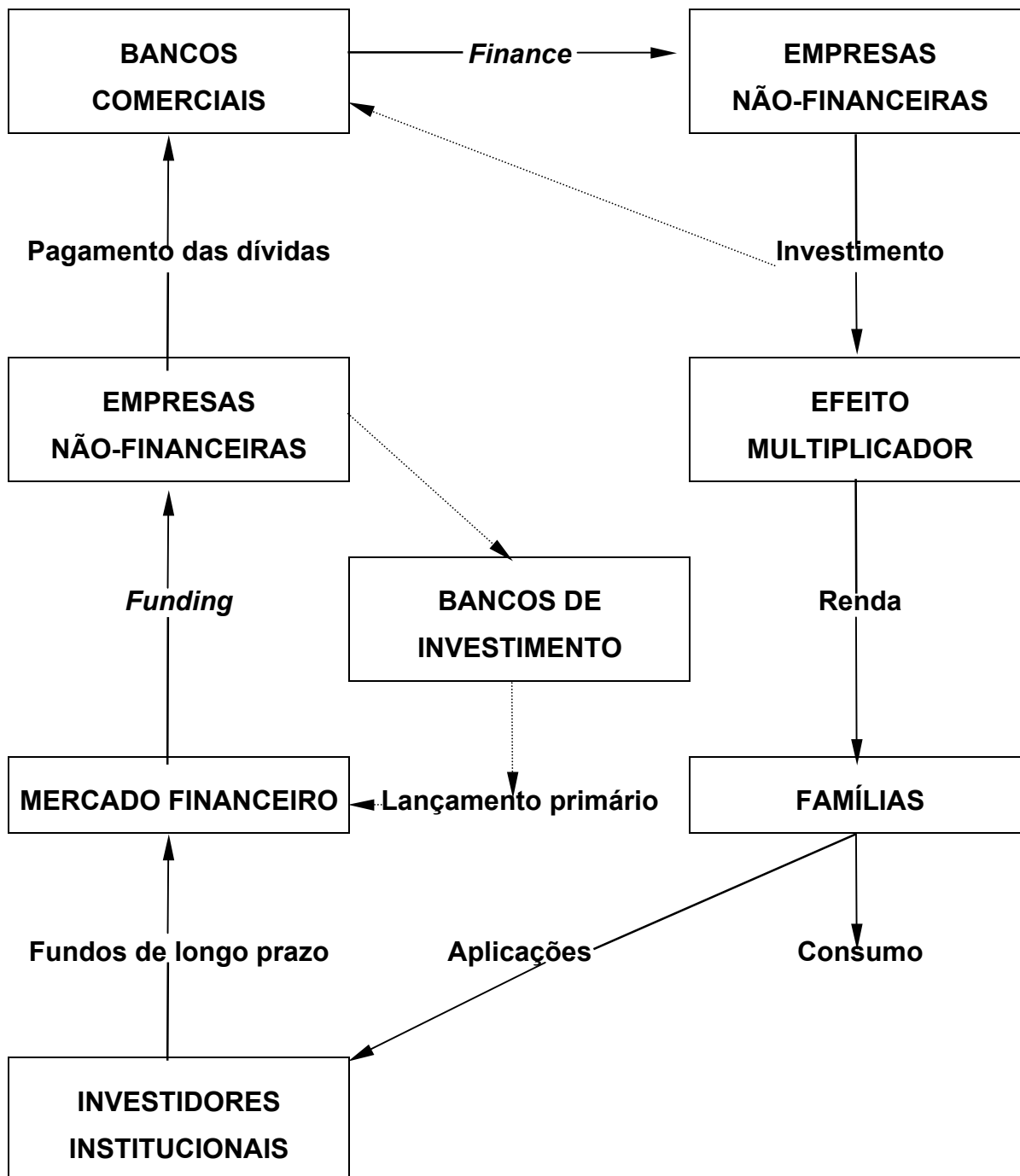
A terceira e última fase é a do **reembolso dos empréstimos**. A maior parte dos autores prefere pensar que são unicamente as *poupanças*, e não os *gastos de consumo*, que fornecem o *financiamento final*. O objetivo típico da empresa é quitar sua dívida com os banqueiros.

O empresário, antes de decidir algum investimento, pode se sentir tranqüilo sob duas formas.

1. antes de tudo, obtendo **financiamentos a curto prazo (finance)**, que sejam suficientes para o período de produção do investimento.
2. depois, sabendo que pode **consolidar suas dívidas de curto prazo (funding)** por meio de uma emissão de títulos prazo, em condições satisfatórias.

Por isto, o **papel do mercado de capitais** não é o de financiar os investimentos (que podem ser tão bem financiados pelos lucros retidos) mas sim o de tornar acessível às empresas, na medida mais completa possível, a chamada, convencionalmente, "*poupança financeira*" (aplicações de longo prazo) das famílias, afim de reduzir seus endividamentos com os bancos (ver fluxograma).

**Fluxograma do Circuito *Finance-Investimento-Renda-Aplicações -Funding***



## 12.4. Finance

Discutindo o caso particular de estado estacionário, Keynes empregou o termo "fundo rotativo" para designar a liquidez (*finance*) que, sem interrupção, as empresas despejam sobre o *mercado de bens e serviços* e recuperam do *mercado de crédito*. Deve-se advertir que, mesmo se esses fundos rotativos pareçam funcionar de forma regular e automática, dependem sempre da vontade dos bancos em renovar os empréstimos. Daí o poder de influência exercido pelos bancos através de suas decisões referentes aos refinanciamentos.

O controle do financiamento (*finance*) é, de fato, como Keynes reconhece, um dos instrumentos mais poderosos, para regular a taxa de investimento, mesmo que às vezes perigoso, pois é mais possante quando é empregado como *freio* do que como *incentivo*. Isto não é mais do que, de maneira diferente, descrever o poder exercido pelos bancos através do controle da oferta de moeda, ou seja, através do controle da liquidez.

Boa parte da controvérsia a respeito do circuito *finance* - investimento - poupança - *funding*, tanto nos anos 1930's, entre Kalecki, Robertson, Keynes e Ohlin <sup>3</sup>, quanto nos anos 1980's, entre Asimakopulos, Kregel e Davidson <sup>4</sup>, deve-se à resistência mental em se abandonar totalmente os conceitos da *teoria dos fundos de empréstimos*, de origem neoclássica.

Especificamente, o conceito de "poupança" não possui nenhum papel indispensável em teoria econômica dinâmica <sup>5</sup>. Pode ser abandonado e substituído com vantagem explicativa por *funding*.

A confusão conceitual inicia-se porque, em Keynes, parte-se do financiamento do investimento, mas, ao final do processo multiplicador da renda, é a poupança que financia o investimento. Como sugere Chick, "evidentemente, isto é estranho, uma vez que não se pode financiar algo, depois que isto já aconteceu, se antes de mais nada se precisa de fundos para poder fazer com que aconteça. É até mesmo mais estranho ainda para o leitor que foi convencido no Capítulo 3 [da *Teoria Geral*] de que a poupança e o investimento são idênticos na definição de Keynes. Consequentemente, um não pode financiar o outro" <sup>6</sup>.

<sup>3</sup> KALECKI, M. , KEYNES, J. M. & OHLIN, B.. Artigos de 1936/7. *Clássicos de Literatura Econômica*. RJ, IPEA-INPES, 1988. pp. 291-341.

<sup>4</sup> ASIMAKOPOULOS, A. Kalecki and Keynes on Finance, Investment and Saving. *Cambridge Journal of Economics*. Vol. 7, 1983. pp. 221-233.

ASIMAKOPOULOS, KREGEL e DAVIDSON. Finance, Liquidity, Saving and Investment. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol. 9, n. 1, fall 1986. pp. 79-110.

<sup>5</sup> COSTA, Fernando Nogueira da. A Controvérsia sobre as Relações entre Investimento, Poupança e Crédito. *Ensaios de Economia Monetária*. SP, Bienal-Educ, 1992. pp. 115-142.

<sup>6</sup> CHICK, Victoria. *Macroeconomia Após Keynes: Um Reexame da Teoria Geral*. RJ, Forense Universitária, 1993. p. 192.

Somente em 1937, em resposta à crítica de Ohlin, Keynes apresenta o conceito de *finance*, que ajuda a esclarecer a questão, mas que, até o presente, a literatura econômica convencional não o absorveu adequadamente. É necessário entender bem todo o circuito.

A renda é parte das finanças, pois, na média e em nível agregado, financia o consumo. Geralmente, sobra algum dinheiro. Porém, a renda corrente não financia o investimento. Para isto, o investidor tem ou que vender seus ativos, principalmente os ativos financeiros, ou obter financiamento externo. Por isso, o investimento é sensível aos juros.

No *fluxo circular da renda*, somente os *gastos correntes* que são, em parte, financiados pela renda corrente, incorporada, quando recebida, ao estoque líquido de riqueza. Em nível macroeconômico, o dinheiro é, então, gerado por quem gasta. O problema, em nível microeconômico, é de quem deseja gastar mais do que ganha, para investir, ou seja, fazer *gasto extraordinário*.

Alguns investimentos podem ser financiados pelo fluxo de caixa corrente da empresa, resultante das vendas correntes, mas estas não constituem fonte de financiamento suficiente para a economia como um todo. Os "fundos internos" são também constituídos pelo patrimônio em ativos acumulados a partir dos lucros previamente retidos, que não foram nem distribuídos nem gastos. É comum a confusão entre o *fluxo* de renda e o *estoque* de riqueza líquida, quando se enxerga as carteiras das empresas em termos de *saldo*s de ativos financeiros como fossem compostas de suas "poupanças internas", que é conceito ligado a *fluxo*.

As instituições financeiras, especialmente os bancos, são consideradas fontes fundamentais de fundos para as empresas e depositárias de "aplicações financeiras", ao invés de "poupança", dos agentes econômicos superavitários. São de importância crucial para a *ruptura de Keynes com a teoria dos fundos de empréstimos*. Esta era uma tentativa de preservar a tradição clássica de explicar o juros como fenômeno real, como prêmio pela "espera", que igualava as forças da parcimônia (*poupança*) e da ganância (*investimento*), embora adaptando essa teoria à economia creditícia.

Keynes, no entanto, mantinha a idéia de que as *decisões* de poupar e investir são tomadas por pessoas diferentes. Keynes queria com essa idéia diferenciar-se dos neoclássicos que argumentavam que a poupança era pré-requisito do investimento, mas que fluía automaticamente para sua efetivação, pois os bancos, como meros intermediários passivos, cuidavam dessa canalização. O argumento keynesiano era que, quaisquer que fossem as intenções de poupadores e investidores, o investimento e a poupança seriam iguais *ex-post*, tal como as compras e as vendas são iguais, embora as grandezas planejadas *ex-ante* não fossem iguais, a não ser por acaso.

Ao reverter a ordenação causal implícita no esquema clássico, em que o volume de investimento efetivamente realizado é determinado pelo volume de poupanças, pois o crédito cria a possibilidade de reversão, Keynes consegue argumentar que a taxa de juros é determinada independentemente da poupança e do investimento, que são variáveis interdependentes. A taxa de juros não poderia ser a "retribuição pela renúncia ao consumo", isto é, pela espera. Ao invés disso, é a "retribuição pela renúncia à liquidez", ou seja, pela manutenção de ativos não monetários. Em Keynes, o juro é determinado pela preferência pela liquidez e pela oferta de moeda.

A teoria de Keynes admite que há fundos suficientes, disponíveis à dada taxa de juros, para sustentar todos os projetos de investimento cuja eficiência marginal do capital seja maior do que essa taxa de juros. Na verdade, Keynes jamais fala da elasticidade da oferta de fundos, ou de qualquer forma de financiamento, na *Teoria Geral*. Somente no curso do debate com seus críticos, em 1937, que introduz dois importantes conceitos: o motivo *finance* e o *funding*.

No motivo-finanças, Keynes reforça sua idéia de que o investimento independe de poupança prévia. Na realidade, implica em demanda adicional por liquidez que pode ser suprida com a expansão da oferta de moeda creditícia. Portanto, *o nível de investimento efetivo vai depender da disposição do sistema bancário sancioná-lo, criando crédito*. Dessa forma, está no *Postulado da Validade Monetária* da Teoria Alternativa da Moeda.

Cintra resume bem a questão. "O investimento, suscitando um fluxo de poupança estritamente equivalente a seu montante *a posteriori*, não necessita de nenhum fundo prévio de poupança para ser realizado. Precisa, sim, de crédito. A expansão do crédito precede e é indispensável ao surgimento da própria poupança"<sup>7</sup>.

O motivo *finanças* tornou explícito (em 1937) o que na *Teoria Geral* (1936) estava implícito no princípio da demanda efetiva: a independência da decisão de investir em relação ao fluxo de renda "poupada", isto é, renda recebida e não consumida, devido à existência do crédito e ao estoque líquido de riqueza própria.

O **motivo *finance*** foi apresentado por Keynes como a demanda por liquidez necessária para a concretização do investimento, isto é, que surge entre a *decisão* de investir e a sua *efetivação*. Portanto, é a condição monetária anterior, ou seja, em antecipação, para a realização do planejado *gasto discricionário*, distinto dos *gastos rotineiros*, que representa demanda adicional por saldos "inativos".

Quando os *gastos* de investimento são *realizados*, a *liquidez* do sistema como um todo é *restaurada* e o motivo *finanças* desaparece. Em outros termos,

7

CINTRA, Marcos A. M.. *Uma Visão Crítica da Teoria da Repressão Financeira*. Campinas, Dissertação de Mestrado no IE-UNICAMP, 1993. p. 55.

com a liberação dos recursos líquidos represados restabelece-se o nível prévio de liquidez.

Nas próprias palavras de Keynes: "as **finanças** (ou o dinheiro) que estão *atreladas* durante o intervalo entre o planejamento e a execução [dos gastos em investimento], são *liberadas* no devido tempo, depois que foram pagas na forma de renda, quer os recebedores a poupem ou a gastem".

Os fundos para atender o motivo *finanças* estariam em fundo rotativo do sistema bancário, que, segundo Keynes, se recomporia na medida em que os gastos em investimento fossem realizados. Está aí a noção de que o investimento *ex-post* provêem de finanças para investimento *ex-ante*, porém, com *falácia da composição*, mais uma vez devido à ênfase na retenção de liquidez do tomador de empréstimos. A *ótica microeconômica* não permitiu a Keynes e seus discípulos "fundamentalistas" a *visão macroeconômica* de que a liquidez é "liberada" para a rede bancária girá-la logo que o empréstimo devido é depositado na conta corrente do demandante de crédito.

As decisões de gastos de investimento abrangem **fluxos monetários** que não têm pontos-de-partida sincrônicos devido a diferentes horizontes de decisão:

1. a demanda por dinheiro por *finance motive*, até quando o empréstimo concedido é depositado em conta corrente, permitindo, com a redistribuição da posse de ativos líquidos (modificações nos portfólios individuais), não "a restauração do nível prévio de liquidez", mas sim o início do *processo de multiplicador monetário* em função da relação do setor bancário com o público não-bancário;
2. do *processo multiplicador de renda*, que tem início com o gasto de investimento efetivado, e durante o qual são gerados fluxos de renda e aplicações;
3. da geração de renda pelas decisões de produção, utilizando-se da nova capacidade produtiva, até terminar sua vida útil.

O *fundo rotativo de Keynes* recompõe-se pelos gastos. O *fundo rotativo de Robertson* recompõe-se pela amortização dos empréstimos<sup>8</sup>. Sugerimos que o *fundo rotativo do sistema bancário* amplia-se logo quando a demanda de *finance* é atendida pela concessão do empréstimo em conta corrente.

O empréstimo cria aumento de depósitos à vista na rede bancário. Isto, que pode não ser aparente em determinado banco em particular, é visível sob o ponto-

<sup>8</sup> Esta última noção não faz parte do universo de Keynes, pois ele está preocupado apenas com o interregno entre o investimento planejado e o realizado, e não com a etapa que se estende até a amortização dos empréstimos realizados para financiamento do investimento: cadeia financiamento - investimento - lucro - financiamento validado através do pagamento das dívidas.

de-vista do sistema bancário como um todo: qualquer empréstimo pode tomar forma de depósitos ou aplicações em outros bancos. Tobin (1963) é clássico nesse tema.

Outros autores também estão atentos à diferenciação entre demanda por moeda *microeconômica* e oferta de moeda *macroeconômica*. Carvalho (1995:19), apropriadamente, alerta: “*finance* e *funding* não são realmente conceitos microeconômicos, embora tenham contrapartida micro. Eles são conceitos macroeconômicos que são parte de modelo-macro de demanda efetiva”.

Em seu *paper*, Carvalho sustenta a visão que a distinção entre *finance* e *funding*, e o papel especial dos bancos como criadores de crédito, são argumentos conceituais que devem aparecer, sob formas específicas concretas, em qualquer economia organizada como *economia monetária de produção*. No entanto, para atender a necessidade de *funding*, ou seja, a transformação do estoque de dívidas herdado do passado em diversas formas de ativos financeiros de longo prazo, as instituições financeiras dependem das aplicações em ativos financeiros de longo prazo, ou seja, da propensão do público adquirir títulos financeiros de longo prazo (ou ações), ao longo do processo de multiplicação da renda. Portanto, as mudanças recentes no mercado de capitais como desintermediação bancária, papel crescente dos investidores institucionais, generalização do banco universal ou múltiplo, proliferação dos produtos derivativos, processo de securitização, tendência à globalização financeira, etc., evidentemente, facilitam a obtenção de *funding*.

## 12.5. Funding

A consideração dinâmica do sistema financeiro mostra que o *planejamento* do investimento depende crucialmente das expectativas de geração de lucros, mas sua *efetivação* depende do crédito. Se cai a taxa de investimento, há recomposição da estrutura dos ativos e menores lucros futuros. O maior peso relativo dos passivos revela aumento da *fragilidade financeira*, pois o serviço da dívida eleva-se em ritmo superior ao do rendimento esperado. O resultado é que as empresas não-financeiras passam a ter dificuldades para saldar dívidas com sistema bancário.

### **Alternativas para solucionar o problemas das dívidas de curto prazo:**

- ou *repactuar dívidas*, pois com endividamento cai a relação entre capital próprio e capital de terceiros e aumenta o grau de fragilidade financeira;
- ou *promover recomposição patrimonial*, com abertura de capital (entrada de novos sócios) ou lançamento de novas ações.



A obtenção do *funding* está condicionada à propensão do público adquirir títulos financeiros de longo prazo ou ações, ao longo do processo de multiplicação da renda. É, portanto, aplicação da chamada pelos economistas ortodoxos de *poupança financeira*, que convencionalmente corresponde à renda acumulada em estoque de saldos financeiros, representando poder de compra diferido.

Nada garante conversão automática das obrigações em curto prazo em dívidas de longo prazo.

No **processo de captar *funding***, as empresas não-financeiras negociam junto ao mercado de capitais, para mobilizar fundos de longo prazo necessários à consolidação financeira do investimento. Fazem lançamentos de títulos dívidas de longo prazo e de direitos de propriedade, por exemplo, debêntures e ações colocadas junto a fundos de pensão, fundos de ações, etc.

Para diminuir os riscos, devido à instabilidade financeira, as empresas não-financeiras recorrem então ao mercado de capitais, onde há aplicação em ativos financeiros de longo prazo. Somente através dele pode-se atender a necessidade de *funding*, ou seja, transformação do estoque de dívidas herdado do passado em diversas formas de ativos financeiros de longo prazo.

Como observa Studart, as instituições financeiras têm papel fundamental na acomodação de horizontes temporais contraditórios<sup>9</sup>. São problemas, portanto, de adiantamento de poder de comando, isto é, *finance*, que depende do *mercado de crédito* ou da existência de sistema bancário desenvolvido, e compatibilização de estruturas ativas e passivas entre agentes deficitários e superavitários, ou seja, *funding*, que depende do *mercado de capitais* ou da existência de mercado organizado de ações. A não-existência de mecanismos de consolidação financeira reduz a capacidade de financiamento, o que força as empresas não-financeiras a recorrerem mais ao autofinanciamento. Caso este também não seja viabilizado, as decisões de gastos em investimento não terão continuidade, não sendo, portanto, *efetivadas*. A não validação da demanda por moeda reverte as decisões.

Por fim, deve-se observar que, face às expectativas favoráveis, os empreendedores podem obter linhas de crédito para garantir suas necessidades de capital de giro, mesmo antes de sua capacidade produtiva expandida estar operando. Se as autoridades monetárias *sancionam* os empréstimos bancários de *finance*, a expansão monetária pode aparecer ao observador casual como *causa* do investimento. Interpretação ingênua dessa *defasagem* pode sugerir "causalidade unidirecional" da moeda aos preços e produto. Esta interpretação negligencia o ímpeto causal residente nas ações preparatórias dos empresários.

<sup>9</sup> STUDART, Rogério. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. *Revista de Economia Política*. Vol. 13, n. 1 (49), jan-mar / 1993. pp. 109-112.

Na Teoria Alternativa da Moeda, o motivo *finance* para demanda por moeda supõe a prévia decisão de gasto em investimento. A oferta efetiva de moeda bancária pode (ou *não*) *sancioná-la*, com os *efeitos* expansionistas ou contracionistas conhecidos.

Se a preferência pela liquidez do público não-bancário não permitir a consolidação financeira do endividamento, os bancos individualmente são obrigados a reduzir a margem de segurança, pois aumenta o risco do credor com a inadimplência de devedores. Estes investidores endividados são obrigados a rolar passivo continuamente, em longo prazo, até a maturação do investimento. Mas isto não significa que cai, necessariamente, a relação ativos *líquidos* / ativos *ilíquidos* de cada banco, depende da necessidade de provisão para devedores duvidosos.

Há um risco excessivo no contínuo refinanciamento a curto prazo, em função da variação da taxa de juros, das condições de crédito, etc. A disponibilidade de *funding* diminui o risco devido à instabilidade financeira.

Nas decisões de refinanciamento, importa, mais do que a *preferência pela liquidez* de cada banco, a sua *preferência por segurança*, sem grande descolamento dos prazos de seus passivos e de seus ativos, seja na carteira de empréstimos, seja na de títulos. Durante as expansões econômicas, excepcionalmente, há *preferência por rentabilidade*, em operações com avaliação de custos de oportunidade, por exemplo, entre buscar receitas em operações de crédito ou lucros com títulos e valores mobiliários, entre captar no mercado junto ao público não-bancário ou no mercado interbancário e junto ao banco central, sob forma de empréstimos de liquidez, e assim por diante.

## 12.6. Conclusão

A metáfora da “dança das cadeiras”, aquela brincadeira em que um número maior de pessoas do que de cadeiras tem de sentar assim que a música parar, dá uma imagem do que realmente acontece no circuito do financiamento. Na festa, para os convidados não perceberem a insuficiência de assentos, o melhor é tocar sempre alguma música dançante. Quando parar, será a crise. Algo análogo ocorre na dinâmica da economia. Se os gastos em investimento ficarem restritos às *dadas* rendas, ou às chamadas pelos ortodoxos “poupanças individuais”, será a crise, pois não serão realizados. Mas, se o circuito *finance*-investimento-renda-aplicações-*funding* funcionar, cumulativamente, ele poderá sustentar o crescimento econômico. É necessário certo mecanismo de arranque no investimento *ex-ante*, para gerar poupança interna *ex-post*. O crescimento do investimento e, conseqüentemente, a multiplicação da renda nacional, geram a chamada “poupança”. O que importa é colocar o motor em funcionamento (“tocar a música”), em processo de retroalimentação.

Portanto, trata-se de esboçar estratégia de desenvolvimento com políticas voltadas para a expansão sustentada do investimento, do produto e do emprego, e, *em consequência*, da chamada “poupança”. Ao contrário do que defende o argumento da “poupança prévia”, não é a falta de “poupança” que impede o investimento, mas sim, entre outros fatores, justamente a falta dessa estratégia para orientar as expectativas empresariais de longo prazo, além do não enfrentamento dos problemas institucionais do financiamento. Nessa estratégia de desenvolvimento, deve-se buscar a geração de círculo virtuoso pelo fator de sinergia criado entre o crescimento coordenado de fundos de pensão, o desenvolvimento do mercado de capitais e o aumento das “finanças industrializantes”.

#### **Leitura adicional recomendada:**

Debate entre KEYNES, KALECKI e OHLIN (artigos de 1937). Clássicos da Literatura Econômica. RJ, IPEA-INPES, 1988. pp. 291-341.

**Comentário:** Trata-se da controvérsia, ocorrida após a publicação da *Teoria Geral*, a respeito da possibilidade de aplicação do método *ex-ante* e *ex-post*, para esclarecer a questão da poupança; nela, Keynes sugere o uso dos conceitos de *finance* e *funding*.

SHACKLE, G. L. S.. Origens da Economia Contemporânea (The Years of the High Theory). SP, Hucitec, 1991. pp. 222-244.

**Comentário:** Shackle faz resenha da citada controvérsia, dentro do seu estilo literário, que se destaca entre todos os autores de grande obra econômica.

CHICK, Victoria. A Evolução do Sistema Bancário e a Teoria da Poupança, do Investimento e dos Juros. Ensaio FEE. PA, Ano 15, n. 1, 1994. pp. 9-23.

**Comentário:** Didática, apesar de polêmica, apresentação do tema, sob ponto-de-vista pós-keynesiano.

DELEPLACE & NELL (ed.). Money in motion: the post keynesian and circulation approaches. London, MacMillan, 1996. Part II.B, cap. 4 a 7 (Circulation Views)

**Comentário:** Nessa parte da publicação do *The Jerome Levy Economics Institute*, com a coletânea de artigos dos participantes do seminário entre pós-keynesianos norte-americanos e “circulacionistas” franceses, há apresentação da Teoria do Circuito Monetário.

**Resumo:**

1. A **questão do financiamento** foi tratada com o exame crítico do conceito convencional de *poupança* e a apresentação da alternativa de adoção dos conceitos de *finance* e *funding*.
2. Os tradicionais conceitos de poupança confundem *estoque* com *fluxo*, por exemplo, a **poupança externa** é *déficit* do balanço de pagamentos em transações correntes; a **poupança interna real** é *fluxo* de renda utilizado no gasto em bens e serviços associado ao investimento; e a **poupança interna financeira** é *saldo* de aplicações das sobras líquidas de recursos em ativos financeiros; apesar da aparente existência de complementariedade entre eles, rigorosamente, tratam de fenômenos independentes.
3. O “paradoxo da parcimônia” revela que os conceitos *micro* e *macroeconômico* de poupança referem-se a fenômenos distintos e até mesmo antagônicos, pois a **poupança individual** refere-se à parcela não gasta da renda recebida e a **poupança macroeconômica** estabelece a diferença *ex-post* entre o fluxo de renda e o fluxo de gastos agregados em bens de consumo, ou seja, corresponde ao fluxo de gastos agregados em bens de investimento; se os gastos individuais em consumo forem cortados em massa, a renda e, em consequência, a poupança macroeconômica podem ser reduzidas.
4. Segundo Keynes, o conceito de **finance** refere-se às finanças (ou ao dinheiro) que estão atreladas durante o intervalo entre o planejamento e a execução do gasto em investimento, e são liberadas, no devido tempo, depois que foram pagas na forma de renda, quer os recebedores a poupem ou a gastem; chamamos a atenção para o fato que o *multiplicador monetário* dispara a partir do momento que os empréstimos concedidos são depositados nas contas correntes dos clientes, ou seja, com antecedência em relação ao *multiplicador da renda*.
5. O processo de **funding** se inicia quando as empresas não-financeiras negociam junto ao mercado de capitais, para mobilizar fundos de longo prazo necessários à consolidação financeira do investimento, através dos lançamentos de títulos de dívidas diretas e/ou de direitos de propriedade como debêntures e ações, para fundos de pensão, de ações, de investimento, etc.