



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

DA DEMANDA POR MOEDA À PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ: UMA INTERPRETAÇÃO PÓS-KEYNESIANA

Fabício Pitombo Leite

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP para obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas, sob a orientação do Prof. Dr. David Dequech Filho.

*Este exemplar corresponde ao original da dissertação defendido por **Fabício Pitombo Leite** em 07/08/2008 e orientado pelo Prof. **Dr. David Dequech Filho**.*

CPG, 07/08/2008

Campinas, 2008

**Ficha catalográfica elaborada pela biblioteca
do Instituto de Economia/UNICAMP**

L536d	Leite, Fabricio Pitombo. Da demanda por moeda à preferencia pela liquidez: uma interpretação pos-keynesiana / Fabricio Pitombo Leite. – Campinas, SP: [s.n.], 2008. Orientador : David Dequech Filho. Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia. 1. Moeda. 2. Demanda (Teoria economica). 3. Liquidez (Economia). I. Dequech Filho, David. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Titulo.
	08/039/BIE

Título em Inglês: From demand for money to liquidity preference: a post-keynesian interpretation

Keywords: Money ; Demand (Economic theory) ; Liquidity (Economics)

Area de Concentração : -----

Titulação: Mestre em Ciências Economicas

Banca examinadora: Prof. Dr. David Dequech Filho
Prof. Dr. Antonio Carlos Macedo e Silva
Prof. Dr. Luiz Fernando Rodrigues de Paula

Data da defesa: 07-08-2008

Programa de Pós-Graduação: Economia

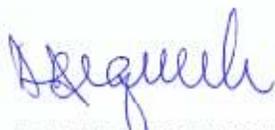
Dissertação de Mestrado

Aluno: FABRÍCIO PITOMBO LEITE

**“ Da Demanda por Moeda à Preferência pela Liquidez:
Uma Interpretação Pós-Keynesiana”**

Defendida em 07 / 08 / 2008

COMISSÃO JULGADORA



Prof. Dr. DAVID DEQUECH FILHO
Orientador – IE / UNICAMP



Prof. Dr. ANTONIO CARLOS MACEDO E SILVA
IE / UNICAMP



Prof. Dr. LUIZ FERNANDO RODRIGUES DE PAULA
UERJ

A Elaine Kiara, minha esposa, sem a qual não gozaria da sanidade necessária à quase insensata jornada a que me dediquei nos últimos meses.

AGRADECIMENTOS

A quem agradece cabe a ingrata tarefa de selecionar aqueles que tiveram uma influência mais direta na consecução de um objetivo, pois influência mesmo exerceram também todas as outras tantas pessoas que foram capazes de nos oferecer lições diárias dignas de marcas indelévels.

Tendo isso em conta, começo por agradecer a todos os professores do Mestrado em Economia do IE/Unicamp, com especial destaque para David Dequech, meu orientador, Antonio Carlos Macedo e Silva e Ricardo Carneiro, por ministrarem cursos que ajudaram a formar minha opinião a respeito da temática em questão nessa dissertação, não só através das exposições, mas também pelas discussões e comentários que certamente ecoam fortemente nas páginas que se seguem. Agradeço também a Mariano Laplane e Adriana Nunes Ferreira, com os quais pude dispor de um convívio mais próximo nos últimos meses ao realizar disciplina de doutorado ministrada por ambos, e aos quais devo a possibilidade de desenvolver e reforçar posições quanto a diversos temas em Macroeconomia, posições estas que, se não foram defendidas com a devida ênfase nessa dissertação pelo foco no tema ou pelo estágio adiantado em que já se encontrava, certamente tomam força na conclusão, sempre anúncio de reflexões futuras. David Dequech, em diversas rodadas de comentários, me forçou a tentar deixar clara uma ordem que talvez só existisse para mim, tendo influenciado bastante a forma final, que, se tiver algum mérito expositivo, se deve muito à sua insistência. Antonio Carlos Macedo e Silva merece uma tripla menção, também por ter participado com valiosas e provocativas sugestões nas minhas bancas de qualificação e defesa dessa dissertação. Agradeço ainda aos professores Rogério Pereira de Andrade e Luiz Fernando Rodrigues de Paula, por terem participado e sugerido melhorias, respectivamente, nas bancas de qualificação e defesa.

A todos os colegas da turma de mestrado, com alguns auxílios luxuosos de outros colegas de pós-graduação no instituto, por terem me propiciado um ambiente adequado de discussão acadêmica e de descontração, fundamental para a reflexão e sedimentação de alguns pontos ora apresentados. Destacadamente, agradeço a Gustavo Aggio, pelas incontáveis conversas sobre os mais diversos assuntos em economia (e ainda mais fora dela) e, particularmente, sobre moeda, o qual também leu e comentou alguns pedaços dessa dissertação e dividiu comigo várias das referências em nossa caminhada à versão final; e a Lucas Teixeira, que também leu e criticou

trechos que vieram a constituir essa dissertação, por sua inabalável disposição em discutir sobre qualquer assunto, mas também por sua generosidade em incentivar a continuação de minha caminhada.

Naturalmente, eximo todos os citados da responsabilidade sobre qualquer erro, imprecisão ou omissão constante dessa dissertação, inclusive meu orientador, que, magnanimamente, me permitiu expressar algumas opiniões com as quais discorda frontalmente.

Aos funcionários do Instituto de Economia, que fazem com que a excelente estrutura disponível funcione a nosso favor, principalmente aos da biblioteca e secretaria, com os quais temos um contato mais próximo; em especial, a Marinete, meu muito obrigado. Também aos que não são funcionários do instituto, mas que nos prestam um apoio essencial: a todos da xérox e à família Toninho (muitos cafés).

Finalmente, ao CNPq pelo suporte financeiro concedido durante o período do mestrado e, antes, à sociedade brasileira, que, através das figuras do Centro Federal de Educação Tecnológica da Bahia, da Universidade Federal da Bahia e, neste momento, da Universidade Estadual de Campinas, tem me propiciado o acesso ao ensino público e gratuito, e com a qual registro uma dívida que espero um dia ser capaz de retribuir.

RESUMO

A interpretação sugerida no presente estudo evidencia o caráter mais amplo assumido pela teoria da preferência pela liquidez, qual seja, de uma teoria da escolha e precificação de ativos em geral. Para tal, parte-se da explanação acerca dos motivos para demandar moeda, explicitando-se também as conexões entre esses motivos e a incerteza que permeia o ambiente econômico. Na busca pela especificidade da teoria da preferência pela liquidez, isto é, no que esta se diferencia de uma teoria alternativa para a demanda por moeda, discute-se a determinação *da* taxa de juros em decorrência destes motivos, com destaque para a expressão da moeda como um ativo e para o fato de rendimentos pecuniários serem auferidos por quem se dispõe a abdicar da posse de moeda e reter títulos, tudo isso com a gama de ativos limitada aos dois supracitados. Finalmente, abandonando-se o mundo dicotômico construído a partir da moeda e de um outro ativo e a partir da extensão de um mesmo princípio definidor básico, chega-se à escolha e precificação de ativos em geral, com o que a teoria da preferência pela liquidez adquire sua representação máxima.

Palavras-chave: teoria monetária; demanda por moeda; preferência pela liquidez.

ABSTRACT

The interpretation suggested in the present study emphasizes the broad character of liquidity preference theory, namely, as a theory of asset choice and pricing in general. To this end, the thesis starts with the explanation of the motives to demand money, as well as the connections between these motives and the uncertainty that permeates the economic environment. Looking for the peculiarity of liquidity preference theory, as distinct from an alternative theory of demand for money, the thesis discusses the determination of the interest rate as a result of these motives, highlighting the expression of money as an asset and the fact that monetary yields are earned by whoever is willing to part with money and hold securities, all this with the basket of assets restricted to these two. Lastly, the thesis abandons this dichotomic world of money and only one other asset, and, on the basis of the same defining fundamental principle, arrives at asset choice and pricing in general, with the result that liquidity preference theory assumes its most general form.

Keywords: monetary theory; money demand; liquidity preference.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	1
2. DEFINIÇÕES PRELIMINARES.....	5
2.1. Moeda.....	5
2.2. Liquidez.....	6
2.3. Entesouramento.....	8
2.4. Incerteza.....	9
3. DEMANDA POR MOEDA.....	13
3.1. Motivos para demandar moeda.....	13
3.2. Incerteza e motivos para demandar moeda.....	24
3.3. Liquidez, incerteza e flexibilidade.....	31
Apêndice ao capítulo 3 - Algumas observações acerca das relações entre demanda por moeda e incerteza na literatura econômica.....	38
4. PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ.....	51
4.1. Entesouramento <i>versus</i> propensão a entesourar.....	51
4.2. Equilíbrio estacionário <i>versus</i> equilíbrio móvel.....	54
4.3. Demanda por moeda e preferência pela liquidez numa representação diagramática.....	56
4.4. Teoria da preferência pela liquidez <i>da</i> taxa de juros.....	60
4.4.1. Motivos para demandar moeda e teoria da preferência pela liquidez <i>da</i> taxa de juros.....	65
4.4.2. Alguns desdobramentos relacionados.....	75
4.5. Demanda por moeda e preferência pela liquidez: uma breve comparação taxonômica.....	77
4.6. Preferência pela liquidez como escolha e precificação de ativos em geral.....	82
4.6.1. Origem da análise das taxas próprias de juros.....	87
4.6.2. Equilíbrio na análise das taxas próprias de juros.....	89
Apêndice ao capítulo 4 – Alguns exercícios em torno da noção de equilíbrio na teoria da preferência pela liquidez.....	92
5. CONCLUSÃO.....	109
REFERÊNCIAS.....	115

1. INTRODUÇÃO

Uma questão recorrente em teoria monetária diz respeito à justificativa para a manutenção de moeda por parte dos diversos agentes econômicos, além da necessária para a realização de transações, como uma intermediária das trocas, esta razão sendo um dos poucos pontos pacíficos acerca da demanda por moeda. Apesar de a exposição padrão das funções da moeda incorporar também seu emprego enquanto reserva de valor, foram poucos os teóricos a explicitarem plenamente o caráter de ativo que a moeda possui, e mais, de um ativo que nos traz uma proteção não encontrável em nenhum outro contra o incerto devir econômico.

Também a explicação concernente ao fato da moeda render um prêmio a quem se dispõe a abdicar de sua posse, traduzido na elucidação do que origina a taxa de juros, teve que aguardar por muito tempo, ao longo do qual uma série de hipóteses tentativas sobre este fenômeno que constitui o fundamento de uma teoria da moeda pareceu não lograr êxito, e mesmo as de maior aceitação tiveram que esperar o desnudar total de suas fraquezas até a exposição de Keynes na *Teoria Geral*.

São esses os dois pontos centrais aqui debatidos: o da moeda como um ativo e o da explicação para a taxa de juros a partir da liquidez; e são esses que nos possibilitam suplantar um cenário construído em elevado nível de abstração, o qual os teóricos sempre devem ser capazes de construir, mas também de abandonar, e atingir um outro menos intangível, que incorpora uma diversidade de ativos, mas, não obstante, se comporta seguindo os mesmos fundamentos da pintura mais abstrata.

Toda a exposição constante deste estudo gira em torno da teoria da preferência pela liquidez de Keynes. No entanto, antes de explicitarmos a compreensão desta teoria, faz-se necessário percorremos o caminho que desvela os motivos que levam alguém a demandar moeda, aqui caracterizados como ponto de partida para um entendimento mais amplo da teoria da preferência pela liquidez, tratando também das conexões entre esses motivos e a incerteza que permeia o ambiente econômico; passa pela determinação da taxa de juros em decorrência destes motivos, ainda num mundo dicotômico em que a escolha de ativos se resume à efetuada entre a moeda e um outro ativo; e chega, finalmente, à escolha e precificação de ativos em geral, onde a teoria da preferência pela liquidez adquire sua representação máxima.

Ainda como um pré-requisito à análise do objeto mesmo do presente estudo, fazem-se inevitáveis algumas definições preliminares sobre conceitos como moeda, liquidez,

entesouramento e incerteza, sem que isso implique total ausência de definições complementares no restante do texto, ou ainda que as definições aqui adotadas tenham alguma pretensão de serem tomadas como únicas, consensuais ou corretas. Este será o desiderato do próximo capítulo.

Nos capítulos seguintes, o caminho acima descrito será realizado, iniciando pelo tratamento da demanda por moeda em Keynes e pela ligação desta com a incerteza, o que constará do terceiro capítulo e de um apêndice referente. Este capítulo está baseado na exposição dos motivos para demandar moeda, para a qual também são acessados controvérsias e desdobramentos relativos aos motivos, bem como a conexão destes com a incerteza. De um ponto de vista mais histórico, e sem correspondência necessária com os motivos para demandar moeda, serão expostas, no apêndice relativo ao terceiro capítulo, algumas relações entre incerteza e demanda por moeda na literatura econômica, o qual, entretanto, também nos ajuda a preencher algumas lacunas abertas neste capítulo. Serão tratadas ainda, no corpo do capítulo, as tentativas de união entre liquidez, flexibilidade e incerteza.

Dando mais um passo no desenvolvimento da idéia de que a teoria da preferência pela liquidez em Keynes consiste num caso mais geral para sua abordagem para a demanda por moeda, a primeira seção do quarto capítulo tratará da preferência pela liquidez buscando uma diferenciação da demanda por moeda a partir do entendimento de que a primeira se relaciona com o conceito de propensão a entesourar, ao passo que a última trata do entesouramento enquanto montante. Alternativamente, podemos identificar a teoria da demanda por moeda como aquela em que os laços entre os motivos para se demandar moeda e a taxa de juros se dão de tal modo que a causalidade deve ser explicitada exclusivamente partindo da taxa de juros para a demanda por moeda (entesouramento), enquanto que no caso mais geral, estes laços compõem uma via de mão dupla (propensão a entesourar).

Seguindo a interpretação de Kregel (1976), proporemos ainda, na seção seguinte, uma outra forma de separar estas duas contribuições teóricas complementares, a saber, através da distinção entre um modelo de equilíbrio estacionário e um de equilíbrio móvel, no que admitimos que a demanda por moeda se enquadra numa representação de equilíbrio estacionário, enquanto a preferência pela liquidez se insere no caso mais geral de equilíbrio móvel.

Nesse ponto deverá estar claro que a especificidade da teoria da preferência pela liquidez reside na precificação dos ativos outros que não a moeda, e não na ampliação do escopo da escolha de ativos, sendo que a teoria da preferência pela liquidez *da* taxa de juros caracteriza o

caso mais elementar, com apenas dois ativos, que pode ser generalizado para a escolha e precificação de ativos em geral a partir dos mesmos princípios básicos. Deste modo, a exposição da teoria da preferência pela liquidez *da* taxa de juros precederá a discussão da escolha e precificação de ativos em geral, realizada a partir do capítulo 17 da *Teoria Geral*, a qual consiste no caso extremo para a teoria da preferência pela liquidez. Ao fim do quarto capítulo, portanto, estará delineada a concepção mais ampla de que podemos entender a passagem da demanda por moeda para a preferência pela liquidez como um incremento em graus de generalidade – do caso mais simples de escolha entre dois ativos, para o mais complexo de escolha e precificação de ativos em geral.

No apêndice relativo ao quarto capítulo serão realizadas algumas ilustrações dos processos de ajustamento de *portfolio*, com a divisão pertinente entre preços e quantidades, a partir de exercícios que utilizam os conceitos relevantes para a teoria da preferência pela liquidez e enfatizam a peculiar noção de equilíbrio envolvida, sendo que esses são ministrados, mais uma vez, paulatinamente, de modo a deixar claro que o caso de dois ativos possui todas as características básicas necessárias à generalização para n ativos.

Tal caminho, todavia, não poderia ser percorrido sem percalços, sem que adentrássemos em terrenos pantanosos que nos arrastam para confrontações diretas com alguns pontos da literatura desenvolvida após Keynes, em grande medida, podemos dizer, sem um acerto de contas com parte da literatura pós-keynesiana. No entanto, são acessados também debates travados pelo próprio Keynes em defesa de suas obras, com destaque para os ocorridos com Dennis Robertson e Bertil Ohlin, na década de 1930, e ainda desdobramentos relacionados (no que tange aos aspectos monetários das obras de Keynes) efetuados por autores da chamada síntese neoclássica, a exemplo das contribuições de Franco Modigliani, Alvin Hansen e James Tobin, para não mencionarmos as de autoria de John Hicks, que se misturam aos debates travados por Keynes, referidos acima.

No que concerne à literatura pós-keynesiana, adotamos uma postura um tanto crítica (desde dentro, alguém poderia acrescentar), não por julgarmos equivocado tudo o que foi construído até então – o que, aliás, pode ser constatado a partir das diversas referências positivas a autores ligados a essa corrente –, mas por considerarmos que alguns esforços estão sendo, por vezes, despendidos em direções pouco promissoras, de modo a enfatizarem lacunas que, ao invés de ansiarem por preenchimento, necessitam, sim, de explicação para sua *raison d'être*. Tal é o

caso, como veremos, para a conveniência da exposição da teoria da preferência pela liquidez nos termos de uma moeda exógena, não significando que a mesma perde seu sentido ao transportarmos-la para um contexto de moeda endógena; ou para a explicação da taxa de juros a partir da liquidez num mundo em que a escolha e precificação de ativos se dão somente entre dois ativos, a qual tem o mérito de tornar clara uma idéia de outro modo bastante complexa, lançando as bases para uma teoria geral da escolha e precificação de ativos.

Em suma, consideramos que uma releitura de alguns pontos da teoria da preferência pela liquidez em Keynes, concomitante a uma leitura crítica de alguns desenvolvimentos posteriores, pode constituir uma tarefa enriquecedora para o próprio aprimoramento das abordagens originadas na tradição pós-keynesiana, dentre as quais algumas correntes se voltaram para o preenchimento de falsas lacunas e se perderam em explicações carentes de substância e críticas dirigidas a pontos particularmente contraproducentes, como as que se apressam em decretar o fim da função de reserva de valor da moeda, mas se esquecem que uma mediação via ativos não-produtivos se faz necessária e deve estar fundada no reconhecimento da moeda como um ativo.

Neste referencial, como não poderia deixar de ser, autores identificados com a vertente pós-keynesiana como Paul Davidson, Hyman Minsky, Jan Kregel, Victoria Chick, Sheila Dow e Fernando Cardim de Carvalho serão largamente mencionados, por servirem de base para várias das idéias aqui apresentadas, acompanhados de outros como Richard Kahn e George Shackle, que, apesar de não se adequarem exatamente a tal denominação de escola de pensamento, constituem referências próximas e indispensáveis para o estudo de alguns pontos cruciais nessa dissertação.

2. DEFINIÇÕES PRELIMINARES

2.1. Moeda

Para os nossos fins, a “resposta convencional” que consiste em definir a moeda pelas suas funções, refletida no aforismo “moeda é o que a moeda faz” (Hicks, 1967: 1)¹, parece-nos bastar. A enumeração clássica das três funções da moeda, meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor², se enquadra bem em nossa perspectiva teórica, sendo que aqui chamaremos de moeda, exceto quando observação em contrário, algo que cumpra (ou possa cumprir) simultaneamente com essas três funções. Estamos utilizando, portanto, a definição de “moeda plenamente desenvolvida” de Hicks (1967: 2), em oposição às diversas formas de “moedas parciais”, as quais cumprem somente uma ou duas daquelas funções³.

As conexões entre as *funções* da moeda e os *motivos* para se demandar moeda, efetuadas também por Hicks (1967) quando da superposição de suas duas tríades, serão discutidas à frente quando tratarmos especificamente da demanda por moeda. No entanto, julgamos necessário explicitar também as “propriedades necessárias de qualquer coisa que tenciona cumprir a definição funcional da moeda” (Davidson, 1978: 145), quais sejam, as “propriedades essenciais” da moeda discutidas por Keynes (1936) no capítulo 17 da *Teoria Geral*: elasticidades nulas (ou negligenciáveis) de produção e substituição.

Por elasticidade nula de produção entende-se a ausência de resposta em termos de volume de mão-de-obra desviado para a produção de moeda frente a um aumento da quantidade de trabalho que esta pode comandar. Assim, é uma propriedade essencial que a moeda não possa ser produzida por iniciativa privada através do aumento do emprego em sua produção, implicando que esta não é “prontamente reproduzível pelo uso de trabalho no setor privado” (Davidson, 1994: 94).

¹ Todas as citações de obras em língua estrangeira correspondem a traduções livres do autor.

² A despeito de algumas possíveis objeções, consideraremos aqui como significando a mesma função, as denominações unidade de conta, medida de valor (como Hicks (1967) parece preferir, nos remetendo sempre a Wicksell) ou, ainda, padrão de pagamentos diferidos. Também reservaremos a possibilidade de utilização alternada, querendo significar a mesma função, das expressões meio de trocas ou meio de pagamentos e reserva de valor ou reserva de riqueza. Tentaremos, na medida do possível, realçar diferentes significados para estas expressões, aqui tomadas como alternativas, somente quando estes se constituírem em pontos fundamentais nas discussões de outros autores. Para tentativas explícitas de diferenciação, ver, por exemplo, Sawyer (2003).

³ Na definição de *As duas tríades*, Hicks (1967) parece não abrir mão desta perspectiva em que a “moeda plena” é definida pelo cumprimento das três funções; todavia, em obra posterior, este considera que ser reserva de valor “não é uma propriedade distintiva da moeda como tal” (Hicks, 1989: 42), o que o leva a admitir que se o “dinheiro é um padrão de valor assim como um meio de pagamento, logo este é plenamente moeda” (*ibid*: 52). Para uma outra definição da moeda pelas suas funções, explicitando as de meio de trocas e reserva de valor, ver Gilbert (1953: 147).

A “segunda *differentia*” da moeda, a nulidade de sua elasticidade de substituição, consiste na idéia de que aumentos em seu valor de troca não se refletirão em “fugas” da moeda em direção a outros ativos. A qualificação de Davidson (1978: 145) com relação a esta segunda propriedade essencial pode ser expressa num complemento da sentença anterior: não se refletirão em “fugas” da moeda *como reserva de valor* em direção a outros ativos *com alta elasticidade de produção*. Keynes (1936: 231) enuncia essa propriedade como decorrente da “peculiaridade da moeda de que sua utilidade é derivada somente do seu valor de troca, tal que ambos sobem e descem *pari passu*”; a interpretação de Lerner (1952: 184) pode nos fornecer um bom esclarecimento nesse ponto:

“Uma vez que um aumento no preço da moeda (i.e., em seu poder de compra) é ao mesmo tempo um aumento proporcional no montante de liquidez que uma unidade da mesma rende, a eficiência marginal de reter moeda não é afetada, e não há tendência à substituição para retenção de outros ativos”⁴.

Nas palavras de Davidson (1978: 144-145), essas são as “propriedades fundamentais e peculiares que são necessárias para cumprir as duas igualmente importantes funções da moeda, a saber, um meio de troca geralmente aceito, e uma reserva de valor”⁵. Deste modo, satisfeitas as condições para que algo funcione como moeda, voltamos a reafirmá-la como definida por suas funções e nos dedicaremos nesse ponto ao conceito de liquidez, o que nos habilitará a reconhecer a moeda como liquidez *par excellence*.

2.2. Liquidez

O conceito de líquido em economia, no sentido de “realizável com segurança, prontamente e sem perdas” (Keynes, 1930b: 59), parece de fato ter origem no *Tratado sobre a moeda*, conforme defendido por Hicks (1962, 1989). Este conceito já nasce, todavia, num contexto de comparação sobre qual seria a alternativa *mais* líquida, sendo que sempre que nos referimos à liquidez estamos pensando em termos relativos, com referência a alguma coisa.

Ainda seguindo Hicks (1962, 1974, 1989), a própria idéia de “realizável” significa convertível em moeda, de modo que qualquer ativo se torna líquido, inicialmente, se pode ser

⁴ Para este autor a “eficiência marginal de reter qualquer ativo é o benefício a ser derivado, na margem, pela posse (de uma unidade adicional) do ativo” (Lerner, 1952: 172).

⁵ A função de unidade de conta é subjacente à análise de Davidson (1978, 1994), esta precedendo todas as outras e se constituindo no alicerce de uma economia monetária. Tal ênfase nesta função e uma idéia de primazia da mesma podem ser encontradas no primeiro capítulo do *Tratado sobre a moeda*, no qual Keynes (1930a: 3) afirma que a “moeda própria no sentido pleno do termo somente pode existir em relação à moeda de conta”, esta última sendo “o conceito principal de uma teoria da moeda”.

convertido em moeda, a qual representa a forma mais abstrata possível de riqueza; quanto mais “prontamente”, no sentido da ausência de entraves a essa conversão, e “sem perdas”, relativamente à manutenção do seu valor em moeda, mais líquido é este ativo. Na interpretação de Davidson (1994: 49, grifos no original): “*Liquidez* significa a habilidade de cumprir obrigações contratuais quando estas são devidas. *Moeda* é, por definição, a coisa que legalmente quita todas as obrigações contratuais. Moeda é, portanto, o ativo líquido *par excellence*”.

Obviamente existe uma vasta gama de ativos que preenchem os requisitos para serem considerados de elevada liquidez; todavia, tomando a moeda como a própria liquidez, a possibilidade de realização imediata e sem perdas deve ser vislumbrada apenas como uma aproximação, um estado idealizado em que um ativo, além de gerar rendimentos pecuniários, se apresentaria como um receptáculo perfeito para transportar riqueza ao longo do tempo. Por outro lado, há que se considerar que, em geral, todos os ativos possuem alguma convertibilidade (variando com relação ao “prontamente e sem perdas”), de modo que a liquidez de um ativo não deve ser observada pela sua ausência ou presença, mas interpretada como uma questão de grau.

Qualquer que seja o invólucro, deve-se destacar, contudo, que a “liquidez não é uma qualidade natural, mas resulta da criação de instituições específicas de mercado” (Carvalho, 1999: 133). Neste particular, Davidson (1994: 49-51) destaca a existência de um *market maker*⁶ como pré-requisito para um mercado organizado, sendo o grau de liquidez de um ativo dependente da “organização e regularidade” do mercado em questão, o qual reflete as “regras operacionais” adotadas pelo *market maker* em dado momento, condicionadas pelas “práticas sociais e instituições” vigentes⁷. “Para possuir liquidez, precisa existir um mercado à vista contínuo e bem-organizado para o ativo” (Davidson, 1978: 62).

Portanto, o fato de um ativo (financeiro ou não) carregar consigo maior ou menor grau de liquidez não reflete essencialmente características inerentes ao mesmo. Nestes termos, devemos reconhecer o caráter institucional da liquidez, traduzido de forma semelhante por Orléan (1999: 32): “A liquidez é o produto de uma invenção institucional: os mercados financeiros organizados”.

⁶ “Um *market maker* é definido como alguém [ou uma instituição] que declara publicamente uma disposição para agir como um comprador ou vendedor residual para assegurar a regularidade se uma mudança abrupta e disruptiva ocorrer” (Davidson, 1994: 49). Para menções acerca dessa idéia em obra anterior, ver, por exemplo, Davidson (1978: 61, 63, 319).

⁷ “A concepção do que contribui para a ‘liquidez’ é em parte vaga, se alterando de tempos em tempos, e dependente das práticas sociais e instituições” (Keynes, 1936: 240).

Este último autor, apesar de iniciar sua análise focando na capacidade dos mercados (particularmente os financeiros) por si mesmos gerarem liquidez⁸, afirma posteriormente (*ibid*: 130-131) que a liquidez dos títulos é proveniente de sua capacidade de serem convertidos em riqueza abstrata e, por isso, depende da garantia do banco central, repousando em sua convertibilidade à moeda central. Considera, portanto, “a liquidez como o produto de um duplo processo de garantia exógena e confiança endógena” (Orléan, 1999: 134). Assim, a despeito de não termos como objetivo especificar os canais institucionais através dos quais se define a liquidez de um ativo, devemos observar que reconhecer o caráter institucionalmente determinado da liquidez não implica desconsiderar o papel do Estado e a característica de um sistema que se baseia na moeda emitida pela autoridade monetária.

2.3. Entesouramento

O conceito de entesouramento (*hoarding*), apesar de ser mormente utilizado com relação à moeda, também pode ter seu significado estendido para qualquer ativo, e consiste na simples equiparação com a idéia de encaixes efetivamente retidos (nos termos de Hansen (1949: 43, grifos no original) para a moeda, “*actual cash holdings*”). A necessidade de fazermos tal ressaltado provavelmente será aclarada quando da discussão acerca da preferência pela liquidez, na qual o conceito de *entesouramento* será posto frente ao de *propensão a entesourar*, e onde as implicações destas diferentes definições deverão ser evidenciadas.

Na ausência de outras justificativas, a simples observação de que Robinson (1938) dedica um artigo à enumeração de seis diferentes sentidos em que “entesouramento” poderia estar sendo utilizado já nos pareceria suficiente, tendo em vista a tentativa de evitar comunicações cruzadas também a este respeito. Estamos tomando, portanto, a segunda das definições trazidas por esta autora: ““um aumento no entesouramento” pode significar um aumento no montante efetivo de moeda retido pelo público” (Robinson, 1938: 231).

Trataremos ao longo dessa dissertação, no que tange especificamente às retenções de moeda, de uma idéia de entesouramento pensada de modo a abranger os encaixes retidos para finalidades transacionais, o que faz necessário que tenhamos em mente alguma noção de saldos médios para transações, dentro de um período de renda qualquer, contrária à noção de estoques

⁸ “A liquidez repousa somente na vontade da comunidade financeira de se organizar em mercado com a intenção de transformar suas apostas individuais de retornos incertos em um valor imediatamente disponível.” (Orléan, 1999: 33). Deste modo, chega a considerar o mercado como “um conjunto de regras que produzem a liquidez” (*ibid*: 34).

de fim de período, a qual se ajusta melhor ao conceito de encaixes ociosos (Chick, 1983: 197), comumente os únicos considerados numa definição de entesouramento. A perspectiva aqui adotada é justificável, como veremos, nas bases de uma visão que considera os saldos retidos (temporariamente) para transações, e as alterações nas práticas de pagamentos e recebimentos a estes concernentes, como passíveis de influenciar a determinação da taxa de juros, sendo, portanto, inseparáveis dos princípios mais gerais da teoria da preferência pela liquidez.

2.4. Incerteza

Iniciemos aqui tratando a incerteza de maneira um tanto imprecisa, conjecturando que a mesma se refere ao desconhecimento do desdobramento dos acontecimentos, uma vez que “nosso conhecimento do futuro é instável, vago e incerto” (Keynes, 1937a: 213) e que devemos levar em conta essa falta de conhecimento, tal qual expresso por Keynes num trecho já repetido à exaustão na literatura pós-keynesiana:

“Por conhecimento ‘incerto’, deixe-me explicar, eu não tenciono meramente distinguir o que é dado como certo do que é somente provável. O jogo de roleta não está sujeito, neste sentido, à incerteza; nem está a perspectiva de um título [da rainha] Vitória ser descontado. Ou, ainda, a expectativa de vida é somente levemente incerta. Mesmo as condições climáticas são somente moderadamente incertas. O sentido em que estou usando este termo é de que a perspectiva de uma guerra européia é incerta, ou o preço do cobre e a taxa de juros daqui a vinte anos, ou a obsolescência de uma nova invenção, ou a posição dos proprietários privados da riqueza no sistema social em 1970. Sobre esses assuntos não há bases científicas sobre as quais formar qualquer probabilidade calculável que seja. Nós simplesmente não sabemos” (Keynes, 1937a: 213-214).

É partindo daí que a definição de Lawson (1988: 48, grifos no original), como diversas outras, associa a incerteza com a “ausência de conhecimento probabilístico”. Mas, seguindo Dequech (2000a), devemos também notar que não é suficiente associarmos a incerteza somente com o desconhecimento das probabilidades (como a usual distinção entre risco e incerteza). A tipologia tripartite de Lavoie (1992: 43-44, grifos no original) pode nos ajudar a aclarar esse ponto, bem como estabelecer bases de comparação necessárias à distinção entre definições tenuemente separáveis:

- “1. Há *certeza* quando cada escolha invariavelmente leva a um resultado específico, cujo valor é conhecido.
2. Há *risco*, ou equivalência à certeza, quando cada escolha leva a um conjunto de resultados possíveis específicos, cujo valor é conhecido, cada resultado estando associado com uma probabilidade específica.
3. Há *incerteza* quando a probabilidade de um resultado é desconhecida, quando o valor de um resultado é desconhecido, quando os resultados que podem possivelmente provir de

uma escolha são desconhecidos, ou quando o espectro de escolhas possíveis é desconhecido”.

Dentre as diversas possibilidades subsistentes de separação do conceito de incerteza que emerge desta tipologia (três, segundo o próprio autor), há margem para várias nuances de incerteza forte (considerando-se risco como correspondente à incerteza fraca)⁹, a exemplo do conceito de ambigüidade e, no outro extremo, do conceito de incerteza fundamental, tal como apresentado por Dequech (2000a). Nas palavras de Lavoie (1992: 44):

“Há finalmente o que alguém poderia chamar de incerteza fundamental, onde o indivíduo ignora os cursos possíveis da ação ou a amplitude dos futuros estados do mundo. Esta forma de incerteza leva a probabilidades desconhecidas, ou ao que Keynes e outros chamam probabilidades não-mensuráveis. [...] Isso é o que os pós-keynesianos pretendem dizer quando falam de incerteza fundamental ou genuína, ou de incerteza knightiana ou keynesiana”.

Como uma pequena qualificação rumo à definição aqui adotada, podemos ainda citar a diferenciação proposta por Dosi e Egidi (1991) entre os conceitos de incerteza substantiva e procedimental, derivados de suas contrapartes em termos de racionalidade propostas por Simon. Esta explicação parte das origens da incerteza ligadas a dois tipos de imperfeição (*incompleteness*): (1) imperfeição do conjunto informacional, significando isso a falta de todas as informações que poderiam ser necessárias para a tomada de decisão com resultados seguros, e; (2) imperfeição do conhecimento, a qual se refere às limitações das capacidades cognitivas e computacionais dos agentes. A primeira é geradora da incerteza substantiva, enquanto a última é fonte da incerteza procedimental.

O que necessitamos daí reter é que trataremos em todo o texto de um tipo de incerteza forte ligada à substantiva, considerando que, mesmo que as capacidades cognitivas dos agentes fossem ilimitadas, restaria ainda uma incerteza relacionada à falta de informações¹⁰ que não somente “podem ser desconhecidas no momento da decisão, mas podem ser de fato não-conhecíveis” (Carvalho, 1988: 75). De acordo com Dequech (1999: 415-416, grifos no original), a idéia de “incerteza fundamental

⁹ Devemos notar que também é insuficiente equipararmos risco à incerteza fraca, uma vez que, de acordo com Dequech (2007), podemos admitir que o conceito de incerteza fraca é passível de ser dividido em risco knightiano e incerteza de Savage, estando, grosso modo, essas subdivisões ligadas à idéia de a ação dos indivíduos estar condicionada a probabilidades objetivas ou subjetivas, respectivamente, apesar de em ambos os casos formar-se uma distribuição de probabilidades única, aditiva e plenamente confiável.

¹⁰ Nas palavras de Davidson (1995: 108), na perspectiva de uma realidade transmutável: “mesmo se os agentes tiverem a capacidade de processar as informações de mercado concernentes aos resultados passados e correntes, os dados de mercado existentes não os ajudarão a prever confiavelmente o futuro”. Logicamente a assertiva inversa também poderia ser formulada: mesmo que todas as informações fossem obteníveis, restaria uma incerteza ligada às falhas cognitivas e computacionais. No entanto, ressaltamos que o foco aqui adotado está na incerteza substantiva. A despeito de uma possível controvérsia, devemos notar que Dosi e Egidi (1991: 151) consideram que “incerteza substantiva forte estará sempre associada com incerteza procedimental”.

se refere a situações nas quais pelo menos alguma informação essencial sobre eventos futuros *não pode ser conhecida no momento da decisão* porque essa informação não existe e não pode ser inferida de qualquer conjunto de dados existente”.

Deste modo, já nos é possível definir um conceito de incerteza fundamental baseado na idéia de que é inexequível conhecermos *ex ante* a lista de todos os eventos possíveis, ou seja, os estados do mundo não estão predeterminados, uma vez que não temos um conjunto exaustivo do que pode vir a ocorrer no futuro¹¹. Devemos ressaltar que esta definição não é de forma alguma redutível a conceitos mais fracos de incerteza, como já largamente realçado pela escola pós-keynesiana:

“Quando os resultados futuros ou escolhas são desconhecidos, isto é, quando o conjunto de alternativas conhecidas não é exaustivo, o princípio da razão insuficiente [princípio da indiferença] não pode ser aplicado e, portanto, situações de incerteza não podem ser reduzidas àquelas de risco” (Lavoie, 1992: 49).

Uma descrição bastante ilustrativa do ambiente econômico em que vivemos, em verdade equivalente às que retratam um ambiente imerso em incerteza fundamental, nos é fornecida por Davidson (1983, 1988, 1991b, 1994), através de sua distinção entre processos ergódicos e não-ergódicos. Em seus termos:

“Se o processo estocástico é *ergódico*, então para uma realização infinita, as médias temporais e espaciais irão coincidir. Para realizações finitas de processos ergódicos, as médias espaciais e temporais tendem a convergir (com probabilidade de um). O axioma da ergodicidade presume que médias espaciais ou temporais calculadas de dados do passado são estimativas confiáveis da média espacial que irá existir para qualquer data futura específica” (Davidson, 1994: 90, grifos no original)¹².

Partindo daí, Davidson (1988: 332, grifos retirados) admite que a “incerteza sobre relações futuras pode ser definida em termos da ausência de processos ergódicos dominantes”, ou seja, tratando o ambiente econômico em que vivemos como um mundo não-ergódico, sujeito a mudanças estruturais imprevisíveis, estamos tratando também de um mundo permeado pela incerteza fundamental.

Para encerrar essa definição preliminar de incerteza, devemos notar que a necessidade de fazê-la advém tanto da importância deste conceito na obra de Keynes, quanto da centralidade do

¹¹ Apesar de adotarmos aqui o conceito de incerteza fundamental, tal como apresentado por Dequech (1999, 2000a), e também aceitarmos a alternativa de Davidson (1983, 1988, 1991b, 1994) baseada na não-ergodicidade, devemos observar que não é somente na escola pós-keynesiana que podemos encontrar definições adequadas aos nossos propósitos. Este conceito nos parece facilmente identificável com o de incerteza substantiva forte, de acordo com a denominação de Dosi e Egidi (1991), de incerteza estrutural, como utilizado por Langlois (1994: 118), e ainda com o de incerteza genuína, como o descrito por O’Driscoll e Rizzo (1996).

¹² Para uma afirmação similar, apesar de um pouco mais aprofundada, consultar Davidson (1988: 331).

mesmo em nossa incursão posterior sobre os motivos que podem levar alguém a demandar moeda. Sendo assim, retornaremos a algumas questões relacionadas ao discutirmos as ligações entre moeda e incerteza, que constituem pontos-chave na economia pós-keynesiana. De acordo com Minsky (1975: 57), “para entender Keynes é necessário entender sua sofisticada concepção sobre incerteza, e a importância da incerteza em sua visão do sistema econômico. Keynes sem incerteza é algo como *Hamlet* sem o príncipe”¹³.

¹³ Somando-se a isso a provocação de Kregel (1985), que, dez anos depois, sugere ser a macroeconomia de Cambridge sem moeda algo como Hamlet sem o príncipe, o quadro para a profícua discussão sobre as ligações entre moeda e incerteza parece se delinear.

3. DEMANDA POR MOEDA

3.1. Motivos para demandar moeda

Seguindo o tratamento habitual dispensado à demanda por moeda keynesiana, destacaremos brevemente os motivos para se demandar moeda, os três presentes na *Teoria Geral* acrescidos do motivo *finance*, introduzido por Keynes nos debates travados na defesa desta obra, particularmente o realizado em resposta aos comentários de Ohlin, no ano de 1937.

Quanto ao motivo transação, “que pode ainda subdividir-se em motivo-renda e motivo-negócios” (Keynes, 1936: 195), nos referimos às idéias clássicas da necessidade de moeda para transações correntes e para cobrir os intervalos entre pagamentos e recebimentos, ambas encontradas na *Teoria Geral* e tratadas aqui indistintamente, apesar de alguns autores considerarem que são, conceitualmente, duas coisas diferentes¹⁴. Por se constituir em um motivo (que, na visão de Hicks (1967), nem mereceria esse título por ser uma demanda não-voluntária por moeda – “aceitação passiva de moeda” para Tsiang (1980: 475)) amplamente consentido, tanto à época quanto na maior parte das formulações atuais sobre demanda por moeda (parcial), não nos deteremos, neste momento, em discuti-lo.

Relativamente ao motivo precaução, podemos perceber uma grande similaridade entre as assertivas de que “ele [o detentor de moeda] pode dar importância à estabilidade do valor monetário de suas poupanças [*savings*] e para a possibilidade de converter isso em dinheiro [*cash*] prontamente” (Keynes, 1930a: 31), trazida na definição dos *savings deposits* do *Tratado sobre a moeda*, e de que o motivo precaução vislumbra “o desejo de segurança com relação ao equivalente do valor monetário futuro de certa parte dos recursos totais” (Keynes, 1936: 170), conforme explicitado na *Teoria Geral*¹⁵. Keynes (1936: 196) identifica ainda o motivo precaução com os seguintes: “atender às contingências que exigem despesas inesperadas e às oportunidades imprevistas de realizar compras vantajosas, e também conservar um ativo de valor fixo em termos monetários para honrar uma obrigação ulterior estipulada em dinheiro”.

¹⁴ A primeira formulação é tida como derivada da abordagem de Fisher para a Teoria Quantitativa da Moeda, enquanto que a segunda é identificada com a abordagem de Cambridge. De fato, se tomássemos, por exemplo, as observações de Hansen (1949) acerca do foco de Marshall nos encaixes *desejados*, contrário ao de Fisher nas transações efetuadas, chegaríamos a resultados bastante diferentes. O corte aqui efetuado, no entanto, nos faz adiar tal discussão para o próximo capítulo.

¹⁵ A partir dessas definições, não parece sem justificativa o fato de Hicks (1967: 37) considerar a demanda precaucional como demanda por liquidez *par excellence*. Uma recente exposição sobre as conexões entre o *Tratado* e a *Teoria Geral* nesse particular foi realizada por Macedo e Silva (2007).

Trazendo observações interessantes quanto ao motivo precaução, Chick (1983: 196) ressalta que os saldos precaucionais são mantidos somente por “aqueles cujas rendas mais que parcamente cubram suas despesas” e que, “curiosamente, a versão da demanda precaucional dos livros-texto tipicamente dá como exemplo de inesperado algo como contas de hospital, enquanto Keynes enfatizou o desiderato de se ter dinheiro extra para levar vantagem em barganhas fortuitas”¹⁶.

Vale lembrar que esses dois motivos até então expostos são tratados formalmente na *Teoria Geral* como dependentes somente da renda, isto é, “são supostos absorver uma quantidade de moeda que não é muito sensível a mudanças na taxa de juros como tal, à parte de seus efeitos sobre o nível de renda” (Keynes, 1936: 171), e que, nesta obra, Keynes deu mais ênfase ao motivo especulação do que aos motivos transação e precaução, por interpretar que este “requer um estudo mais detalhado que os outros, tanto porque é menos satisfatoriamente compreendido, como porque é particularmente importante na transmissão dos efeitos de uma *variação* na quantidade de moeda” (*ibid*: 196, grifos no original).

O motivo especulação pode ser identificado com a atividade de tentar prever melhor do que o mercado qual será a taxa de juros no futuro sob o “propósito de obter lucros por saber melhor do que o mercado o que o futuro trará” (*ibid*: 170). Num contexto em que podemos escolher apenas entre moeda e títulos, o motivo especulativo operará no sentido da escolha por moeda se existir uma crença (baixista) numa redução futura do preço dos títulos, ou, alternativamente, num aumento futuro da taxa de juros¹⁷. Deste modo, assume-se que o motivo especulação é o que torna a demanda por moeda sensível a variações da taxa de juros:

“a demanda por moeda para satisfazer os motivos anteriores [transação e precaução] é, em geral, insensível a qualquer influência, excetuando a ocorrência de uma alteração efetiva na atividade econômica geral e no nível da renda; ao passo que a experiência indica que a demanda por moeda agregada para satisfazer o motivo especulação comumente mostra uma resposta contínua a mudanças graduais na taxa de juros, i.e. existe uma curva contínua relacionando mudanças na demanda por moeda para satisfazer o motivo especulativo e mudanças na taxa de juros como determinadas por mudanças nos preços de títulos e débitos de várias maturidades” (Keynes, 1936: 197).

¹⁶ Digna de nota é a observação de que a ênfase nessa parte do motivo precaução pode ser encontrada em Marshall (1923: 44), o qual considera que se um indivíduo utilizasse quase totalmente a moeda que comanda, poderia “falhar em levar vantagem de uma boa barganha que ocorresse ao seu alcance”. Contrariamente, Hicks (1967: 48) mantém o foco nas despesas emergenciais: “Alguém [...] tem uma demanda precaucional por moeda sempre que tem uma necessidade de liquidez; e a necessidade de liquidez é uma necessidade por um modo de estar coberto contra emergências”.

¹⁷ Fazendo mais um paralelo com o *Tratado sobre a moeda*, tal motivo pode encontrar uma correspondência na seguinte passagem: “ele [o detentor de moeda] pode esperar que outros investimentos provavelmente se depreciarão em valor monetário” (Keynes, 1930a: 31).

E, ainda acerca do motivo especulação, Keynes (1936: 201, grifos no original) acrescenta que

“a *incerteza* sobre o curso futuro da taxa de juros é a única explicação inteligível para a preferência pela liquidez da categoria L_2 [de natureza especulativa] [...] [e que] o que importa não é o nível *absoluto* de r , mas o seu grau de divergência quanto ao que se considera um nível razoavelmente *seguro* de r ”.

Utilizando outra terminologia, o que importa é a divergência entre a taxa corrente de juros e uma taxa “normal” de juros idealizada pelos agentes. De fato, o uso do nível absoluto da taxa de juros em lugar da diferença entre as taxas expostas acima é um dos pontos mais polêmicos nos estudos empíricos sobre a demanda especulativa keynesiana, o que levou alguns autores a condenar o uso da formulação mais simples para a demanda por moeda, que a considera como dependente somente da renda e da taxa de juros, alegando um erro ou simplificação excessiva de Keynes quando da sua exposição na *Teoria Geral*. No entanto, ainda segundo Keynes (1936: 201-202), existem “razões para crer que, para um dado estado de expectativa qualquer, uma baixa de r estará associada a um aumento de M_2 [demanda especulativa]”.

Na interpretação de Chick (1983: 206, grifos no original), “a hipótese das expectativas proposta por Keynes permite que o nível corrente da taxa de juros seja usado como uma *proxy* para as *mudanças* esperadas na taxa, enquanto as opiniões em relação à taxa normal estiverem inalteradas”, isto é, nos termos de Kregel (1976), enquanto operemos num modelo de equilíbrio estacionário, onde o “estado geral de expectativas é mantido constante tal que relações funcionais possam ser especificadas, uma vez que desapontamentos presentes [...] supostamente não têm efeito nas expectativas de longo prazo” (Kregel, 1976: 215). Disso não se pode concluir que a incerteza e as expectativas estão ausentes, mas que, nesse caso, devem permanecer imutáveis para que possamos utilizar a taxa de juros como variável independente. Como Shackle (1967: 221, grifos no original) colocou isso:

“Aqui está ilustrada outra faceta da arte de pensar de Keynes. Uma mudança das expectativas, uma vez que suas possíveis causas e suas possíveis naturezas são infinitamente diversas e além de qualquer resumo, pode ter qualquer efeito que desejemos conceber. Deste modo, a região *analísavel* dos eventos econômicos consiste naquelas cadeias de causa e efeito, ou naquelas estruturas internas da situação, as quais existem na presença de um *dado* ‘estado de expectativas’”.

A despeito de a análise de Kregel (1976) estar centrada nas funções de oferta e demanda agregadas, parece haver uma clara adaptabilidade da mesma ao contexto do motivo especulativo para demandar moeda, como sugere a observação de Chick (1983: 207) de que “a estabilidade suposta da taxa normal necessária à formulação da demanda por encaixes especulativos é uma

correspondente à estratégia analítica de não permitir que as flutuações de curto prazo influenciem as expectativas de longo prazo no lado da produção”.

A partir do exposto até aqui, já nos é possível examinar o que tencionamos tratar como a função de demanda por moeda keynesiana, a qual assume duas diferentes (e independentes) funções de liquidez, “onde L_1 é a função de liquidez correspondente a uma renda Y [...] e L_2 é a função de liquidez da taxa de juros r ” (Keynes, 1936: 199-200).

$$M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r) \quad (1)$$

Portanto, a função de liquidez ligada à renda abarcaria os saldos para transação e precaução¹⁸ e à função de liquidez relacionada à taxa de juros corresponderia a demanda especulativa.

No entanto, a independência estrita destas duas funções de liquidez¹⁹ foi tratada por Keynes apenas como uma primeira aproximação, útil somente neste nível de teorização:

“Embora o montante de dinheiro que um indivíduo decide reter para satisfazer os motivos transação e precaução não seja inteiramente independente do que ele retém para satisfazer o motivo especulativo, é uma primeira aproximação segura considerar os montantes destes dois conjuntos de retenções de dinheiro como sendo basicamente independentes um do outro” (Keynes, 1936: 199).

Apesar de diversos estudos terem sido erigidos a partir dessa função básica de demanda por moeda (e.g. Hicks, 1937; Modigliani, 1944; Hansen, 1949; Laidler, 1970), e de alguns autores (e.g. Patinkin, 1972) considerarem uma das grandes contribuições de Keynes a simples ênfase na idéia (e sua sistematização) de que a demanda por moeda é negativamente relacionada com a taxa de juros²⁰, defenderemos adiante que isso nos coloca apenas a meio caminho da formulação da teoria da preferência pela liquidez, não correspondendo, portanto, a esta.

Na interpretação de Hansen (1949), Marshall (1923) teria antecipado a teoria da preferência pela liquidez ao tratar também da demanda por moeda enquanto ativo, constituindo uma segunda constante marshalliana como proporção do valor dos ativos²¹, a qual se aliará à

¹⁸ Sobre as dificuldades inerentes ao tratamento destes dois motivos aditivamente, estando ambos ligados à mesma função de liquidez, ver Chick (1983: 196-197; 1992: 130-132).

¹⁹ Sobre a postura crítica de Keynes a tais suposições de independência, ver, por exemplo, Keynes (1936: 297-298; 305).

²⁰ “Embora a análise desta dependência dos encaixes monetários quanto aos juros tenha seus antecedentes nos escritos dos economistas neoclássicos, estes economistas não integraram realmente a relação em suas exposições da teoria quantitativa da moeda, e em suas análises da velocidade de circulação em particular. Esta foi de fato uma das principais contribuições de Keynes” (Patinkin, 1972: 135).

²¹ Curiosamente, Hansen (1949) identifica esta parte da demanda por moeda com os motivos especulativo e precaucional de Keynes, chamando-a de segunda função de liquidez, enquanto sabemos que esta função de liquidez em Keynes diz respeito somente aos saldos para especulação: “Marshall também antecipou, em seu *k'A*, a *segunda* função de liquidez de Keynes – as demandas por moeda especulativa e precaucional, ou o que Haberler chamou “preferência pela liquidez propriamente dita””(Hansen, 1949: 55, grifos no original).

tradicional k , que estabelece uma proporção com a renda. (Hansen, 1949: 55-56). Contudo, a despeito desta afirmação, a moeda não se constituiria em Marshall (1923) um ativo passível de especulação, respondendo a variações no valor total dos ativos e não a variações na taxa de juros frente a uma taxa “normal”.

De fato, podemos encontrar na ilustração feita por Marshall (1923: 44) uma relação com o valor das propriedades: “suponhamos que os habitantes de um país [...] achem razoável que vale a pena manter, na média, poder de compra imediato na medida de uma décima parte de suas rendas anuais, juntamente com uma quinquagésima parte de suas propriedades”. Marshall (*ibid*) considera ainda que essa decisão seja tomada “após pesar uma contra a outra as vantagens de um comando imediato adicional, e as desvantagens da aplicação de quantidade adicional de seus recursos em uma forma que não gere qualquer renda direta ou outro benefício”. No entanto, considerar a demanda por moeda como dependente da “riqueza” dos indivíduos, mesmo levando em conta as vantagens relativas de conservá-la em uma forma ou outra, não nos diz muito acerca do “benefício” da liquidez ou do motivo especulativo, ambos introduzidos por Keynes (1936). “Assim, este é um passo *rumo* ao conceito keynesiano, mas não é a mesma coisa” (Hansen, 1949: 55, grifos no original).

Hansen (*ibid*) considera ainda que o próprio Marshall fez pouco uso dessa parte da demanda por moeda, sendo a idéia esquecida por seus seguidores, e ainda que tal parcela, numa “análise de curto prazo [...], pode ser ignorada com a alegação de que esta pode somente variar por um montante pequeno comparado ao estoque total” (Hansen, 1949: 57).

No contexto da dependência da demanda por moeda da taxa de juros, talvez se mostrasse útil introduzirmos o que ficou conhecido como modelo de Baumol-Tobin, cuja tentativa de qualificação visava introduzir uma *rationale* para a influência da taxa de juros na demanda transacional. Partindo de Baumol (1952), devemos notar que este trata a moeda como qualquer outra *commodity*, adaptando a idéia de um estoque ótimo, e, assumidamente, lida somente com o motivo transacional com conhecimento perfeito:

“Estamos aqui interessados em analisar a demanda transacional por moeda ditada pelo comportamento racional, que para os nossos propósitos significa a retenção daqueles encaixes monetários que podem desempenhar seu papel a um custo mínimo. Para abstrair as demandas precaucional e especulativa consideremos um estado em que as transações são perfeitamente previstas e ocorrem *em uma corrente contínua*” (Baumol, 1952: 545, grifos no original).

Considerando custos fixos por movimentação financeira (b), os quais são definidos de forma a incluir quaisquer custos que não os juros, inclusive os que podemos atribuir à iliquidez, uma taxa de juros (i) que tanto pode ser relativa a empréstimos quanto a ganhos financeiros (funcionando como custo de oportunidade), a corrente de transações (T) em unidades monetárias, e o valor (em unidades monetárias) de cada transferência (C), este autor chega, após um procedimento de otimização, à sua famosa equação da raiz quadrada²²:

$$C = \sqrt{\frac{2bT}{i}} \quad (2)$$

Seria C , portanto, o valor ótimo de cada transferência²³, que minimizaria os custos de transação (b) e de oportunidade para a taxa de juros (i). Baumol (1952: 553), ao tratar das conexões desta modelagem com a realidade, admite que tal procedimento de minimização seria impraticável para a maioria das pessoas, com a possível exceção dos “usuários” de dinheiro em larga escala (os quais, este autor enfatiza, podem afetar significativamente a demanda por moeda como um todo), fazendo, no entanto, a ressalva de que mesmo os “pequenos detentores de dinheiro” podem assim proceder instintivamente ou por tentativa e erro (claramente uma hipótese “como se”).

Como ressaltado, Baumol trata resolutamente da demanda por moeda (parcial) transacional, fazendo ainda a importante qualificação de que “com conhecimento imperfeito, todavia, a expectativa de que os pagamentos possam ser acidentados [*lumpy*] pode aumentar a demanda precaucional por dinheiro” (Baumol, 1952: 555).

“O indivíduo de Baumol, ao invés de maximizar seus ganhos de juros deduzidos os custos de transação, minimiza um custo que inclui um encargo de juros sobre seus encaixes monetários médios” (Tobin, 1956: 247). É a primeira opção a tomada por Tobin (1956), apesar das definições de Baumol (1952) serem maleáveis o suficiente para se conformarem a tal interpretação, e esta é uma das diferenças existentes entre os processos de otimização que, em

²² Vale notar que Chambers (1934) desenvolve um experimento conceitual muito semelhante ao realizado por Baumol (1952) quase duas décadas depois, onde estão presentes todos os elementos descritos acima. Gilbert (1953: 152), sem fazer menção ao texto de Baumol (1952) do ano anterior, já destaca a importante e negligenciada contribuição dada por Chambers (1934) também a esse respeito.

²³ Essas transferências devem ser pensadas como a retirada do dinheiro de um investimento (como em Baumol (1952)), mas podem ser mais claramente entendidas a partir de Tobin (1956), que considera explicitamente transferências entre moeda e títulos.

grande medida, acabam por render as mesmas conclusões, apesar de tomarem vias bem diferentes²⁴.

Uma outra diferença destacada por Tobin (1956: 241n) é a seguinte:

“Baumol está interessado principalmente nas implicações de sua análise para a teoria da velocidade de transações da moeda a uma dada taxa de juros, enquanto o foco deste artigo está sobre a elasticidade-juro da demanda por dinheiro a um dado volume de transações”.

No entanto, os resultados formais da elasticidade-juro da moeda por transações podem ser igualmente deduzidos de ambos, apesar desta alegação de Tobin. Este último atribui a Hansen (1949) a idéia da existência de alguma elasticidade-juro para a demanda transacional.

De fato, Hansen (1949: 66-67) afirma explicitamente que a demanda por transações não necessariamente é inelástica aos juros e postula uma elasticidade para taxas suficientemente elevadas, sendo esta demanda transacional basicamente inelástica aos juros para taxas mais baixas. Isso se dá, em sua análise, se supusermos uma situação em que todos os encaixes ociosos já foram drenados para os encaixes ativos, de modo que incrementos nos juros, a partir desse ponto, se realizarão com aumentos na velocidade de circulação (neste caso, para a moeda transacional especificamente). Um nível de encaixes para transação grande o bastante para absorver toda a quantidade de moeda ofertada gera, para este autor, um aumento da velocidade de circulação para qualquer aumento na renda, sendo que uma “taxa de juros maior teria realmente que ser oferecida para induzir *uma utilização mais intensiva* da oferta de moeda limitada” (Hansen, 1949: 66, grifos no original). Deste modo, sua discussão passa a versar sobre a velocidade de circulação da moeda, sendo que juros altos devem estimular um uso mais “intensivo” da moeda para fins transacionais, relação essa que, ademais, havia sido sugerida por Kalecki (1941) alguns anos antes.

Kalecki (1941: 97) parte da idéia de uma “conveniência derivada da unidade marginal de dinheiro na administração das transações”, a qual considera ser “uma função crescente da velocidade de circulação” e fortemente relacionada com a taxa de juros de curto-prazo. Antes de iniciar uma análise empírica dessa conexão, afirma que “podemos dizer que existem bases *a priori* para postular uma conexão entre a taxa de curto-prazo e a velocidade de circulação” (*ibid*), representada por uma “curva J”.

²⁴ “O modelo utilizado no presente artigo é em grande parte o mesmo que o utilizado por Baumol” (Tobin, 1956: 247). O desenvolvimento de Tobin poderia ser qualificado (e o próprio dá a entender isso) como mais rigoroso que o de Baumol, apesar de render resultados similares.

Portanto, é em torno dessa idéia de que ganhos podem ser auferidos se a quantidade de moeda necessária às transações for temporariamente transferida para ativos que rendem juros, ou, alternativamente, de um comportamento voltado a economizar saldos para transação, fazendo-os circular mais rápido, que esses autores conferem alguma elasticidade-juro para a demanda por moeda transacional. Aqui valem as ressalvas feitas por Keynes (e apontadas acima) acerca da independência estrita entre as funções de liquidez. Pois, vale frisar, essa independência é tida como útil “somente como uma primeira aproximação porque a demanda por moeda na circulação ativa também é, até certo ponto, uma função da taxa de juros, uma vez que uma taxa de juros maior pode levar a um uso mais econômico dos saldos ativos” (Keynes, 1937d: 105).

Resta-nos ainda tratar da introdução do motivo *finance* para se demandar moeda. Este motivo está relacionado simplesmente com a demanda por moeda para a realização de algum gasto discricionário planejado para data posterior, em contraposição à necessária para gastos correntes, podendo ser entendido como um desdobramento do motivo transação²⁵. No entanto, como uma dose considerável de controvérsia parece sempre ter cercado este motivo, além do fato deste não ter sido amplamente incorporado na literatura, nos deteremos por um momento no debate que originou esta reflexão por parte de Keynes, bem como em algumas interpretações posteriores.

Talvez seja interessante observar desde já a exposição de Davidson (1978, 1994) que, a partir de sua interpretação deste motivo (Davidson, 1965), relaciona a demanda transacional aos gastos planejados em consumo e investimento, e não à renda corrente, inserindo assim um elemento expectacional *à la finance*, significando isso, em certa medida, uma inversão do que foi dito acima e transformando o motivo transacional num desdobramento do motivo *finance*. Deste modo, fica explícita a afinidade entre esses dois motivos que, em muitos casos, se sobrepõem, tornando difícil a tarefa de separá-los, como veremos a seguir. Apesar de este autor identificar sua interpretação como proveniente do tratamento dado por Keynes ao tema no *Tratado sobre a moeda* e no debate relacionado a tal motivo, esta poderia ser entendida também, curiosamente, como uma radicalização da abordagem apresentada por Ohlin (1937a) no que concerne à natureza *ex ante* das decisões.

Em uma série de dois artigos (que na verdade seriam partes de um único, assim dividido por questões editoriais) publicados no *The Economic Journal* no ano de 1937, Ohlin (1937a, 1937b) faz uma síntese de algumas características da “Escola de Estocolmo”, mostrando

²⁵ “A demanda por moeda para *finance* tem a mesma natureza que a demanda por moeda para transações, isto é, a retenção de saldos monetários para realizar pagamentos quando chegam seus vencimentos” (Carvalho, 1996a: 317).

similaridades e diferenças com a abordagem de Keynes. No primeiro artigo da série, tenta esclarecer a distinção *ex-post* / *ex-ante*, a qual apresentou desdobramentos relevantes para a nossa discussão, mas os aspectos monetários recebem pouca atenção e são mais trabalhados no segundo artigo. Contudo, já dá indícios de que importância especial é dada ao crédito, e que os aspectos monetários *stricto sensu* só receberão atenção quando impactarem nas condições pertinentes a este:

“Exceto quando este último [o sistema monetário e bancário] reage causando uma mudança nas condições de crédito, tem uma influência muito pequena. Não nos parece, portanto, muito prático – apesar de totalmente possível – estudar os processos em termos do que acontece à velocidade da moeda, *i.e.* pelo acompanhamento das unidades monetárias seguindo seu caminho no sistema econômico, no intuito de descobrir se estas são entesouradas ou não” (Ohlin, 1937a: 67-68).

A questão principal durante boa parte do segundo artigo (ponto oito) se refere à determinação da taxa de juros, sobre a qual nos debruçaremos no capítulo seguinte, nos restringindo no presente ao motivo *finance* para demandar moeda, o qual, apesar de ser considerado por alguns como um reconhecimento direto, por parte de Keynes, de uma sugestão feita por Bertil Ohlin (uma concessão, nos termos de Tsiang (1980)), não foi assim originado, sendo que o mais próximo deste que podemos depreender de uma provocação de Ohlin (1937b: 226, grifos no original) é a partir do trecho a seguir:

“É digno de nota que Keynes, que apresentou uma análise tão interessante do desejo de alterar os encaixes monetários e da psicologia do investimento financeiro, *i.e.* a disposição em comprar títulos, ações, etc., por um lado, e deu tão pouca atenção à conexão entre mudanças na produção, renda e poupanças de um lado e à *capacidade* de fazer investimentos financeiros de outro”²⁶.

Não está se afirmando, contudo, que não tenha sido a partir deste debate que o motivo *finance* foi originado, mas que, contrariamente a um “senso comum” neste tópico, tal motivo não foi *diretamente* introduzido por Ohlin e apenas acatado por Keynes. O fato de termos postergado a discussão sobre a determinação da taxa de juros, ponto focal de Ohlin neste debate, também pode nos levar a subestimarmos algumas sugestões, dada a alta complementaridade entre os tópicos, mas, como pretendemos justificar, é uma estratégia expositiva necessária aos nossos próprios propósitos.

²⁶ Pode-se notar que nessa passagem existem considerações tanto do que ficou conhecido como *finance*, quanto sobre o *funding*. Este último receberá pouca atenção aqui mesmo quando da nossa discussão posterior sobre a taxa de juros, apesar de ser um ponto central em outros debates, uma vez que não é encarado como uma fonte de pressão na demanda por moeda, nem como determinante da taxa de juros (apesar de influenciar a precificação dos ativos em geral).

O reconhecimento de Keynes de que as indagações de Ohlin têm fundamento²⁷ e de que as conexões entre uma decisão de investimento e uma retenção *temporária* de moeda deveriam ter ocupado um lugar de destaque na *Teoria Geral* tem uma clara expressão na tentativa de Keynes de desfazer uma “possível fonte de confusão, devida ao fato (que pode merecer mais ênfase do que eu previamente concedi) de que uma *decisão* de investimento (investimento *ex-ante* para o Prof. Ohlin) pode ocasionalmente envolver uma demanda por moeda temporária antes de esta ser executada” (Keynes, 1937b: 246, grifos no original).

Keynes (*ibid*) segue destacando que esta demanda por moeda é “muito distinta da demanda por encaixes ativos que surgirá como um resultado da atividade de investimento enquanto esta está em andamento”. Reafirma então a necessidade de destacar tal motivo e o formula em termos da demanda por moeda de um empresário que toma a decisão de investir²⁸:

“O investimento planejado – *i.e.* investimento *ex-ante* – pode ter que garantir sua “provisão financeira” *antes* do investimento ocorrer; [...] Deve haver, portanto, uma técnica para preencher essa lacuna entre o tempo em que a *decisão* de investir é tomada e o tempo em que investimento e poupança correlatos de fato ocorram” (Keynes, 1937b: 246, grifos no original).

O que está em jogo em tal decisão, entretanto, não é se esse serviço de fornecimento de moeda em antecipação será provido por novas emissões de mercado ou pelos bancos, e sim se este terá impacto na demanda por moeda:

“Mas se ele [o empresário] acumula um saldo monetário antecipadamente (o que é mais provável ocorrer se ele está se financiando por uma nova emissão de mercado do que se ele está dependendo de seu banco), então um acúmulo de decisões de investimento não executadas ou incompletamente executadas pode ocasionar por este período uma demanda especial extra por moeda. Para evitar confusão com o sentido da palavra [crédito] de Prof. Ohlin, chamemos essa provisão antecipada de dinheiro o ‘finance’ requerido pelas decisões correntes de investir” (Keynes, 1937b: 246-247).

Considera, então, que “uma vez que este [*finance*] está sujeito a flutuações próprias especiais, eu teria (agora penso) feito bem em enfatizá-lo quando analisei as várias fontes de demanda por moeda. Este pode ser considerado como estando a meio caminho, por assim dizer, entre os saldos ativos e os inativos” (Keynes, 1937b: 247). Como Carvalho (1996a: 317) interpretou isso:

²⁷ “Ele [Ohlin] me compeliu a atentar para uma ligação importante na cadeia causal que eu negligenciei previamente, e me possibilitou fazer um aperfeiçoamento importante em minha análise” (Keynes, 1937c: 663).

²⁸ Seguindo as comparações com o *Tratado*, “ele [o detentor de moeda] pode achar esse o meio mais conveniente de reter pequenos incrementos de poupança com a intenção de transformá-los em um investimento específico quando estiverem acumulados em montante suficiente; ou ele pode estar aguardando uma oportunidade de empregá-los em seu próprio negócio” (Keynes, 1930a: 32).

“Esta é a mesma razão para explicar qualquer outra demanda por moeda para propósitos transacionais. A distinção entre os dois motivos era que a demanda por *finance* tinha sua lógica própria de flutuação, dependente nesse caso de gastos discricionários como o investimento, enquanto a demanda transacional é tradicionalmente imaginada como caracterizada por um comportamento mais regular”.

Comumente, portanto, o investimento em bens de capital é tido como o tipo mais evidente de gasto não-rotineiro (e, portanto, não propriamente financiado pela renda corrente) e vultoso (excessivo para ser financiado pelos saldos de precaução), características do motivo *finance* em conformidade com a interpretação de Chick (1983: 198). No entanto, esta autora alerta que tal ligação não deve ser feita de maneira tão direta:

“Certos tipos de gastos das famílias deveriam também fazer parte dessa categoria, enquanto o investimento em capital de giro deveria ser excluído por ser rotineiro. É uma aproximação útil, todavia, conectar o motivo *finance* ao investimento planejado contanto que os dois não sejam considerados como idênticos” (*ibid*).

Deste modo, não é necessário que vinculemos tal motivo somente aos gastos de investimento, mas a qualquer gasto discricionário planejado que envolva a necessidade de uma demanda por moeda antes da realização do mesmo, como se pode notar mais claramente num artigo subsequente de Keynes (1937c: 667, grifos no original), em que afirma que “não é necessário escrever “investimento”, uma vez que o mesmo é verdadeiro para *qualquer* produção que tem que ser planejada antecipadamente”²⁹. Assim, o que diferenciaria a demanda por *finance* da transacional seria justamente a ênfase na natureza discricionária dos gastos, uma vez que a demanda por transações englobaria os gastos mais rotineiros e, por isso mesmo, mais suscetíveis de uma aproximação por meio da renda corrente, apesar de compreenderem elementos (mais regulares) de planejamento.

Contentando-nos com o exposto até aqui, o que parece suficiente no contexto que tencionamos identificar com a demanda por moeda, e postergando uma parte deste debate para o capítulo seguinte, poderíamos mesmo considerar que uma nova “função de liquidez” deveria ser incluída na especificação de Keynes para a demanda por moeda³⁰, pois, como vimos, este autor considera o motivo *finance* sujeito a determinações próprias, o que, vale dizer, poderia significar

²⁹ Uma reafirmação ainda mais clara consta de intervenção posterior (Keynes, 1939: 573), na qual podemos encontrar que “não é uma elevação no investimento como tal que requer um aumento imediato nos “fundos disponíveis”, mas uma elevação da produção seja para o investimento ou para o consumo, ou mais estritamente uma elevação na rotatividade das transações para uma finalidade qualquer”. Ver também Carvalho (1997) para uma discussão do motivo *finance* no contexto do processo de formação do capital.

³⁰ Destaca-se aqui que a observação de Wray (2006: 189) de que o “motivo *finance* deveria então ser mantido separado dos três motivos originais para entesourar” só faz sentido no contexto de suas próprias definições de demanda por moeda e preferência pela liquidez (Wray, 1990), às quais retornaremos, realizadas com a intenção de justificar sua abordagem para a moeda endógena.

que, como uma primeira aproximação, uma suposição de independência para outra função de liquidez seria justificável. Assim, a função de demanda por moeda, considerando-se os gastos discricionários planejados (G_{DP}), tornar-se-ia³¹:

$$M = L_1(Y) + L_2(r) + L_3(G_{DP}) \quad (3)$$

Voltando-nos à caracterização do motivo *finance* para reter moeda, fiquemos com as palavras de Carvalho (1996a: 324):

“Keynesianos, portanto, enfatizam que o investimento planejado, como, de fato, qualquer outro gasto discricionário planejado, realmente tende a aumentar a demanda por moeda, uma vez que isso envolve transações a serem completadas numa data futura, e moeda é requerida para tal”.

3.2. Incerteza e motivos para demandar moeda

Alguma referência foi feita acima à explicação do motivo especulativo baseada na incerteza sobre as taxas de juros futuras. Assim, neste momento, nos deteremos numa análise mais acurada sobre o papel da incerteza afetando os motivos para demandar moeda. A noção mais geral, a ser aqui trabalhada, é a que liga os motivos precaução e especulação à incerteza, como poderíamos representar pela afirmação de Possas (1986: 301) de que “é a incerteza incontornável quanto ao futuro dos eventos econômicos que justifica, em última análise, [...] manter riqueza em forma de dinheiro, exceto saldos operacionais vinculados ao “motivo transações” referido por Keynes”.

Alternativamente, como o efetuado por diversos autores, a ligação estabelecida é entre a incerteza e a demanda por moeda como uma reserva de valor. Afinal, como se expressou Hicks na superposição de suas duas tríades,

“Tanto o Motivo Especulativo quanto o Motivo Precaucional são demandas por moeda para entesouramento: demandas por moeda como uma reserva de valor. Existe uma Demanda Especulativa (sob determinadas condições de aversão ao risco) porque a moeda que é retida é também uma ‘medida de valor’. Existe uma Demanda Precaucional (que parece agora estar identificada como sendo a Demanda por Liquidez *par excellence*) porque a moeda que é retida pode ser usada, quando requerida, como um meio de pagamento. As necessidades de transação (como eu preferi chamar isso) originam-se das funções de meio de pagamento e medida de valor; mas esta não é uma demanda por moeda *para entesouramento*. Assim interpretadas, as duas Tríades, depois de tudo, se encaixam” (Hicks, 1967: 37, grifos no original).

³¹ Devem ser ressaltadas as óbvias dificuldades de mensuração inerentes a uma função dos gastos discricionários planejados, as quais não aparecem na formulação original da *Teoria Geral*, que trata de duas variáveis facilmente obtíveis.

Para a análise da ligação entre a incerteza e os motivos para demandar moeda, contudo, é necessário que nos concentremos rapidamente no estudo das relações existentes entre os motivos especulação e precaução, a partir da constatação de que autores da estatura de George Shackle e Richard Kahn entendiam a separação desses motivos como confusa ou desnecessária³², considerando que poderiam constituir mesmo um motivo único.

Iniciemos por Kahn (1954), que destaca a dificuldade em distinguir os motivos precaucional e especulativo para a demanda por moeda, avaliando que, “na prática a distinção é muito obscura” (Kahn, 1954: 81). No entanto, este segue em frente e afirma que

“em princípio o motivo precaucional pode ser dito operar na medida em que algumas pessoas pensem que a taxa de juros seja provável mover-se; o motivo especulativo na medida em que algumas pessoas pensem que, preponderantemente, esta seja provável mover-se em uma direção ao invés da outra” (*ibid*).

Deste modo, a incerteza quanto à taxa de juros se constituiria na explicação para a existência de ambos os motivos, sendo que o motivo especulativo, mero desdobramento do precaucional, se manifestaria a partir da crença de que a taxa de juros se moveria em determinada direção. O motivo precaucional, mais abrangente e sem relação com a direção dos movimentos esperados para a taxa de juros, refletiria somente a avaliação de que esta é suscetível de variações. De maneira não muito diferente, Shackle (1967: 205, grifos no original) trabalha o motivo precaucional como relacionado à dúvida quanto ao comportamento futuro dos preços dos títulos:

“Keynes distinguiu ainda um motivo precaucional. Mas os títulos de um mutuário sólido, quando um mercado quase perfeito para estes títulos existe, são tão capazes quanto a moeda de prover um fundo para contingências inesperadas, exceto apenas quando há séria dúvida sobre como seus preços podem se comportar. Mas *esta* dúvida é meramente o motivo especulativo”.

Assim, Shackle (*ibid*) conclui que “no tempo em que tivermos concebido e expressado devidamente os motivos transação e especulação para reter um estoque de moeda, não restará um motivo precaucional em separado”. Podemos ainda encontrar um pouco adiante uma reafirmação do exposto:

³² Aqui não incluímos Hansen (1949), por este não fazer afirmações similares a esse respeito. Todavia, sua análise acerca das “vantagens” de “liquidez e segurança” que a posse de moeda pode oferecer (Hansen, 1949: 65-66) trata conjuntamente dos motivos especulativo e precaucional. Sobre tais “vantagens em reter moeda”, comparar com as “desvantagens dos vários tipos de ativos comparados à moeda”, expostas por Robinson (1951: 94). Num contexto específico das decisões de *portfolio*, Davidson (1978) também destaca a inseparabilidade dos motivos especulação e precaução: “Uma vez que eventos imprevisíveis são fundamentais para o motivo precaucional, uma análise realística da tomada de decisão de *portfolio* requer a análise simultânea dos motivos precaucional e especulativo para reter moeda como uma reserva de riqueza” (Davidson, 1978: 209).

“Contingências, oportunidades e obrigações poderiam todos ser providos por ativos não-líquidos [menos líquidos], somente se o preço obtenível por cada ativo em um momento imprevisível e sem aviso prévio fosse conhecível como certo antecipadamente e fosse não inferior ao preço então obtenível depois de algum adiamento. Mas o não-preenchimento dessas condições é o que gera o motivo especulativo, e precisamos manter que o motivo precaucional não possui existência separada deste” (Shackle, 1967: 216).

Tencionamos aqui destacar que nossa interpretação parte do entendimento do motivo precaucional como a expressão da incerteza fundamental na demanda por moeda, com o que devemos ser capazes de separar estes motivos, não mais considerando somente a incerteza quanto às taxas de juros futuras, mas quanto ao desdobramento dos acontecimentos de modo mais geral, reafirmando a idéia de um futuro capaz de apresentar estados de mundo inimagináveis *ex ante*. É neste sentido que entendemos a colocação de Andrade (1987: 89-90):

“O dinheiro é o “refúgio do tempo”, para onde as pessoas se dirigem frêmitas, visando amparar-se das perspectivas sombrias quanto à evolução futura dos acontecimentos. [...] É neste contexto que Keynes considera o dinheiro como o elo sutil que liga o presente ao futuro, o que, em outras palavras, significa dizer que a posse do ativo mais líquido salvaguarda todos os agentes da desconfiança e do desalento quanto às possibilidades da atividade econômica ao longo do tempo e que a riqueza mantida sob a forma mais líquida possível constitui-se na melhor trincheira contra o incerto devir econômico”.

Colocamos de lado, portanto, a incerteza quanto às taxas de juros futuras, não a caracterizando como incerteza fundamental, por estarem *potencialmente* cobertas todas as possibilidades para as taxas de juros futuras, apesar desta não ser redutível ao risco knightiano, com probabilidades objetivas conhecidas. Deste modo, estamos aqui advertindo que se poderia advogar que tal incerteza *sempre* poderá ser representada por uma distribuição subjetiva de probabilidades (incerteza de Savage – fraca), a menos que se considere que a própria taxa de juros (ou uma equivalente institucional) deixe de existir. Ademais, como recurso expositivo, nos é conveniente pensar na incerteza quanto aos acontecimentos futuros como separada da incerteza acerca dos valores futuros de uma variável conhecida, no caso, a taxa de juros; todavia, frisamos, mesmo que pensemos somente nas variações futuras da taxa de juros, ainda resta uma possibilidade de separação que nos permite circunscrever a incerteza fundamental ao motivo precaução.

Na *Teoria Geral*, Keynes (1936: 168) trata de uma “condição necessária sem a qual a existência de uma preferência pela liquidez por moeda como um meio de conservar riqueza não existiria”, qual seja, “a existência de incerteza quanto ao futuro da taxa de juros”, esta, além disso, ensejando a diversidade de opiniões quanto a tal taxa no futuro (*ibid*: 169-170). Deste modo, como ressaltado por Runde (1994: 133-134), a incerteza entra como um pré-requisito para

a existência de saldos especulativos, ou, se quisermos, para a própria atividade de especulação, e não como uma justificativa para a manutenção dos mesmos. Pois ainda que supuséssemos que alguns especuladores detivessem conhecimento perfeito sobre a taxa de juros futura, poderíamos imaginar que estes manteriam saldos especulativos se soubessem que a taxa se elevaria, e se não fosse dado a todos tal conhecimento³³. Salientando, poderíamos postular a existência de saldos especulativos individuais mesmo numa situação de *certeza*, o que nos leva a afirmar que o motivo especulativo para manter encaixes monetários prescinde da presença de incerteza fundamental, podendo ser conformado também com matizes mais fracos de incerteza.

Tal concepção da demanda especulativa como relacionada à incerteza quanto à taxa de juros e da demanda precaucional como relacionada à incerteza fundamental pode também ser considerada a partir da assertiva de Runde (1994: 133-134) de que os motivos especulativo e precaucional dependem da incerteza, mas de maneiras diferentes³⁴, sendo, de fato, somente o segundo diretamente relacionado com uma incerteza do tipo fundamental (extrínseca, correspondente a um baixo peso (completitude da evidência), para este autor (*ibid*: 133)). No geral, Runde (1994) está interessado em destacar o aspecto bi-dimensional das crenças racionais em Keynes, qual seja, da existência de probabilidades e pesos associados às mesmas, através da atribuição de um caráter de continuidade entre o exposto no *Tratado sobre a probabilidade* e os escritos econômicos de Keynes³⁵.

Deste modo, mesmo que nos restrinjamos à incerteza quanto à taxa de juros, como o realizado por Kahn (1954) e Shackle (1967), resta ainda a idéia de que a incerteza relevante para o motivo precaucional é a que corresponde a um baixo peso do argumento, relacionado com uma falta de confiança sobre qualquer taxa de juros futura, e é a esta que podemos denominar

³³ Ver também Runde (1994: 134n) a esse respeito. Claramente, temos aí um problema típico de composição: a incerteza quanto à taxa de juros é necessária no *agregado*, mas não numa descrição no nível do *indivíduo* acerca de seus motivos para a retenção de saldos especulativos. Persiste, portanto, no agregado, o caráter de pré-requisito da incerteza quanto à taxa de juros, que culmina na necessidade da diversidade de opiniões entre os agentes.

³⁴ Há quem interprete essa diferente relação com a incerteza nos marcos de uma divisão entre motivações racionais e irracionais para reter moeda como uma reserva de valor, estando o motivo especulativo entre as primeiras e o precaucional representando a “conexão da moeda com motivações primárias inconscientes” (Winslow, 1995: 232). Como destacado por O’Donnell (1989, 1991) e Fitzgibbons (1988), a reação dos indivíduos a um ambiente que podemos caracterizar como permeado pela incerteza fundamental nos leva à consideração de uma outra forma de racionalidade para a tomada de ação, e não à caracterização de um comportamento irracional.

³⁵ São muitos os trabalhos que defendem significativa continuidade, sob diferentes enfoques (*e.g.* O’Donnell, 1989; Carabelli, 1988; Fitzgibbons, 1988). Para um estudo específico a partir do conceito de peso do argumento, ver O’Donnell (1991), onde também se destaca a correspondência entre os duais probabilidade-peso e expectativa-confiança (O’Donnell, 1989: 267). Para uma visão mais cética quanto a essa continuidade, consultar Carvalho (1988, 1992), que destaca a mudança de foco da probabilidade para a incerteza, do conhecimento obtido pela observação direta para a fragilidade das expectativas.

incerteza fundamental. Portanto, o que está em jogo no caso do motivo especulativo é a crença de que a taxa de juros se moverá em determinada direção, e essa crença necessariamente tem que ser sustentada com suficiente confiança para que o motivo especulativo “domine” o precaucional, como podemos depreender da explicação de Kahn (1954: 82-83). Ou seja, mesmo que consideremos somente uma incerteza quanto à taxa de juros futura, explicações a partir do peso do argumento nos permitem uma possibilidade de corte que relega toda a incerteza fundamental ao motivo precaucional. Panico (1992: 596) parece endossar um corte dessa natureza:

“Especulação com ativos financeiros ocorre porque alguns agentes esperam com suficiente convicção que a taxa de juros se moverá em determinada direção. A existência de incerteza (i.e. a falta de ‘conhecimento completo’) não é negada. Ademais, o ‘conhecimento limitado’ disponível permite alguns agentes considerarem alguns níveis futuros da taxa de juros mais prováveis que outros. Instrumentos monetários são assim demandados (para evitar uma perda no valor de capital dos ativos financeiros) porque uma elevação na taxa de juros é esperada, e não por causa da falta de alguma convicção quanto aos níveis futuros da taxa de juros (como no caso do motivo precaucional)”.

Em síntese, não nos parece inapropriada, mas deveras útil para fins de exposição, a separação entre os motivos especulativo e precaucional pela via das diferentes concepções de incerteza envolvidas. Da aceção de que a incerteza quanto às taxas de juros futuras, no que tange ao motivo especulativo, pode ser representada por uma distribuição subjetiva de probabilidades, não se deve inferir que estas efetivamente não dependam de eventos inimagináveis *a priori*, e das inter-relações destes com as taxas de juros no futuro, tampouco que os agentes desconsiderem esses eventos ao formarem suas expectativas; ainda, que a confiança depositada por estes agentes em suas expectativas quanto às taxas de juros não mereça menção. Trata-se, nesse caso, da possibilidade de separação entre estes dois motivos³⁶, para que destacamos a alternativa de relegarmos quaisquer considerações relativas aos estados de mundo futuros ou à confiança nas expectativas quanto às próprias taxas de juros futuras, ao motivo precaução, já comumente atrelado à idéia de estado de confiança, como veremos abaixo.

Muito embora a incerteza quanto às taxas de juros futuras tenha ocupado uma posição central na *Teoria Geral*, e na maior parte da literatura que se seguiu, obscurecendo a incerteza ligada à demanda precaucional (e o próprio motivo precaução), referências esparsas podem ser encontradas mesmo nessa obra (e.g. Keynes, 1936: 172) acerca da “incerteza sobre o futuro”,

³⁶ Tal possibilidade de separação, confinando a incerteza fundamental num outro plano de análise, não se coloca no caso das expectativas futuras quanto a quaisquer outros preços. Assim, poderíamos entender como uma potencialidade específica do estudo da demanda por moeda a alternativa de tratarmos separadamente dessas duas nuances de incerteza, as quais devem estar novamente reunidas numa abordagem completa para a escolha de *portfólio*.

além de constituir o foco de outras abordagens, como a de Rosenstein-Rodan (1936)³⁷, e do próprio Keynes, quando da defesa de sua obra:

“Nosso desejo de reter moeda como uma reserva de valor é um barômetro do grau de nossa desconfiança em nossos próprios cálculos e convenções concernentes ao futuro. [...] A posse efetiva de dinheiro acalma nossa inquietude; e o prêmio que requeremos para mantermo-nos afastados do dinheiro é a medida do grau de nossa inquietude” (Keynes, 1937a: 216).

Essa dupla natureza da incerteza na demanda por moeda como reserva de valor pode ser depreendida da análise de Dow (1985: 191), a qual afirma que “a necessidade de um ativo líquido como uma reserva de valor advém da existência de incerteza sobre os valores futuros de ativos alternativos”, embora não seja “somente a expectativa de perda de capital por reter títulos e ações que causa uma corrida para a liquidez, mas também um colapso de confiança em *quaisquer* expectativas correntemente mantidas” (*ibid*: 192, grifos no original).

Na visão desta autora, condizente com a perspectiva aqui adotada, adquire destaque a inseparabilidade dos conceitos de tempo histórico e incerteza afetando a posse de moeda: “O papel da moeda na análise pós-keynesiana é determinado pelo contexto de tempo histórico e incerteza no qual esta está colocada, assim como a análise da moeda requer que atenção seja dada ao tempo histórico e à incerteza” (Dow, 1985: 190). Como Minsky (1975: 77) havia proposto, “o mundo é um mundo incerto porque há ontens, hojes e amanhã. Além disso, esse é um mundo capitalista no qual unidades têm portfolios – ativos e passivos que incorporam visões de ontem e tanto geram quanto comprometem receitas de hoje e de amanhã”.

Curiosamente, uma vertente de trabalhos que aflui dos meios pós-keynesianos é a que “decreta” o fim da função de reserva de valor para a moeda. Wells (1983), apesar de começar tratando da posse de moeda como uma resposta para a incerteza, acaba caindo na falácia de que com a diversificação dos ativos altamente líquidos, a moeda perde seu papel como reserva de valor: “Em suma, esses instrumentos e facilidades destroem a função de reserva de riqueza da moeda. Ao passo que encaixes monetários ociosos fazem suas aparições aqui e ali na economia, eles não se manteriam ociosos por muito tempo” (Wells, 1983: 527)³⁸. No mesmo sentido, Sawyer (2003: 11) recentemente reforçou essa idéia, afirmando que os ativos financeiros “serão geralmente uma reserva de riqueza superior quando comparada com a moeda”.

³⁷ Ver apêndice a esse capítulo, abaixo.

³⁸ Tal concepção já aparece em trabalho anterior de Wells (1971), no qual supõe que os encaixes monetários ociosos são nulos, apesar de o próprio considerar uma hipótese bastante forte; em seu modelo, tal suposição é feita a partir da justificativa de que os depósitos de poupança dominam a moeda como reserva de valor.

Como já deve ter-se feito perceber, a perspectiva defendida neste trabalho passa ao largo desta idéia, visto que “dentro do contexto de tempo histórico e incerteza, a moeda não funciona somente como um meio de pagamento, mas também como uma reserva de valor e uma unidade de conta” (Dow, 1985: 190). Não se deve daí inferir, contudo, que outros ativos que não a moeda não possam funcionar, dentro de certos limites, como reserva de valor, nem que estes ativos não substituam a moeda, em muitas ocasiões, nos *portfolios* dos agentes, mas que, justamente por ser a liquidez *par excellence*, a moeda oferece uma “conveniência potencial ou segurança” (como Keynes (1936: 226) também se refere à liquidez) maior do que qualquer outro ativo, justificando sua posse como reserva de valor.

Nos termos da discussão de Davidson (1988) sobre a visão da realidade como não-ergódica, que também nos permite realizar ilações acerca do comportamento dos indivíduos com relação à moeda, devemos admitir que “mesmo se os tomadores de decisão econômicos meramente pensam que os eventos futuros podem ser gerados por circunstâncias não-ergódicas, então as demandas por moeda (como encaixes ociosos) e liquidez serão maiores que zero” (Davidson, 1988: 335).

Deste modo, entender o motivo especulativo *separadamente* num contexto em que os indivíduos possam se comportar supostamente atribuindo probabilidades (logo, subjetivas) em torno de uma taxa de juros esperada para o futuro (não significando que devemos considerar que é assim que de fato os indivíduos procedem), não nos parece constituir o maior dos problemas para uma abordagem que aspira tratar *exclusivamente* deste motivo. Mas considerar que é *somente* a essa incerteza que necessitamos nos reportar, seja para interpretar a obra de Keynes ou para construir uma explicação plausível para a manutenção de “saldos ociosos”, afigura-se-nos, sim, uma grave distorção.

Tal é o caso da abordagem de *portfolio* como desenvolvida por Tobin (1958), cabendo então fazermos a ressalva de que esta é *deliberadamente* parcial, tendo o autor explicitado em diversas passagens que tencionava tratar somente do motivo especulativo, o que, vale notar, não é o caso encontrado em Hicks (1935), apesar de este estar implicitamente tratando simplesmente da moeda como ativo³⁹. Tobin (1958) diferenciou o que chamou de encaixes para transação e para investimento, sendo que somente os últimos estariam ligados às decisões de *portfolio*, admitindo que foi “no que Keynes chamou de motivos especulativos dos investidores, que a explicação da

³⁹ Para uma discussão mais detalhada dos trabalhos de Hicks (1935) e Tobin (1958), consultar o apêndice a este capítulo, abaixo.

preferência pela liquidez e da elasticidade-juro da demanda por moeda foi procurada” (Tobin, 1958: 66).

Contudo, justamente por ter explícita sua filiação com o motivo especulativo de Keynes, a abordagem de Tobin fica sujeita a diversas críticas, muitas das quais ligadas à redução da incerteza a uma forma probabilizável de risco, além das que delatam incompatibilidades diversas com a abordagem desenvolvida na *Teoria Geral*, a exemplo da efetuada por Chick (1983: 213, grifos no original):

“A abordagem teórica de *portfolio* para a demanda por moeda não é, como sustentou o seu autor e geralmente se acredita, um desenvolvimento ou um progresso da justificativa de Keynes para a elasticidade-juro da demanda por moeda, mas uma teoria totalmente *diferente*, relacionada com o comportamento de um conjunto muito diferente de negociadores, motivado por um desejo de investir ao invés de especular”.

Em outro trabalho, Chick (1992: 131) ainda vai além e afirma que Keynes rejeitaria totalmente a diversificação da demanda da teoria de *portfolio*, nestes moldes, visto que “nenhum indivíduo destina fundos para um investimento financeiro para sempre, certamente não para retenções de moeda”⁴⁰.

Feitas as devidas considerações, não podemos nos eximir de observar que tratar a abordagem de *portfolio à la* Tobin como um desenvolvimento da teoria da demanda por moeda de Keynes pode nos levar a caminhos traiçoeiros, pois não podemos perder de vista que a primeira trata apenas da moeda como um estoque, sendo, neste contexto, válidas as palavras de Chick (1992: 123, grifos no original):

“A diferença fundamental é freqüentemente disfarçada pela linguagem descritiva escolhida, mas o fato de que a abordagem de *portfolio* trata a moeda inteiramente como um ativo a ser *retido* permanece. Keynes, por outro lado, estava preocupado com a moeda tanto circulando como retida”.

3.3. Liquidez, incerteza e flexibilidade

Uma outra explicação (re-interpretação, segundo Makowski (1989)) bem aceita para a manutenção de saldos inativos é oferecida pelo intento de ligação da flexibilidade à liquidez, a qual nos remonta pelo menos até Hicks (1974)⁴¹. Neste trabalho, o autor equipara os termos flexibilidade e liquidez, explicitando que estes se relacionam com a passagem do tempo, que torna o desconhecido em conhecido, de modo a identificar o ato da espera com a possibilidade de adquirirmos mais conhecimento. Para tal, pressupõe uma lista exaustiva de contingências que

⁴⁰ Uma *mea culpa* antecipada do autor a esse respeito pode ser encontrada em Tobin (1958: 67n).

⁴¹ Referências sobre a relação entre flexibilidade e liquidez na literatura econômica podem ser encontradas na última seção de Jones e Ostroy (1984), das quais também faremos alusão aos trabalhos de Marschak (1949) e Goldman (1974).

sempre será conhecida e mais restrita quanto mais o tempo passe e, conseqüentemente, mais conhecimento seja obtido (Hicks, 1974).

Shackle, em diferentes momentos, também afirma que a liquidez é o expediente “para o indivíduo ‘manter suas opções em aberto’” (Shackle, 1983: 386), ou “para lidar com a falta de conhecimento do ainda não-existente” (Shackle, 1989: 49). Ao atentarmos para sua obra de 1972, podemos mesmo considerá-lo um expoente, ao lado de Hicks, para essa interpretação, apesar de nesta não estar presente qualquer designação em termos de flexibilidade. Em seu capítulo sobre a natureza da liquidez, Shackle (1972), tratando especificamente do motivo transação, define:

“Moeda é o meio pelo qual um vendedor ganha *tempo* para adquirir *conhecimento*. Ao possibilitar-lhe protelar a decisão do que comprar, esta lhe permite fazer sua escolha em um momento em que seu conhecimento relevante lhe parece ser menos insuficiente do que o usual. [...] O papel fundamental da liquidez é, de certo modo, o oposto do que o ‘motivo transações’ atribui a esta. É legítimo dizer que nós não retemos moeda a fim de estarmos prontos para gastá-la, mas porque nós *ainda não estamos* prontos para gastá-la” (Shackle, 1972: 207, grifos no original).

Dessa maneira, Shackle (1972) identifica a falta de conhecimento como o elo que liga os motivos transação e especulação:

“Mesmo que assim aleguemos que a natureza e necessidade de liquidez advêm em todos os casos de uma raiz, a saber, da necessidade de adiar a escolha até que os dados sejam mais adequados ou a interpretação destes mais precisa, temos ainda que admitir que essa árvore se espalha em vários ramos. O motivo transações e o motivo especulativo podem, pelo apelo à sua origem comum na falta de conhecimento, ser demonstrados como essencialmente o mesmo” (Shackle, 1972: 215)⁴².

Finalmente, se referindo à demanda por moeda em geral, e sua relação com o conhecimento, Shackle (1972: 216, grifos no original) conclui:

“Afirmamos, então, que a insuperável falta de conhecimento, ou o custo de adquirir conhecimento, está na raiz da preferência pela liquidez. Não fosse por um problema de falta de conhecimento, não haveria necessidade de liquidez. A liquidez é, em alguma medida e grau, um *substituto* do conhecimento”.

No influente trabalho de Jones e Ostroy (1984), a demanda por moeda é interpretada como um desejo por flexibilidade, de modo que um modelo de três ativos é elaborado num contexto de uma escolha seqüencial de três períodos, sendo que custos para a conversão de um ativo ao outro são considerados, exceto quando se retém moeda, neste caso, a flexibilidade por excelência. A espera por mais informação é o que confere valor à liquidez (Jones e Ostroy, 1984: 24), sendo tal ato, contudo, ligado a uma “resolução” parcial da incerteza, de modo que mais

⁴² Para o motivo transações, o conhecimento necessário é quanto aos montantes e às datas de pagamentos e recebimentos, e para o motivo especulativo, quanto aos preços futuros de outros ativos, que não moeda (Shackle, 1972: 216).

informação não significa informação completa no período subsequente. Assim, maior é o desejo por flexibilidade quanto mais é esperado ser aprendido no futuro.

Conclusão relacionada já havia sido atingida anteriormente por Marschak (1949), o qual, a partir de uma análise da escolha de ativos com “informação seqüencial” – onde a informação não é completa e é suposta aumentar com a passagem do tempo – em dois períodos, afirma que “se a liquidez do ativo é baixa, é vantajoso [...] possuir menos deste durante o ano 0, a fim de *esperar por informação adicional*” (Marschak, 1949: 195, grifos no original).

Goldman (1974) desenvolve um modelo onde são considerados dois períodos e a alocação de *portfolio* é feita no início do primeiro entre moeda e títulos portadores de juros, de modo que uma tentativa de captar a iliquidez relativa dos títulos é realizada supondo que a venda antecipada destes envolve custos de transação proporcionais ao valor da mesma, enquanto que a compra posterior de títulos não é facultada. Todavia, duas características bastante restritivas podem ser destacadas quanto à abordagem deste autor: (1) a flexibilidade é interpretada como a capacidade de um *portfolio* de possibilitar programas de consumo alternativos (*ibid*: 203), de modo que a demanda ótima por moeda é a que equivale ao consumo no primeiro período, enquanto a demanda ótima por títulos é a que equivale ao consumo no segundo período, sendo que a moeda é transportada de um período ao outro justamente por um desejo de flexibilidade *a priori* (*ibid*: 204-205); (2) supõe-se que, após a alocação inicial, as “preferências exatas são aprendidas” (*ibid*: 204), não restando mais justificativa para a flexibilidade, que não a proporcionada pela existência de custos de transação.

Apesar de susceptível a diversas qualificações, a idéia subjacente é bem simples e toma a forma seguinte a partir de Makowski (1989): uma preferência por permanecer flexível se traduz na posse de moeda até que sejam obtidas mais informações e os saldos inativos possam ser utilizados, isso sob uma incerteza que passa a significar simplesmente o risco *mais* a possibilidade de aprendizado. Makowski (1989), apesar de tratar a incerteza nestes termos e considerar que os agentes econômicos a julgam passível de resolução (*ibid*: 472), parece atribuir ao aprendizado um caráter de informação adicional, ao invés do aprendizado dos “verdadeiros” estados do mundo.

Sob essa concepção de que o “problema” da incerteza pode ser “resolvido”, encontramos o trabalho de Runde (1994: 138), que defende que “onde a incerteza extrínseca é elevada, ou, no caso de Makowski, onde mais é esperado ser aprendido no futuro, tanto maior é a demanda por flexibilidade”. Este autor, fazendo uma ligação com o referencial do *Tratado sobre a*

probabilidade, mencionado acima, conclui que “o que corresponde a baixo peso no sentido de Keynes, em outras palavras, engendra uma alta variabilidade das crenças e uma correspondente demanda por flexibilidade (ou liquidez, num contexto de escolha de ativos)” (Runde, 1994: 140).

Também a partir de um referencial pós-keynesiano podemos encontrar autores que consideram, no mesmo sentido de Hicks (1974), a ligação entre liquidez e flexibilidade, a exemplo de Wells (1983) e Carvalho (1995):

“A liquidez é valiosa em um mundo incerto porque esta propicia às unidades econômicas a opção de não vincularem completamente seus próprios futuros econômicos ao futuro incerto da economia. Sua posse concede aos negócios e famílias a flexibilidade para reajustarem seus planos econômicos, para re-posicionarem suas riquezas quando o futuro vagarosamente se desvela e torna-se história, quando conhecimento é obtido e desconhecimento perdido com a mera passagem do tempo” (Wells, 1983: 524).

“Sob incerteza – isto é, a possibilidade que o futuro traga mudanças inesperadas – flexibilidade para adaptar-se a novos ambientes é um ganho em si mesmo. Esta é a razão de as pessoas serem supostas preferir manter suas opções abertas até que as coisas tornem-se claras o suficiente para permitir que uma decisão apropriada seja tomada. Liquidez é flexibilidade. Se a acumulação de riqueza é uma atividade que se projeta no futuro [*forward-looking activity*], os agentes preferirão, em princípio, permanecer líquidos” (Carvalho, 1995: 20-21).

Sem uma referência explícita à flexibilidade, mas, o que pode ser encarado como uma alternativa em alguns casos, considerando o desejo de liquidez como uma decisão de não agir (na medida em que isso signifique adiar a ação), podemos encontrar ainda diversos outros autores que têm identificação com a escola pós-keynesiana. Como Minsky (1982: 81) colocou isso, “a essência do capitalismo é que as unidades têm que tomar uma atitude em um mundo incerto”. Deste modo, “decisões de investimento e de financiamento são feitas em face de uma incerteza intratável” (*ibid*: 62). É a partir daí que pode ser identificada a decisão de não investir (para continuar no contexto minskyano) com uma atitude defensiva face à incerteza: “Uma defesa contra algumas possíveis conseqüências altamente indesejáveis de alguns estados do mundo possíveis é fazer as adequadas escolhas de *portfolio* defensivas” (Minsky, 1982: 128):

Uma consideração da falta de ação é sucintamente dada por Dow (1995: 119): “De fato a preferência pela liquidez pode ser mais bem entendida como uma propensão a não fazer apostas”. Mais explicitamente, podemos tomar a assertiva de Dequech (1999: 425-426):

“Quão maiores são a percepção da incerteza e a aversão à incerteza, considerando algumas expectativas, mais forte será a inclinação das pessoas a não agir; eles preferirão adiar indefinidamente uma decisão de agir. Em muitas decisões econômicas, essa inclinação a não agir corresponde à preferência pela liquidez [...] Parafraseando Keynes, poderia ser dito que a preferência pela liquidez tem a ver com um ímpeto pela inação, ao invés da ação”.

A defesa, feita por Dequech (1999, 2000a), de que a incerteza vem em graus⁴³ e que, portanto, pode ser reduzida, se relaciona com a nossa discussão, no que tange à idéia de que preferir liquidez pode ser um comportamento de espera até a obtenção de novas informações, admitindo-se que a incerteza fundamental é passível de redução. Com relação à espera e ao aprendizado, Dequech (2000b: 166) aceita o argumento de que a liquidez permite a postergação da ação, por parte dos agentes, até que mais informação possa ser obtida ou surja uma possibilidade inesperada de lucro. No entanto, sua perspectiva é de que tal postergação se dê até que seja atingido um nível tolerável para abdicar-se da liquidez, admitindo que a incerteza fundamental *pode* ser reduzida, mas *nunca* completamente eliminada. Portanto, não reconhece o aprendizado como a única razão para a preferência pela liquidez, tratando também de uma “razão estritamente precaucional”, mais associada à perspectiva de eventos inesperados ocorrerem no futuro, e de uma “razão especulativa”, relacionada à crença (com suficiente confiança), por parte do tomador de decisão, de que o preço dos ativos menos líquidos se moverá em determinada direção (Dequech, 2000b: 167-169).

Em sua interpretação crítica da abordagem da opção pela espera (*option to wait approach*), Davidson (1991a, 1991b) destaca que, nesta, a informação sempre está disponível no longo prazo, de modo que o agente posterga a decisão até possuí-la, quando “aprende” o verdadeiro estado: “a espera, portanto, é presumida como somente um fenômeno de curto-prazo persistindo somente até a informação ser recebida” (Davidson, 1991a: 50). Assim colocado, o desejo de flexibilidade reduziria a demanda por moeda a um fenômeno de curto prazo, com a incerteza confinada a este mesmo horizonte, sendo passível de eliminação.

Faz-se necessário, portanto, levarmos em conta a existência de diferentes interpretações acerca da espera e do aprendizado, considerando que a opção metodológica de equiparação entre liquidez e flexibilidade ou, alternativamente para essa argumentação, de reconhecimento da incerteza fundamental como gradativa, deixa margens para interpretações espúrias como as que consideram que o conhecimento completo estará disponível em um período posterior, ou que a incerteza fundamental poderá ser totalmente eliminada.

Caso se mantenha uma separação conceitual entre a incerteza procedimental e a incerteza substantiva, e considere-se que a incerteza fundamental se refere somente à última⁴⁴, dificilmente pode-se alegar que o aprendizado, através da mera passagem do tempo, acarreta a redução da

⁴³ Ver também a afirmação de Dow (1993: 18) de que “existem graus variados de incerteza”.

⁴⁴ Definições apresentadas no segundo capítulo.

incerteza fundamental. Uma vez que esta última se refere a um conhecimento que não poderia ser obtido mesmo que as capacidades computacionais fossem ilimitadas, por não existir no momento relevante para a tomada de decisão (para qualquer momento dado), a passagem do tempo se reafirma como capaz de reduzir a incerteza procedimental, ligada às falhas cognitivas e/ou computacionais, sendo impotente quanto à incerteza fundamental.

De fato, numa das poucas referências da escola pós-keynesiana a algo que pode ser interpretado como incerteza procedimental, Davidson (1995) a enquadra numa concepção de realidade imutável, deixando-a bastante afastada de uma incerteza do tipo fundamental. Assim, ao considerar que “no curto prazo o futuro não é completamente conhecido devido a algumas limitações no processamento de informações e capacidade computacional humanos” (Davidson, 1995: 109), este autor abre espaço para a consideração da incerteza procedimental, mas somente como um fenômeno de curto prazo, esta sim sendo sujeita à eliminação pela espera e aprendizado⁴⁵.

Uma alternativa é a de considerarmos que a incerteza fundamental não é passível de uma redução *stricto sensu*, mas de compartilhamento, como parece ter sido uma via encontrada por Davidson (1978: 18)⁴⁶, sendo que, nesse caso, alterações ao longo do tempo (no concernente a esta modalidade de incerteza) não estariam ligadas ao aprendizado, mas a recomposições das “cargas de incerteza”:

“Embora arranjos institucionais possam ser feitos para transferir o peso de algumas das incertezas dos empresários para outros via arranjos contratuais, alguém precisa suportar a incerteza que é inevitável ao fato de que o comprometimento com a ação e as conseqüências resultantes não ocorrem simultaneamente”.

Nesta interpretação, apesar da incerteza poder ser repartida esta não é de forma alguma reduzida, e o que parece mudar é o modo como os diferentes agentes a percebem, em virtude das “cargas de incerteza” terem sido alteradas, o que deixa espaço para considerar-se o papel das

⁴⁵ Para uma interpretação que enfoca o papel de uma realidade complexa para a conceituação da incerteza procedimental, sendo esta realidade passível de mudanças estruturais não-predeterminadas (portanto, uma realidade transmutável, nos termos de Davidson (1995)), ver Dequech (2007). Uma ressalva necessita ser feita quanto à redução da incerteza procedimental pela passagem do tempo, a exemplo da efetuada por Dequech (2006, 2007); esta *pode* ser reduzida, mas somente num caso bastante específico: “Dependendo de como é interpretada, a incerteza procedimental pode [...] conceivelmente desaparecer com a passagem do tempo, contanto que as capacidades das pessoas cresçam mais rapidamente que a complexidade da situação de decisão” (Dequech, 2006: 112).

⁴⁶ Sobre a concepção de graus de incerteza em Davidson, ver Crocco (2002), que considera que, apesar das análises de Shackle e Davidson se basearem numa concepção dualista – entre conhecimento e incerteza – o conceito de graus de incerteza é intrínseco a ambos. Tomando Davidson como influenciado por Shackle nesse particular, parte de considerações sobre o último para chegar ao primeiro. Para uma alusão explícita à redução da incerteza, ver Davidson (1978: 63).

instituições (formais ou informais) no tocante à percepção da incerteza⁴⁷ e, portanto, na demanda por moeda.

Paralelamente ao confinamento da demanda por moeda (enquanto defesa contra a incerteza) a um horizonte de curto prazo, realizado através da abordagem da opção pela espera, podemos também criticar a alternativa keynesiana neo-ricardiana⁴⁸ que, por focalizar somente nos “fatores objetivos” determinando as condições de longo prazo, acaba por relegar à incerteza, quando muito, um papel secundário de “ruído” de curto prazo, deixando sem justificativa a existência de uma demanda (voluntária) por moeda positiva no longo prazo.

Deste modo, concluímos aqui pela insuficiência de qualquer abordagem que não reconheça também um papel de longo prazo para a incerteza, visto que a moeda é encarada como uma defesa contra um futuro incerto, que se dá tanto no curto quanto no longo períodos. Nas palavras de Dow (1993: 23):

“Como a chave do sistema financeiro – o meio de pagamento e o último refúgio da incerteza – a moeda cumpre um papel crucial no curto prazo e no longo prazo. Esse papel não pode, contudo, estar dissociado do contexto do tempo histórico e da formação de expectativas sob a incerteza a este vinculado”.

⁴⁷ Para uma discussão detalhada que expõe as relações entre confiança, aversão à incerteza e percepção da incerteza, e como estes afetam a demanda por moeda e o prêmio de liquidez, consultar Dequech (2000b, 2005). Uma vez que se admite que a aversão e a percepção da incerteza influenciam inversamente a confiança (Dequech, 1999), a afirmação de que “o motivo precaucional para demandar moeda varia positivamente com a incerteza” (Dequech, 2005: 538) continua a fazer sentido.

⁴⁸ De acordo com a denominação de Dutt e Amadeo (1990).

APÊNDICE AO CAPÍTULO 3 – Algumas observações acerca das relações entre demanda por moeda e incerteza na literatura econômica⁴⁹

A literatura existente sobre as relações entre moeda e incerteza é vasta o bastante para podermos concentrar nossas forças numa inquirição a partir do período de disseminação das idéias da *Teoria Geral* e, além disso, abdicarmos de uma varredura completa sobre o tema, nos focando em alguns textos significativamente influentes e/ou representativos para os nossos propósitos. Portanto, não é nosso objetivo realizar uma discussão exaustiva acerca dessas relações entre moeda e incerteza na literatura econômica⁵⁰.

Mais precisamente, o intuito é de observarmos as relações entre a *posse* de moeda e a incerteza, para que não nos deteremos nas possíveis relações entre a incerteza e a origem da moeda, seja do ponto de vista lógico ou histórico. Algumas discussões que contemplam tal relação podem ser encontradas, sob diferentes óticas, por exemplo, em Goodhart (1975), Dow (1985, 1993), Aglietta e Orléan (2002), e Wray (2006), sendo que este último se contrapõe à ligação entre a incerteza e a origem da moeda que, de certa forma, é defendida pelos primeiros.

Ao longo desta discussão, apesar de termos em mente o conceito de incerteza fundamental, nos reportaremos diversas vezes simplesmente à incerteza, uma vez que não necessariamente é ao conceito aqui adotado que os diferentes autores se referem, sendo que procuraremos, na medida do possível, explicitar a concepção subjacente nos textos selecionados.

Com este objetivo de estabelecermos as ligações relevantes entre demanda por moeda e incerteza, partiremos das tentativas existentes, já na década de 1930, de integração entre as esferas real e monetária, ou seja, das contraposições à dicotomia clássica rumo a uma teoria da

⁴⁹ Esse apêndice é baseado, em grande medida, em trabalho divulgado anteriormente (Leite, 2007), apesar de não corresponder a este.

⁵⁰ Não podemos nos furtar, entretanto, de observar que Graziani (2003: 10) considera que o “primeiro a fornecer uma formulação analítica rigorosa a essa abordagem [da demanda por moeda como encaixes líquidos] foi o quase negligenciado economista Karl Schlesinger”, o qual sugerira em 1914 que a moeda satisfaz “a necessidade de ter encaixes líquidos como proteção contra a incerteza” (*ibid*). Todavia, o que podemos depreender do texto citado é uma abordagem que considera somente a função de meio de troca da moeda (Schlesinger, 1914: 21), e que se move paulatinamente de um cenário em que recebimentos e gastos são totalmente previsíveis para um outro em que não o são. Num ponto intermediário, traz observações interessantes quanto aos possíveis ganhos com juros no interstício entre recebimentos e pagamentos (Schlesinger, 1914: 27) – mais relacionadas ao debate acerca da elasticidade-juro dos encaixes transacionais, também perpassado por Hicks (1933: 34). Mais adiante, chega ao caso em que recebimentos e gastos não são de forma alguma previsíveis (Schlesinger, 1914: 29), de modo que o que parece ser levado em conta para justificar a posse de moeda é o caráter da (falta de) vendabilidade (*saleableness*) de outros bens, que não a moeda, e não o caráter de uma proteção contra a incerteza fornecida por encaixes líquidos. Sobre o conceito de vendabilidade, comumente associado a Carl Menger, ver, em especial, Menger (1892: 244-245).

“moeda plenamente desenvolvida” – o que implica uma noção de não-neutralidade da moeda ao reconhecê-la reserva de valor, quer seja pela aplicação da análise marginalista à teoria monetária, defendida então por Hicks (1935), quer seja pela tentativa de coordenação das teorias dos preços e da moeda, advogada por Rosenstein-Rodan (1936), ambas contribuições prévias⁵¹ à *Teoria Geral*, tencionando tratar das conexões entre demanda por moeda e incerteza a partir de um referencial externo a tal exposição.

Ademais, este parece ser um período bastante profícuo para buscarmos tal relação, uma vez que, como exemplifica o seguinte trecho de Lachmann (1937: 296), se formava um “consenso” em torno desta: “Na literatura recente parece existir uma porção razoável de concordância entre os autores de que a Incerteza tem que ser reconhecida como a maior determinante dos movimentos na dimensão dos encaixes monetários, i.e., como a causa principal da preferência pela liquidez”. Lachmann se encontra numa posição privilegiada, por escrever após a publicação da *Teoria Geral*, mostrando-se preocupado com o “espaço proeminente que o conceito de preferência pela liquidez tem ocupado na literatura recente” (*ibid*: 295) e concentrando seus esforços numa refutação do trabalho de Rosenstein-Rodan.

Os dois primeiros autores aqui examinados explicitam uma filiação austro-sueca para suas contribuições, sendo que Rosenstein-Rodan atribui a Erik Lindahl e Gunnar Myrdal sua inspiração mais direta, enquanto Hicks parece basear seu trabalho em Knut Wicksell e Ludwig von Mises, além de citar o Keynes do *Tratado sobre a moeda*, o qual, em sua interpretação, “contém pelo menos três teorias da moeda” (Hicks, 1935: 3), uma das quais tratando da escolha na margem, precisamente de onde este parte.

Hicks (1935: 3) concentra-se, portanto, na “escolha de *portfolio*” encontrada no *Tratado*, qual seja, na escolha (na margem) entre reter *bank-deposits* e *securities*, se situando claramente na esfera da riqueza, da moeda como ativo (sendo, em seu juízo, “mais keynesiano que Keynes”) e, explicitamente, tratando da decisão individual em um ponto do tempo na qual é “de fato, altamente inconveniente, estabelecer uma relação próxima entre a demanda por moeda e a *renda*” (Hicks, 1935: 4, grifos no original).

Preliminarmente, este autor admite que o montante de encaixes monetários desejados depende das datas em que se espera fazer pagamentos no futuro, do custo do investimento (sendo o custo de transferir ativos de uma forma a outra a “fricção” mais importante a ser considerada) e

⁵¹ De fato os autores situam os artigos como originários de palestras proferidas no ano de 1934 – janeiro no caso de Rosenstein-Rodan, e novembro no caso de Hicks.

da taxa esperada de retorno sobre o investimento (Hicks, 1935: 6-7). No entanto, considera que essa lista não está completa justamente por não considerar a relação entre a demanda por moeda e a incerteza, a qual parece se resumir, numa direção promissora, na seguinte afirmação:

“Nós temos também que levar em conta o fato, que na realidade é de tão destacada importância, de que as expectativas das pessoas não são nunca expectativas precisas do tipo que temos assumido. [...] Suas expectativas são sempre, de fato, cercadas por certa penumbra de dúvida; e a densidade desta penumbra é de imensa importância para o problema que estamos considerando” (Hicks, 1935: 7).

Rapidamente, entretanto, o problema é transformado num “fator de risco”, o qual se manifesta através dos riscos relacionados à necessidade de moeda antes da data imaginada, bem como quanto ao próprio rendimento do investimento⁵², ambos intensificando (em comparação a uma situação de certeza) a demanda por moeda. Apesar de explicitar que esses dois tipos de risco poderiam ser pensados como intercambiáveis, se propõe a aprofundar a operação do “fator de risco” em geral, nos bastando reter, antes disso, a seguinte consideração:

“Onde o risco está presente, a expectativa *particular* de uma situação sem risco é substituída por uma faixa de possibilidades, onde cada uma destas é considerada mais ou menos provável. É conveniente representar essas probabilidades por si mesmas, de maneira estatística, por um valor médio e alguma medida apropriada de dispersão” (Hicks, 1935: 8, grifos no original).

As possibilidades reais de teorização sob incerteza são, assim, restringidas, através da redução da questão à dispersão de uma curva de freqüências de probabilidades, admitindo-se que “o problema peculiar do risco então se reduz a uma investigação das conseqüências de uma mudança na dispersão. Dispersão ampliada *significa* incerteza ampliada” (*ibid*, grifos nossos).

Daí Hicks (1935: 9) parte para a explicação da diversificação de carteira, considerando que “a “lei dos grandes números” entra em ação [...], uma vez que o risco assumido pelo empreendimento de um número de investimentos arriscados separadamente será menor do que o que seria assumido se o mesmo capital total fosse investido inteiramente em uma direção”. Nesta análise, o piso para a diminuição do risco proveniente da diversificação é dado pelo custo (de transação) do investimento.

⁵² Poderíamos entender, nos termos de Robinson (1951: 94), que o primeiro se relaciona com a desvantagem relativa à iliquidez do ativo e com a incerteza de capital, enquanto o segundo se relaciona com a incerteza de renda. Kahn (1954) também baseia sua análise nos conceitos de risco de renda (*income risk*) e risco de capital (*capital risk*), que se referem, grosso modo, aos receios envolvidos na realização de rendimentos (num contexto de títulos) e de ganhos de capital (pela variação do preço dos ativos ou, alternativamente, da taxa de juros), seguindo de perto a nomenclatura encontrada em Robinson, exceto pela utilização, por parte desta, do termo incerteza, ao invés de risco – *income-uncertainty* e *capital-uncertainty*.

Uma crítica direta e contundente a tal abordagem foi realizada por Goodwin (1943), o qual tece o seguinte comentário:

“O Professor Hicks e outros têm usado uma espécie de curva de frequência de probabilidade na representação das expectativas incertas das pessoas. Esse método oferece consideráveis vantagens analíticas ao lidar com um problema altamente intratável, mas não possui, eu acredito, qualquer fundamento sólido” (Goodwin, 1943: 11).

E prossegue, desacreditando o método e contradizendo algumas observações centrais de Hicks, mesmo que estivessemos tratamento do motivo especulativo somente, o qual, como vimos, é mais passível de redução a expectativas probabilísticas que o motivo precaução:

“O método poderia ter alguma base para lidar com variações esperadas no rendimento unitário de um insumo na agricultura, mas certamente não com preços esperados dos títulos. Embora a curva de probabilidade seja suposta preferivelmente simétrica em torno do valor mais provável, isso não tem nada a ver com a Lei dos Grandes Números. Isso expressa a mera imprecisão e falta de conhecimento” (Goodwin, 1943: 11).

Partindo de um referencial até certo ponto alheio ao keynesiano⁵³, Rosenstein-Rodan (1936) busca uma diferenciação entre uma economia de escambo e uma monetária que, apesar de trilhar outros caminhos⁵⁴ (focando na neutralidade como incapacidade de afetar preços relativos), vai direto ao ponto em vários aspectos da relação entre moeda e incerteza, através de uma análise cuidadosa das funções da moeda que o leva a concluir que “onde a incerteza está presente, a moeda não será somente um meio de troca, mas também uma reserva de valor” (Rosenstein-Rodan, 1936: 259n).

Nota-se, portanto, que este autor percebe claramente os canais através dos quais a incerteza se traduz na posse de moeda, quais sejam, nos termos de Keynes (1936), por via dos motivos especulação e precaução, indo ainda mais adiante acerca das relações entre a existência de incerteza quanto ao futuro e a necessidade da posse de moeda como reserva de valor:

“A moeda (como encaixes monetários) existe somente e na medida em que previsões gerais não são certas, sendo uma função do sentimento de incerteza por parte dos indivíduos, um modo de satisfazer isso: um bem preenchendo a necessidade de certeza” (Rosenstein-Rodan, 1936: 272)⁵⁵.

Neste particular, nos parece inevitável uma alusão ao conhecido trecho de Keynes (1937a: 216), escrito quando da sua defesa da *Teoria Geral* e citado no terceiro capítulo, visto que este apresenta uma grande semelhança com a passagem acima.

⁵³ Não significando desconhecimento de Keynes, mas utilizando-se deste apenas para fins comparativos.

⁵⁴ Quanto à diferenciação sugerida por Keynes (1933a, 1933b), consultar seus textos, pretéritos, porém desconhecidos à época.

⁵⁵ Numa nota de rodapé a esta passagem, o autor define “incerteza no seu significado original de dúvida, de um vago e leve sentimento de desconhecimento” (Rosenstein-Rodan, 1936: 272n).

Um contraponto às relações esboçadas por Rosenstein-Rodan (1936) pode ser encontrado em Lachmann (1937), que, na tentativa de investigar as “forças que determinam” a demanda por moeda, e a despeito do sugestivo título *Incerteza e preferência pela liquidez*, parte de um referencial assumidamente marginalista⁵⁶, desqualificando as tentativas de enumeração e classificação dos motivos para se demandar moeda e recorrendo aos fenômenos de massa como seu objeto último de pesquisa. Em uma crítica direta a Rosenstein-Rodan (1936) e, por conseguinte, ao papel da incerteza na demanda por moeda (em sua função de reserva de valor, ao que o autor parece identificar diretamente com preferência pela liquidez), Lachmann (1937: 296-299) trata de atacar a ausência da “forma exata dessa relação”, além da idéia de que a incerteza se manifesta por diversos canais e demonstra sua influência indiretamente, por meio de uma série de variáveis.

Contudo, sua crítica final toma a forma de duas questões, para ele necessárias em uma investigação “genético-causal” do tema:

“Não pode uma incerteza aumentada ser acompanhada por uma diminuição na demanda por moeda, viz. “uma fuga do dinheiro”? [...] [E] não estamos nós familiarizados com exemplos de encaixes monetários retidos não por conta da incerteza mas por causa da certeza (subjativa) dos seus possuidores de que os preços irão cair?” (Lachmann, 1937: 298).

Este autor assume que se as respostas forem respondidas afirmativamente “isto poderia significar que é impossível atribuir à incerteza *neste sentido* o papel de uma causa da preferência pela liquidez” (*ibid*, grifos no original)⁵⁷. Recorre então ao artifício retórico de que a lição da experiência parece ser clara a esse respeito, nos impossibilitando de estabelecer tal relação.

Não seria, no entanto, um erro lógico “falsear” a relação explicitada por Rosenstein-Rodan com um contra-exemplo que corresponde a uma crise no padrão monetário, à perda, por parte da moeda, de todas as suas funções, justamente quando ocorre uma “fuga do dinheiro” e a moeda perde seu atributo de equivalente geral, de liquidez *par excellence*? Obviamente não podemos negar precedentes históricos de a incerteza elevar-se a tal patamar que acarreta uma mudança qualitativa nesta mesma, de tal modo que podemos caracterizá-la como uma incerteza quanto ao padrão monetário. Portanto, elevações da incerteza *cum* reduções na demanda por

⁵⁶ Lachmann (1937: 295) afirma que “em teoria monetária, nenhum progresso significativo pode ser esperado sem a ajuda da análise da utilidade marginal”. Hicks (1935: 2), na mesma linha, sugere enfaticamente que “o que é necessário é uma “revolução marginalista”!” Mesmo Rosenstein-Rodan (1936: 261), não obstante seus valiosos *insights*, acredita que “uma investigação mais detalhada desta função [de reserva de valor] seria além do mais impossível sem a moderna análise da utilidade”.

⁵⁷ O sentido a que Lachmann se refere é o definido por Rosenstein-Rodan (1936: 272n), citado em nota acima.

moeda são ilegitimamente representadas por tais exemplos, uma vez que neste caso a moeda perde sua “propriedade essencial”, qual seja, de ser detentora do mais elevado prêmio de liquidez, não sendo, deste modo, moeda.

Quanto à segunda questão, não estamos habilitados a respondê-la completamente, uma vez que necessitaríamos da diferenciação exata, na visão do autor, entre incerteza e certeza subjetiva, ou seja, se os dois não significam a mesma coisa. De outro modo, quão longe podemos levar tal “certeza”, senão ao ponto de identificarmos uma preferência *absoluta* pela liquidez em face da convicção de que os preços irão cair? E ainda que assim seja, devemos ressaltar que estaríamos tratando somente da incerteza ligada ao motivo especulativo, desconsiderando o motivo precaucional.

Feita essa digressão, voltemo-nos à observação de que Lachmann parece perseguir uma função de demanda por moeda onde a incerteza funcione como uma variável explicativa, observando que mesmo Keynes trabalhou somente com um tipo especial de incerteza, qual seja a incerteza quanto ao futuro das taxas de juros⁵⁸, e que sua especificação da demanda por moeda pelo motivo precaucional acaba por estabelecer uma relação causal somente com a renda. Parece escapar a Lachmann a alternativa de Keynes ter trabalhado, neste caso, com um modelo de equilíbrio estacionário, onde o estado de expectativas é mantido constante, não implicando a ausência da incerteza, e que este, ao variar, influencia diretamente a demanda por moeda.

As palavras conclusivas de Lachmann (1937: 306) nessa seara acentuam o contraste, uma vez que este considera que somente a “incerteza pode ser reconhecida como a causa da preferência pela liquidez, se a primeira se reportar à relação entre credor e devedor”. Portanto, a única anuência dada à incerteza, enquanto determinante da posse de moeda, é feita a partir da existência de débitos em moeda, ou seja, da observação de que os contratos para pagamentos futuros são denominados em moeda, sendo então a demanda por moeda – única e última forma de pagamento dos débitos, parcialmente justificada por intermédio da incerteza, uma vez que a posse de outros bens não assegura a quitação das dívidas (Lachmann, 1937: 302-305). No entanto, ao assim proceder, este autor acaba por se dirigir a um tipo diferente de moeda parcial, qual seja, à moeda como unidade de conta, não atingindo uma “moeda plenamente desenvolvida” por estar se restringindo a formas de demanda por moeda não-voluntárias.

⁵⁸ Esta observação sendo válida somente no que concerne ao motivo especulação.

A afinidade entre estas duas diferentes funções da moeda (unidade de conta e reserva de valor) e a relação das mesmas com a incerteza encerra um tópico de difícil tratamento, de modo que nos dedicaremos, neste momento, a aprofundá-lo um pouco, iniciando pela conceituação de meio de pagamento de Goodhart (1975), uma vez que esta é efetuada de modo a poder abranger as duas funções acima, terminando por fazer uma ligação em comum entre estas e a incerteza.

A particular definição de meio de pagamento adotada por Goodhart (1975), na qual a moeda é encarada como o *destino final* dos pagamentos, no que se diferencia de um meio de troca na medida em que este, apesar de aceitável para trocas futuras, não repousa em seu destino final⁵⁹, o permite afirmar que “a necessidade de moeda como um meio de pagamento é causada pela existência de incerteza” (Goodhart, 1975: 1). Neste sentido, o meio de pagamento “pode ser uma reserva de valor e, em geral, se mostra mais eficiente considerar o meio de pagamento como a unidade de conta” (*ibid*: 2). Este conclui que “a função principal da moeda, definida como um meio de pagamento especializado, é satisfazer e aliviar problemas de troca sob condições de incerteza” (*ibid*: 3, grifos retirados).

Se por um lado se ganha em generalidade ao abarcar duas das funções da moeda, permitindo-nos relacioná-las de uma só vez à incerteza, perde-se em precisão, ao não nos possibilitar explicitar as relações entre a demanda por moeda como defesa contra a incerteza e a função de reserva de valor, tampouco entre a incerteza e a função de unidade de conta, a qual, através da fixação do padrão no qual os contratos são denominados, tende a reduzir (ou repartir) a primeira. É precisamente este ponto que a abordagem de Davidson (1978, 1994) elucida, nos mostrando as ligações entre as funções de unidade de conta e de reserva de valor, e entre as mesmas, separadamente, e a incerteza.

Para Davidson (1978, 1994), o bom funcionamento da moeda como unidade de conta parece constituir uma condição *sine qua non* para que esta seja reserva de valor⁶⁰. Se a moeda cumpre integralmente sua função de unidade de conta, será logicamente o padrão no qual os contratos para pagamentos futuros serão denominados, o que proporcionará o sentido necessário à retenção de

⁵⁹ Definido deste modo, o “meio de pagamento especializado” parece representar o equivalente geral das mercadorias, o que, nos capítulos iniciais do *Tratado sobre a moeda*, se apresenta como moeda propriamente dita, portadora do poder de compra em geral, a qual é hierarquicamente superior à moeda bancária, esta última sendo mero registro contábil do reconhecimento de débitos (somente meio de troca para Goodhart), de modo que a moeda bancária *serve* como moeda, mas *não é*, nesta acepção, moeda. (Keynes, 1930a). Goodhart atribui esta definição a Shackle, a qual nos parece aclarada por Chick (1992: 145) em sua tentativa de explicar o pagamento neste contexto: “O pagamento é efetuado quando a transação é completamente fechada, o débito efetivado, e nenhum contato ulterior entre as partes necessário ou esperado”.

⁶⁰ A primazia da função de unidade de conta na obra de Keynes foi destacada na nota 5, acima.

moeda. Deste modo, a demanda por moeda como reserva de valor só acontece quando o cumprimento de uma outra função, a de unidade de conta, é garantido por alguma instituição:

“Contratos são conseqüentemente essenciais ao fenômeno da moeda, e a existência de instituições que possam fazer cumprir a execução dos compromissos contratuais para a ação futura é essencial ao prover confiança na operação futura do sistema monetário. Portanto, a existência de instituições, normalmente operando sob a égide do Estado, fornece garantia da continuidade entre o presente e o futuro que é necessária se alguém está para reter moeda como uma reserva de valor” (Davidson, 1978: 147)⁶¹.

Neste contexto, a interpretação de Carvalho (1992) nos permite o retorno à concepção de meio de pagamento utilizada por Goodhart, no que tange à sua transfiguração em reserva de valor, ao mesmo tempo em que capta o essencial da conexão entre as funções de unidade de conta e reserva de valor, tal como explicitada por Davidson:

“Se a função de moeda de conta é garantida por um sistema desenvolvido de contratos que a projeta no futuro, o objeto que executa as obrigações contratuais não será aceito somente como um meio de liquidar obrigações correntes, mas também será acreditado como um meio de executar compromissos futuros. Em outras palavras, o meio de pagamento se torna uma reserva de valor muito eficiente” (Carvalho, 1992: 102).

Com esta garantia da função de unidade de conta e a conseqüente existência de contratos fixados no padrão monetário, a incerteza existente quanto aos fluxos de renda futuros é repartida entre as partes contratantes⁶², de modo que a percepção de incerteza é reduzida:

“Em um mundo de incerteza onde a produção leva tempo, a existência de contratos em moeda permite a repartição das cargas de incertezas entre as partes contratantes quando recursos estão para ser comprometidos para produzir um fluxo de bens para uma data de entrega no futuro” (Davidson, 1978: 149).

Assim, após estabelecermos os laços existentes entre estas duas funções da moeda e também a ligação entre a função de unidade de conta e a incerteza, resta-nos observar que Davidson, como já explicitado anteriormente, reforça a idéia de que a incerteza quanto ao curso futuro dos eventos econômicos se traduz na posse de moeda devido aos motivos precaucional e especulativo, identificados diretamente com a função de reserva de valor.

A redução do papel da incerteza na posse de moeda à relação entre credor e devedor, como efetuada por Lachmann (1937), evidencia, portanto, o caráter ilusório de equivalência entre sua formulação e uma pós-keynesiana, ao destacarmos que a moeda como unidade de conta não encerra a totalidade de suas funções no simples reconhecimento do fato de que os contratos são

⁶¹ No mesmo sentido, ver Davidson (1994: 102).

⁶² Fazendo referência à repartição da incerteza, consultar também Dow (1993: 19), a qual afirma que “denominar contratos em uma mercadoria intermediária, a moeda, permite uma repartição da incerteza entre o comprador e o vendedor”.

fixados em moeda, bem como falha em captar as relações essenciais existentes na posse de moeda como defesa frente à inextinguível incerteza quanto ao futuro.

Objetivando dar um tratamento formal ao tema, atribuindo utilidade à posse de moeda e verificando as conseqüências disto num contexto de equilíbrio geral, Patinkin (1948) opta por seguir de perto e explicitamente as idéias de Rosenstein-Rodan (1936), buscando uma distinção entre uma economia de trocas puras e uma monetária e admitindo *ab initio* que as pessoas retêm moeda por causa da incerteza quanto ao futuro: “A entrada da moeda na função de utilidade (que é uma condição necessária para uma teoria monetária) representa, deste modo, a satisfação derivada pelos indivíduos em reter moeda como um meio de lidar com a incerteza”⁶³ (Patinkin, 1948: 136).

Assim, Patinkin (1948: 140-143) demonstra que a inserção da moeda no sistema clássico (na acepção dada por este autor), onde os indivíduos não derivam qualquer utilidade direta da mesma (sendo sua utilidade derivada indiretamente da utilidade dos bens que esta pode adquirir), não traz quaisquer modificações a uma economia de trocas puras, sendo inconciliável com estoques iniciais de moeda, ou seja, não há demanda voluntária por moeda. Logo, uma economia em que a moeda não possua qualquer utilidade intrínseca é, claramente, uma economia não-monetária, o que demonstra a incompatibilidade de uma análise que inclua a moeda num arcabouço de uma economia de escambo. Neste referencial, Patinkin (1948: 154) conclui:

“Nosso mundo é um dinâmico, incerto – e, portanto, um mundo no qual a moeda tem funções muito importantes a desempenhar. Consequentemente qualquer tentativa realística de descrever este mundo precisa estar preparada para a inclusão da moeda na função de utilidade. [...] Até que essas coisas sejam feitas, nossas análises tratarão não de uma economia monetária real, mas de uma emascuada na qual a moeda cumpre meramente a função de uma unidade de conta”.

⁶³ Apesar de não enfatizar a incerteza como determinante, em última instância, da utilidade da moeda, Hicks (1935: 3) também clama pela atribuição de utilidade a esta: “As pessoas escolhem ter moeda ao invés de outras coisas e, portanto, no sentido relevante, a moeda deve ter uma utilidade marginal”. No entanto, tal assertiva pode parecer um tanto vaga e contraditória, pois, como afirma Davidson (1994: 86), “na ausência de incerteza, a teoria econômica não pode explicar por que pessoas racionais, maximizadoras de utilidade, retêm moeda ao invés de bens como uma reserva de valor”. Contrastar essa assertiva de Hicks (1935) com um artigo anterior, no qual afirma que “de fato, as pessoas sempre demandam moeda como moeda – não porque esta tem uma utilidade direta para elas, mas porque esta pode ser usada para fazer pagamentos futuros. Em adição à demanda por moeda como uma mercadoria, existe uma demanda que advém diretamente da ignorância do futuro” (Hicks, 1933: 35). Curiosamente, Graziani (2003: 10-11) atribui ao rigor de Hicks (1933) o fato de este ter sido reconhecido por resolver a controvérsia acerca da utilidade da moeda, afirmando que o mesmo deixou claro que a moeda gera utilidade na forma de proteção contra a incerteza. Aqui, cabe a ressalva que a “ignorância do futuro” que Hicks (1933) parece levar em conta é exclusivamente quanto aos pagamentos: “é somente para satisfazer pagamentos futuros incertos que um estoque de moeda é necessário” (Hicks, 1933: 34).

Percebe-se que, para este autor, a inclusão da moeda na função de utilidade implicaria o reconhecimento da incerteza e, por conseguinte, da moeda como reserva de valor e não apenas como unidade de conta, tornando-a uma “moeda plenamente desenvolvida”, tudo de um só golpe. Se assim não for, entretanto, a contribuição de Patinkin nos serve, ao menos através de uma heurística negativa, para reforçar o caráter parcial, e mesmo não-monetário, das abordagens que ignoram a função de reserva de valor e consideram a moeda como um véu onde se ocultam as transações.

Buscando uma explicação subjacente à posse de moeda como um ativo, Tobin (1958) nos apresenta uma das mais difundidas abordagens “keynesianas” para a demanda por moeda, enumerando “duas fontes possíveis da preferência pela liquidez [...]. A primeira é a inelasticidade das expectativas das taxas de juros futuras. A segunda é a incerteza sobre o futuro das taxas de juros” (Tobin, 1958: 67). Passo a passo, este autor parte de um mundo no qual as taxas de juros futuras são perfeitamente conhecidas (e, portanto, também os ganhos ou perdas de capital) e existem, individualmente, preferências absolutas por moeda ou por títulos, para um outro em que, para o investidor individual, “será suposto, em vez de estar incerto sobre g [ganhos ou perdas de capital], que baseará suas ações em sua estimativa das distribuições de probabilidade” (*ibid*: 71).

Deste modo, este autor caminha em claro retrocesso rumo à já discutida abordagem de Hicks (1935), para uma representação da economia onde os ganhos de capital seguem uma distribuição com média zero e variância conhecida, e a dispersão (neste caso medida pelo desvio padrão) se constitui na representação imediata da incerteza, esta última presente somente na medida em que os retornos esperados não são valores únicos, de modo que “é intuitivamente claro que o risco de um *portfolio* deve ser identificado com a dispersão dos retornos possíveis” (Tobin, 1958: 72, grifos nossos).

Tal abordagem de *portfolio* para a demanda por moeda pode ainda ser encontrada em trabalho posterior de Hicks (1967), no qual este permanece atrelado à idéia de um risco passível de probabilização, escapando-lhe o significado atribuído por Keynes (e recuperado pelos pós-keynesianos) à incerteza, e admitindo (novamente) somente uma incerteza quanto aos ganhos resultantes (*ibid*: 20) e quanto à data planejada de realização (*ibid*: 33), seguindo, ademais, um raciocínio em que todos os eventos são conhecidos e podemos atribuir probabilidades (subjetivas) aos mesmos.

Muito embora Goodhart (1975: 40) também persiga a “relação entre vários aspectos da incerteza e a demanda por moeda”, este acaba por adotar uma abordagem de *portfolio*, seguindo Tobin (1958), na qual o único aspecto relevante é a incerteza quanto aos preços dos ativos⁶⁴, reduzida à análise de média / desvio padrão, o que o leva a concluir que, “exceto por propósitos de transações diretas, i.e. por retenções em períodos muito curtos, é difícil observar encaixes monetários exercendo um papel apreciável nas carteiras de ativos como uma defesa contra a incerteza quanto ao preço dos ativos” (Goodhart, 1975: 42).

Em trabalho que também destaca as recorrentes “falhas de comunicação” entre as escolas de pensamento em economia, Dow (1993: 10) acaba por atacar, transversalmente, a noção de incerteza utilizada nessa linha das abordagens de *portfolio*, destacando a clara incompatibilidade desta com a corrente na abordagem pós-keynesiana:

“Os pós-keynesianos têm, através de esforços continuados, enfatizado o ponto de que Keynes tratou da moeda como uma reserva de riqueza, da formação de expectativas sob incerteza, e do tempo histórico. [...] Tobin (1958) tenta incorporar a incerteza em seu modelo de seleção de *portfolio*. Mas ele está usando o termo de uma maneira completamente diferente da utilizada pelos pós-keynesianos”.

Em sua cruzada contra estes modelos de *portfolio* para a demanda por moeda, Davidson (1978: 208) destaca algumas características negativas dos mesmos, principalmente no que se refere à falta de realismo, causada mormente pelo não-reconhecimento da incerteza: “Modelos monetários teóricos de balanço de *portfolio* baseados nas leis de probabilidade dizem respeito somente a experimentos idealizados e precisam ser modificados se estes forem ser aplicados para um mundo de incerteza – o mundo real”.

Davidson, no entanto, não deixa de reconhecer que a diversificação de carteira é um fenômeno presente e explicável num ambiente de incerteza, se contrapondo apenas ao reducionismo presente nos modelos de *portfolio* quanto a características *especificamente* monetárias, como a incerteza, influenciando a demanda por moeda:

“Naturalmente, num mundo de incerteza, é improvável que a maior parte das pessoas tenha confiança absoluta em qualquer expectativa de futuros ganhos ou perdas de capital que eles possam ter. É provável que poucos poupadores sejam altistas [*bulls*] ou baixistas [*bears*] completos. A maioria das pessoas sensatas reterá um *portfolio* mesclado de moeda e outros ativos líquidos – preferivelmente a colocar todos os seus ovos de liquidez em uma cesta” (Davidson, 1994: 115).

⁶⁴ Para propósitos transacionais, Goodhart (1975: 24-30) também ressalta a incerteza quanto aos recebimentos.

Alternativamente, podemos tomar a observação de Minsky (1982: 131) de que “ativos que oferecem proteção contra uma crise de liquidez ou um mercado de ativos temporariamente desorganizado seriam parte de um *portfolio* racional sob quaisquer circunstâncias”.

4. PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ

Neste capítulo, começaremos por esclarecer os traços distintivos, na interpretação aqui oferecida, entre as teorias da demanda por moeda e da preferência pela liquidez. Isso será feito através de duas distinções auxiliares: entre entesouramento e propensão a entesourar, e entre os modelos de equilíbrio estacionário e móvel. Assim, tentaremos defender que a *differentia specifica* da teoria da preferência pela liquidez reside na *precificação* dos ativos outros que não a moeda, antes do que na simples generalização da *escolha* entre ativos a partir da ampliação da gama de ativos líquidos, uma vez que tal ampliação apenas logra transferir o foco da demanda pelo *ativo* líquido por excelência, a moeda, para a demanda por *ativos* de maior liquidez relativa, dados os retornos totais.

O entendimento aqui instilado é o de que a teoria da preferência pela liquidez pode ser expressa mesmo no mundo dicotômico em que a escolha se dá entre a moeda e um outro ativo, a partir da alteração do prêmio requerido para não entesourar, a qual influencia na precificação *do* ativo não-líquido, isto é, na determinação *da* taxa de juros. Este contrasta com a idéia de que a extensão do número de ativos poderia caracterizar a passagem da demanda por moeda para a preferência pela liquidez, sendo a especificidade dessa distinção exposta num nível mais elementar de análise, e o aumento do número de ativos indicando somente a generalização de um princípio definidor básico.

Deste modo, após o esclarecimento dessa distinção, a qual, como veremos, muito deve à abordagem de Carvalho (1992) e se distancia da de Wray (1990), faremos breves comentários acerca da exposição diagramática usual para a demanda por moeda, conectando-a com a diferenciação aqui proposta, e adentraremos na teoria da preferência pela liquidez *da* taxa de juros, para somente depois caracterizarmos a preferência pela liquidez como uma teoria da escolha e precificação de ativos em geral.

4.1. Entesouramento *versus* propensão a entesourar

Prosseguindo com o proposto neste trabalho, devemos, para fins de diferenciação entre o caso mais simples, de demanda por moeda, e o mais geral, de preferência pela liquidez, começar pela distinção entre entesouramento e propensão a entesourar. A equação explicitada por Keynes no capítulo 15 da *Teoria Geral*, acima reproduzida (1), trata da versão mais simples, do seu

tratamento para a demanda por moeda, onde o que importa são as *quantidades* efetivamente retidas, isto é, o montante entesourado, dependente da renda e da taxa de juros, sendo que, nessa simplificação, a taxa de juros determina unidirecionalmente tal montante.

No caso da preferência pela liquidez, o conceito relevante a ser trabalhado é o de propensão a entesourar, tal propensão devendo ser entendida na acepção de desejo pelo entesouramento, o qual pode ou não ser satisfeito por mudanças efetivas nas quantidades, mas também por mudanças nos preços dos ativos. Assim, devemos notar que esta distinção também poderia ser feita, numa primeira aproximação em que a moeda é encarada como o único ativo líquido, através da terminologia utilizada por Hansen (1949: 43, grifos no original), considerando como equivalentes as expressões propensão a entesourar e “encaixes monetários *desejados*”, e entesouramento e “encaixes monetários *efetivos*”⁶⁵. De qualquer forma, neste contexto, não podemos mais trabalhar nos termos de uma relação em que juros determinam inequivocamente o entesouramento.

Essa distinção, bem como a adequação do conceito de propensão a entesourar ao contexto da preferência pela liquidez, fica clara (ou deveria) na *Teoria Geral*, quando Keynes (1936: 174, grifos no original) afirma:

“O conceito de *entesouramento* pode ser considerado como uma primeira aproximação do conceito de *preferência pela liquidez*. De fato, se substituíssemos “entesouramento” por “propensão a entesourar”, chegaríamos substancialmente à mesma coisa. Porém, quando por “entesouramento” queremos significar um aumento efetivo dos encaixes líquidos, esta é uma idéia incompleta – e seriamente enganosa se nos induz a pensar em “entesouramento” e “não entesouramento” como simples alternativas. Pois a decisão de entesourar não é tomada irrestritamente ou sem considerar as vantagens oferecidas para separarmos-nos da liquidez”.

Tão cedo quanto em 1931, no entanto, respondendo a críticas de Robertson (1931) ao *Tratado sobre a moeda*, Keynes (1931) parece ter cunhado a expressão “propensão a entesourar” e realizado a distinção aludida acima. Contudo, uma vez que no *Tratado* os depósitos de poupança (*savings deposits*) correspondiam à parcela da moeda que possuía fins alternativos (Keynes, 1930a), como veremos mais detidamente abaixo, era somente a esta que se referiam os conceitos contrapostos. Keynes (1931: 412) chama a atenção para a necessidade de separarmos

⁶⁵ Na interpretação de Hansen (1949), no entanto, tal distinção seria uma peculiaridade da análise marshalliana, a qual estaria focada na primeira definição, sendo que a versão de Marshall para a Teoria Quantitativa da Moeda se diferenciaria da de Fisher justamente por enfatizar as variações na *propensão* a entesourar: “O desejo do público em reter saldos monetários – “preferência pela liquidez” – entra como um fator decisivo. [...] Em contraste com a Teoria Quantitativa pura [...] a análise marshalliana introduz o desejo (ou propensão) do público em reter saldos monetários” (Hansen, 1949: 50-51).

esta idéia de entesouramento da curva “representando as preferências relativas dos possuidores de capital por depósitos de poupança e outros ativos de capital respectivamente (ou, como eu tenho por vezes colocado, por ativos líquidos e não-líquidos respectivamente)”.

E é justamente ao mostrar insatisfação com a denominação anterior desta curva que Keynes (1931: 412-413) propõe uma alternativa: “Esta curva é o que eu defini – não muito felizmente talvez – como o “estado ou grau de baixismo.” [*bearishness*] Teria sido melhor chamá-la de “propensão a entesourar””. Deste modo, antecipa em grande medida a teoria da preferência pela liquidez:

“O ponto é que, quando um possuidor de capital está decidindo se prefere ativos líquidos ou não-líquidos, sua decisão final depende não somente do seu “estado de preferência,” ou sua “propensão a entesourar,” ou seu “grau de baixismo” (seja como se prefira colocar), *i.e.* do formato de sua curva de demanda por ativos líquidos, dado o preço dos ativos não-líquidos, mas também de qual é o preço dos ativos não-líquidos. Portanto, o montante de “entesouramentos” ou ativos líquidos que ele de fato retém tem que guardar a devida relação não somente com sua propensão a entesourar, mas também com o preço dos ativos não-líquidos. [...] Sua decisão de reter depósitos inativos não é – como Mr. Robertson quase parece supor – uma decisão absoluta ou sem consideração dos preços dos outros ativos” (Keynes, 1931: 413).

Em concordância com os que defendem que a teoria da preferência pela liquidez já estava presente no *Tratado sobre a moeda*⁶⁶, podemos notar que a natureza das passagens acima, tanto a de *The Economic Journal*, quanto a da *Teoria Geral*, é a mesma do seguinte trecho, retratando que a decisão acerca da liquidez não é tomada independentemente do preço do ativo não-líquido:

“Assim, quando um indivíduo está mais inclinado que antes a reter sua riqueza na forma de depósitos de poupança e menos inclinado a retê-la em outras formas, isso não significa que ele está determinado a retê-la na forma de depósitos de poupança a *qualquer preço*. Isso significa que ele privilegia os depósitos de poupança (por qualquer razão) mais do que antes ao nível de preços vigente para outras securities. Mas a sua aversão a outras securities não é absoluta e depende de suas expectativas quanto ao retorno futuro a ser obtido dos depósitos de poupança e de outras securities respectivamente, que são obviamente afetadas pelo preço das últimas” (Keynes, 1930a: 127-128, grifos no original).

O que precisamos fixar, por ora, é a idéia de que “um aumento na taxa de juros é um expediente *alternativo* a um incremento no entesouramento para satisfazer uma preferência pela liquidez ampliada” (Keynes, 1937a: 211, grifos no original), uma vez que uma mudança na propensão a entesourar não significa uma mudança efetiva no montante entesourado. A partir dessa percepção de que a teoria da preferência pela liquidez se refere à propensão a entesourar, de

⁶⁶ Ver, em especial, Bibow (2005: 12-13) que, ao entender que no *Tratado* está apresentada uma teoria da preferência pela liquidez com foco no comportamento dos bancos, acaba por oferecer pontos de tangência com o aqui exposto. Ademais, Macedo e Silva (2007), identificando a falta de alguns “detalhes monetários” na *Teoria Geral*, estes presentes no *Tratado*, passa por vários dos temas tratados no presente capítulo.

modo que aumentos na taxa de juros funcionam como alternativas ao entesouramento *stricto sensu*, claro está que a mesma é determinada concomitantemente ao montante entesourado⁶⁷.

4.2. Equilíbrio estacionário *versus* equilíbrio móvel

Podemos traçar ainda uma fronteira complementar entre a demanda por moeda e a preferência pela liquidez através da divisão metodológica proposta por Kregel (1976)⁶⁸, grosso modo, afirmando que a passagem de Keynes da primeira para a segunda consiste na transição de um modelo de equilíbrio estacionário para um modelo de equilíbrio móvel; isto é, de um modelo em que as expectativas de longo prazo são supostas constantes e independentes das de curto prazo, para um modelo em que as mesmas são interdependentes e variam ao longo do tempo.

Numa alusão expressa a estas duas formas de teorização utilizadas em sua obra, Keynes (1936: 293-294, grifos no original) destaca o papel central ocupado pela moeda no contexto da definição dos níveis de produto e emprego como um todo, o qual só faz sentido em sua análise a partir da determinação da taxa de juros pela preferência pela liquidez⁶⁹:

“Talvez pudéssemos traçar nossa linha divisória entre a teoria do equilíbrio estacionário e a do equilíbrio móvel – querendo designar com o último a teoria de um sistema onde variações de pontos de vista sobre o futuro são capazes de influenciar a situação presente. *Pois a importância da moeda decorre essencialmente desta ser um elo entre o presente e o futuro.* [...] A moeda, considerada em seus atributos significativos, é, acima de tudo, um dispositivo sutil para ligar o presente ao futuro; e nós não podemos sequer começar a discutir o efeito de expectativas mutáveis sobre as atividades correntes senão em termos monetários”.

Ao considerarmos a moeda num modelo de equilíbrio móvel, estamos tratando da preferência pela liquidez propriamente dita e admitindo a interdependência entre as expectativas,

⁶⁷ “Esse montante [entesourado] por si mesmo não pode dar qualquer indício do grau da propensão a entesourar ou de mudanças neste grau” (Keynes, 1931: 413). “Por esta razão não é verdade, como Mr. Hawtrey mantém, que a importância de minha teoria pode ser testada examinando a magnitude e a variabilidade dos entesouramentos” (Keynes, 1937b: 251n).

⁶⁸ Existem outras propostas de divisão metodológica da obra de Keynes em três modelos, a exemplo da efetuada por Kregel (1976). Uma é a de Dutt e Amadeo (1990) que, apesar de ter por finalidade precípua a confecção de critérios de comparação entre neo-ricardianos e pós-keynesianos, acaba por sugerir a idéia de modelo histórico, compatível com o equilíbrio móvel de Kregel (1976): “No modelo histórico, efeitos de realimentação entre as variáveis determinadas e as determinantes, e alterações dos fatores determinando as variáveis independentes, são considerados. Mudanças nas expectativas de longo-período, por exemplo, afetarão não somente o rendimento prospectivo dos bens de capital, mas também o estado de preferência pela liquidez e, portanto, a taxa de juros” (Dutt e Amadeo, 1990: 37). Outra proposta é a de Chick (1998), que usa diferentes noções de período e faz paralelos explícitos com Kregel (1976).

⁶⁹ No entanto, devemos notar que em seus textos preparatórios, rumo à *Teoria Geral*, tal centralidade já era clara, a julgarmos pela afirmação de que numa economia monetária, “a moeda executa uma parte própria e afeta motivos e decisões, sendo, em resumo, um dos fatores operantes na situação, tal que o curso dos eventos não pode ser previsto, seja no longo período ou no curto, sem um conhecimento do comportamento da moeda entre e o primeiro estado e o último” (Keynes, 1933a: 408-409).

o entesouramento e a taxa de juros, uma vez que “flutuações no grau de confiança são capazes de possuir um efeito muito diferente, a saber, modificando não o montante que é de fato entesourado, mas o tamanho do prêmio que tem que ser oferecido para induzir as pessoas a não entesourarem” (Keynes, 1937a: 216).

Na *Teoria Geral*, Keynes trata especificamente deste ponto já ao discutir o motivo especulação, diferenciando variações da taxa de juros ao longo da função de liquidez das mudanças nas expectativas que afetam diretamente essa função, as quais geram deslocamentos da mesma, ao destacar que é

“importante distinguir entre as mudanças na taxa de juros que são atribuíveis às alterações na oferta de moeda disponível para satisfazer o motivo especulação, sem que ocorra qualquer alteração na função de liquidez, daquelas que são principalmente atribuíveis às alterações nas expectativas que afetam a função de liquidez propriamente dita” (Keynes, 1936: 197).

Nesse último caso, contrariamente à resposta contínua da demanda por moeda a alterações graduais na taxa de juros, dado o estado de expectativas, “mudanças na própria função de liquidez, resultantes de modificações nas informações que provocam revisão das expectativas, serão frequentemente descontínuas e, portanto, produzirão descontinuidades correspondentes nas variações da taxa de juros” (Keynes, 1936: 198). Tomando mais uma vez a interpretação de Chick (1983: 207), podemos também afirmar que “uma mudança na taxa normal irá, naturalmente, deslocar a função”.

Quando tratamos do motivo especulação, no capítulo relativo à demanda por moeda, apontamos a estabilidade da taxa normal de juros como correspondente à estratégia de considerar as expectativas de longo prazo como independentes das de curto prazo (Chick, 1983), ou seja, situávamo-nos num modelo de equilíbrio estacionário. Assim, as funções de liquidez também não se alterariam e poderíamos tratar de um modelo de demanda por moeda em que o montante entesourado responde passivamente a alterações na renda e na taxa de juros, sendo que, no que respeita a essa última, claramente as alterações seriam originadas pela oferta de moeda, uma vez que as expectativas que poderiam modificar essa segunda função de liquidez seriam mantidas constantes.

Precisamos notar também que, na primeira função de liquidez, que responde a alterações no nível de renda, além dos determinantes “técnicos” que amoldam a velocidade-renda da moeda, concernentes ao motivo transação, estão presentes considerações relativas ao estado de confiança, o qual deve ser levado em conta para a formação das expectativas de longo prazo que, se forem

tratadas como passíveis de variação, afetarão também a demanda precaucional por moeda. No caso de um modelo de demanda por moeda, aqui também caracterizado por apresentar equilíbrio estacionário, tais expectativas não são assim tratadas, portanto, também a demanda por moeda devida ao motivo precaução responderá passivamente a alterações no nível de renda.

Deste modo, a exemplo do efetuado na discussão sobre a demanda por moeda, quando diferenciamos a incerteza (quanto à taxa de juros) relevante para o motivo especulativo da incerteza (fundamental) atuante nos saldos por precaução, devemos aqui entender que tanto as mudanças acerca da taxa normal de juros, quanto às relativas ao estado de confiança, ao serem consideradas, podem gerar impactos na taxa de juros ou alterações no montante entesourado, o que dependerá do comportamento da oferta de moeda. Assim, estamos tratando de um modelo de equilíbrio móvel, em que as expectativas de longo e curto prazos são consideradas interdependentes e passíveis de variação, de sorte que alterações na propensão a entesourar, provenientes dos motivos especulação e precaução, são agora vislumbradas.

Portanto, visto que alterações na preferência pela liquidez podem ocorrer sem que, para tal, ocorram modificações nas quantidades entesouradas, a partir da alteração do prêmio de liquidez requerido para a manutenção da mesma quantidade de moeda, o qual pode impactar na taxa de juros, acompanharmos a evolução de um agregado monetário representativo da demanda por moeda e atribuímos aos seus incrementos as conseqüentes elevações da taxa de juros, é desprezarmos o papel (enquanto lei psicológica) de alterações na preferência pela liquidez afetando somente uma propensão, e não valores absolutos no entesouramento.

4.3. Demanda por moeda e preferência pela liquidez numa representação diagramática⁷⁰

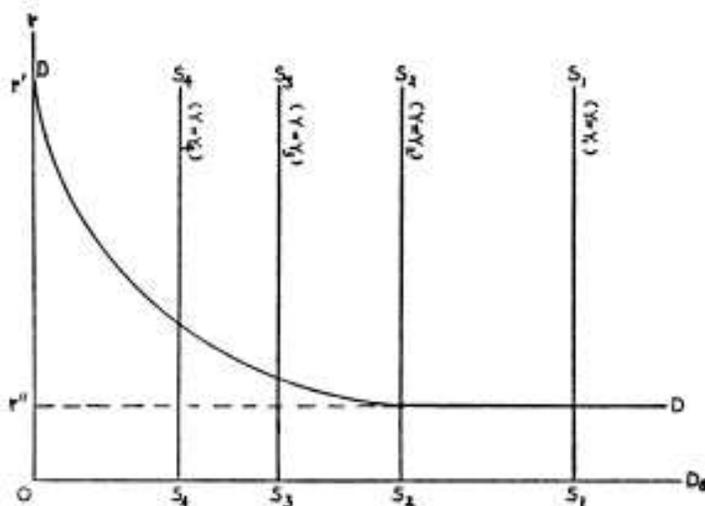
Tendo em vista discutir a adequação da representação gráfica usual da demanda por moeda à nossa discussão, façamos um breve *détour* de percurso que, não obstante, pode nos ajudar a aclarar alguns pontos levantados anteriormente. Tomemos como referência o diagrama apresentado por Modigliani (1944), o qual nos permite discutir tanto uma representação da demanda por moeda presente na síntese neoclássico-keynesiana, quanto a representação que se tornou o padrão das versões apresentadas em diversos livros-texto nos últimos anos.

Neste diagrama, reproduzido abaixo, podemos identificar uma curva de demanda por moeda (D), sensível a variações nas taxas de juros, e diversas curvas de oferta de moeda (S com

⁷⁰ Registro aqui uma dívida com Antonio Carlos Macedo e Silva, por ter me incitado a expressar a diferenciação pertinente entre demanda por moeda e preferência pela liquidez também nesses termos.

subscritos de 1 a 4), traçadas após descontados os saldos para transação e por isso interpretadas como representando distintos níveis de renda (Y de 1 a 4) para uma dada oferta de moeda. O mecanismo subjacente deve ser tal que aumentos no nível de renda gerem aumentos proporcionais nos encaixes transacionais (e também precaucionais) que, para uma dada oferta de moeda, drenam os saldos especulativos de tal sorte que seja necessária uma taxa de juros maior para compensar as quantidades reduzidas de moeda para especulação. Assim, aumentos no nível de renda devem ser identificados com diminuições na oferta de moeda para especulação, dada a oferta total de moeda.

Gráfico 1 – Representação das curvas de oferta e demanda de moeda



Fonte: Modigliani (1944: 55).

A explicação para isso reside no fato de que a curva de demanda por moeda é traçada somente a partir da segunda função de liquidez, para um nível de renda dado, representando, portanto, a demanda por moeda para especulação. Deste modo, podemos dizer que tal função de liquidez está representando de maneira inequívoca a relação entre parte da demanda por moeda e taxas de juros: maiores as taxas de juros, menores os estoques de moeda demandados, exceção feita às regiões mais à direita do gráfico (após a curva de oferta S_2), nas quais a taxa de juros é pequena o bastante para fazer com que qualquer alteração na oferta de moeda se reflita em incrementos no montante demandado. Esse é o caso em que se concentrou uma grande parte da literatura que se seguiu, caracterizado como “armadilha da liquidez” ou, comumente, como “caso keynesiano”. Assim, congelado o nível de renda, tal diagrama cumpre adequadamente o papel de

representar uma teoria da demanda por moeda, para dado estado de preferência pela liquidez, que se baseia na equação (1), reproduzida abaixo:

$$M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r)$$

Nessa situação, a taxa de juros que equilibra oferta e demanda de moeda para especulação é definida simultaneamente à quantidade disponível de moeda (pelo menos graficamente) através da inserção de uma curva de oferta perfeitamente vertical. De fato, fixam-se duas coisas para determinar uma terceira. Na verdade, o montante entesourado (para especulação, no caso) sempre terá que ser igual à oferta de moeda para especulação e assim, para dada propensão a entesourar, obtemos a taxa de juros compatível com o equilíbrio. Esquemáticamente, poderíamos retratar o experimento típico envolvido como:

$$\overline{S}_M \equiv \overline{D}_M \equiv M = \overline{L}_1(Y) + \overline{L}_2(r)$$

Dentro dessa caracterização, a segunda função de liquidez está fixada e o que faz com que ocorram alterações na taxa de juros é uma mudança exógena na oferta de moeda (ou, alternativamente, na renda), graficamente, deslocamentos da curva de oferta de moeda. Esse é o caso, conforme destacado no tópico anterior, em que as expectativas não são tratadas como passíveis de variação. Assim, alterações na propensão a entesourar não são explicáveis se nos restringirmos à demanda por moeda.

Nas exposições mais recentes da determinação da taxa de juros pela intersecção entre curvas de oferta e demanda de moeda, estas têm sido traçadas tendo em vista representar quantidades totais ofertadas e demandadas de moeda, e não somente a parte relacionada aos saldos para especulação. Deste modo, alterações no nível de renda deslocariam a curva de demanda por moeda, e não a curva de oferta. Para uma oferta de moeda total também fixa (que poderíamos representar por uma das curvas de oferta do gráfico acima), aumentos da renda se refletiriam em deslocamentos para a direita da curva de demanda por moeda, logo, em incrementos na taxa de juros, agora como antes. Permanece o caso, portanto, em que a relação entre juros e demanda por moeda é imaginada para determinado nível de renda.

No caso de alterações da oferta, valem os deslocamentos desta curva nas mesmas direções. Assim, excetuando-se considerações acerca das regiões, inclinações e convexidades da

curva de demanda por moeda, mantêm-se as mesmas conclusões. Comumente, têm-se traçado curvas de demanda por moeda sem especificar-se as regiões perfeitamente horizontais, tão caras à síntese neoclássica, e a partir de uma leve convexidade (digamos, a existente entre as curvas S_2 e S_4 do gráfico acima), de modo que não restam considerações acerca do trecho tomado da curva de demanda por moeda.

Um segundo caso, que eventualmente poderíamos entender como adequado para representar a preferência pela liquidez nesse referencial, equivale a um deslocamento da própria função de demanda por moeda (D) não relacionado a alterações no nível de renda, o qual, no entanto, necessita de uma explicação externa à própria lógica da função de demanda⁷¹. Nesse caso, o “impulso” inicial parte precisamente de uma alteração na propensão a entesourar, na segunda função de liquidez (no próprio estado de preferência pela liquidez, nessa representação), que não pode encontrar explicação na mecânica que descreve os movimentos ao longo da curva de demanda por moeda.

Uma alteração na propensão a entesourar, para ser compatível com a teoria da preferência pela liquidez, deve ser explicada a partir de um modelo de equilíbrio móvel, no qual mudanças na taxa normal de juros ou no estado de confiança, supostamente passíveis de variação nesse caso, desloquem a curva de demanda por moeda, a partir da alteração da segunda função de liquidez⁷². Essa alteração na propensão a entesourar, representada pelo deslocamento da curva de demanda por moeda, se reflete na mudança do montante de moeda desejado, que pode ser conformado ou não, parcial ou completamente, por um deslocamento da oferta de moeda, sendo que a não satisfação da preferência pela liquidez alterada (que pode ser apenas parcial) acarreta uma mudança correspondente da taxa de juros⁷³. Esquematicamente:

$$S_M \equiv D_M \equiv M = \overline{L_1(Y)} + L_2(r)$$

⁷¹ Como, de fato, em qualquer descrição nos termos de curvas de oferta e demanda; os “choques”, que as movimentam, são, por definição, imputados sob justificativas alheias às próprias funções definidoras das curvas.

⁷² O que nos faz assinalar, como negativa, que uma justificativa outra para o deslocamento da curva de demanda por moeda, como, por exemplo, uma alteração nos esforços de parcimônia dos agentes, poderia fundamentar uma teoria diferente para a determinação da taxa de juros sob essa representação, não a teoria da preferência pela liquidez.

⁷³ Mais sobre esse ponto adiante, no apêndice a este capítulo.

Tal deslocamento da curva de demanda por moeda exige, portanto, uma explicação externa à sua própria teorização e é comumente menos discutido, por não apresentar conclusões tão diretamente obteníveis quanto as concernentes à oferta de moeda, em grande medida por causa do formato atribuído à mesma. A constatação mais expressa disso pode ser feita a partir das discussões acerca do deslocamento da curva LM, a qual é derivada justamente de curvas de oferta e demanda de moeda como as apresentadas no gráfico acima, que geralmente se referem somente a movimentos na oferta de moeda, uma vez que movimentos na demanda por moeda influiriam no formato da curva LM, alterando as relações de elasticidade da mesma e, portanto, a caracterização de regiões como keynesianas, clássicas, etc. Exceção deve ser feita às representações mais recentes, uma vez que, como destacado acima, estas têm sido realizadas de maneira a desconsiderar-se qualquer discussão sobre o trecho da curva de demanda tomado.

4.4. Teoria da preferência pela liquidez *da* taxa de juros

A partir do exposto nos tópicos acima, fica patente que a tentativa de esclarecer alguns pontos sobre a preferência pela liquidez nos leva, como corolário, à teoria dos juros em Keynes. Como Carvalho (1992: 97) colocou isso:

“Para estabelecer a legitimidade desta abordagem mais ampla [com relação a uma especificação alternativa da demanda por moeda] devemos observar primeiro que a preferência pela liquidez, mesmo restritamente entendida, não é uma teoria da demanda por moeda, mas uma teoria das taxas de juros”.

Assim, ainda que nos restrinjamos, como no decorrer dessa seção, a um modelo dicotômico de escolha e precificação de ativos, isto é, a um modelo no qual se escolhe demandar moeda ou títulos, devemos ressaltar que isso diz respeito à determinação *da* taxa de juros, e, portanto, podemos argumentar que estamos tratando da teoria da preferência pela liquidez, numa primeira aproximação, a qual não está circunscrita aos limites de uma teoria da demanda por moeda.

Uma idéia freqüente encontrada nos trabalhos de Carvalho (*e.g.* 1992, 1995, 1996a, 1996b, 1999) é a de que, nesse contexto, Keynes está lidando não com uma simples escolha entre dois ativos, mas com uma escolha entre dois compostos de ativos: monetários e não-monetários. Entretanto, isso não parece fazer diferença para os nossos propósitos, mesmo no que se refere à posterior generalização da escolha de ativos, a qual, até para permanecer manejável, deve ser pensada a partir de diversas estruturas de agregação. Nas palavras de Hicks (1989), ambas as interpretações estão presentes na *Teoria Geral*, pelo menos no que tange aos títulos:

“Sua [de Keynes] nova teoria da *preferência pela liquidez* era outro caso especial, onde a escolha estava restrita a dois ativos, moeda e securities; a última sendo interpretada às vezes como títulos de longo-prazo, às vezes como algo que representa as securities em geral. Assim, a teoria da preferência pela liquidez se tornou uma teoria *da taxa de juros*” (Hicks, 1989: 64, grifos no original).

De acordo com o aqui sugerido, não é meramente o montante entesourado que, quando confrontado com a quantidade de moeda disponível, determina a taxa de juros, passando esta última a significar “o ‘preço’ que equilibra o *desejo* de manter a riqueza em forma líquida com a quantidade de moeda disponível [...]. Se esta explicação for correta, a quantidade de moeda é o outro fator que, aliado à preferência pela liquidez, determina a taxa corrente de juros em certas circunstâncias” (Keynes, 1936: 167-168, grifos nossos).

É deste modo que o entesouramento e o preço pago para não entesourar funcionam como alternativas. Se uma preferência pela liquidez ampliada não é satisfeita pela posse *do* ativo mais líquido, a moeda, é porque, necessariamente, está posta uma alternativa em termos de incrementos na compensação pecuniária para não entesourar, na valoração indenizatória pela iliquidez relativa de um outro ativo que não a moeda. E esta é uma maneira de enunciar a teoria da taxa de juros enquanto determinada pela liquidez, como fez Keynes (1936: 167) ao afirmar que “a taxa de juros a qualquer momento, sendo a recompensa pela separação da liquidez, é uma medida da relutância daqueles que possuem moeda em se afastar dos seus controles líquidos sobre esta”. Ou seja, algo precisa ser oferecido como uma recompensa para não entesourar:

“[Os agentes] têm que ser subornados [*bribed*] – isto é, eles têm que ser compensados pecuniariamente pela liquidez reduzida dos outros ativos que não moeda. A taxa de juros, enquanto representativa dessa compensação, tem que ser aquela que é necessária para convencer os agentes “a separarem-se da liquidez.” Quanto maior o grau de iliquidez de um ativo, maior tem que ser, em equilíbrio, a compensação paga para convencer os detentores de riqueza a aceitarem os riscos que isso representa. Esse mecanismo de determinação da taxa de juros é a expressão fundamental da teoria da preferência pela liquidez” (Carvalho, 1995: 21, grifos no original).

Dando continuidade ao exposto acima, devemos considerar que, apesar de ainda não estarem presentes exatamente os mesmos elementos, tal “expressão fundamental”, isto é, o experimento conceitual típico da teoria da preferência pela liquidez, consta já do *Tratado* e, mesmo que avaliemos que Keynes falhou em deixar essa idéia clara nesta obra (Keynes, 1931: 412-413), devemos admitir que na defesa efetuada no ano seguinte, tal experimento se faz presente nos termos aqui propostos para diferenciar as teorias da preferência pela liquidez e da demanda por moeda: propensão a entesourar *versus* entesouramento.

Na seção III do décimo capítulo do *Tratado*, destinada a explicar (preliminarmente, como Keynes (1930a: 162) ponderou posteriormente) o nível de preços dos novos bens de investimento, Keynes administra exatamente o mesmo experimento conceitual encontrável no capítulo 13 da *Teoria Geral*, qual seja, a partir da existência de dois ativos, um líquido e um não-líquido, o preço oferecido pelo ativo não-líquido é determinado como alternativa ao montante do ativo líquido disponível.

“Deste modo, a mudança nas atrações relativas dos depósitos de poupança e securities, respectivamente, tem que ser satisfeita ou por uma queda no preço das securities ou por um incremento na oferta de depósitos de poupança, ou parcialmente por um e parcialmente pelo outro. [...] O nível de preços dos investimentos como um todo, e, portanto dos novos investimentos, é aquele nível de preços no qual o desejo do público de reter depósitos de poupança é igual ao montante de depósitos de poupança que o sistema bancário está propenso e apto a criar” (Keynes, 1930a: 128-129)⁷⁴.

De maneira bastante clara (e similar ao procedimento ulteriormente utilizado para a determinação da taxa de juros), Keynes descreve tal experimento em sua réplica a Robertson:

“Minha tese central no concernente à determinação do preço dos ativos não-líquidos é que, dados (a) a quantidade de depósitos inativos ofertados pelo sistema bancário, e (b) o grau da propensão a entesourar ou estado de baixismo, então o nível de preços dos ativos não-líquidos deve ser fixado em qualquer cifra que seja requerida para igualar a quantidade de entesouramentos que o público desejará entesourar àquele nível de preços com a quantidade de entesouramentos que o sistema bancário estiver criando. Em outras palavras, o preço dos ativos de capital não-líquidos é uma função da quantidade de depósitos inativos em combinação com o grau da propensão a entesourar” (Keynes, 1931: 413).

Uma ressalva necessita ser feita nesse ponto, porquanto feita pelo próprio Keynes na *Teoria Geral*, no que diz respeito à relação entre seu “estado de baixismo” e a “propensão a entesourar”. Embora Keynes (1936: 173-174) considere que há uma correspondência entre a preferência pela liquidez devida ao motivo especulativo, trazida na *Teoria Geral*, e o estado de baixismo, do *Tratado sobre a moeda*, não os classifica como equivalentes a partir da observação de que este último trata dos preços de ativos e débitos conjuntamente (ver Keynes, 1930a: 128).

A determinação do nível de preços dos bens de investimento, realizada por Keynes (1930a) no *Tratado*, que, como aqui defendido, consiste no embrião para a teoria da preferência pela liquidez, é somente uma parte de sua explicação para o nível de preços em geral – sua segunda equação fundamental –, sendo que a diferença entre esta parte e o nível de preços em

⁷⁴ Como Kregel (1992: 90) observa, referindo-se ao *Tratado*, o “preço dos ativos de capital, ou a taxa de juros, é dado pela relação entre a oferta de depósitos, determinada pelo sistema bancário, em comparação com a demanda do público por estes, como determinada pelo balanço entre os sentimentos altistas e baixistas”.

geral reside na determinação do nível de preços dos bens de consumo, encontrada na primeira equação fundamental (*ibid*: 122-124). Essa separação em duas instâncias para a explicação do nível de preços é a essência da teoria dos “dois preços” minskyana: “Existem de fato dois sistemas de preços em uma economia capitalista – um para o produto corrente e o outro para os ativos de capital” (Minsky, 1986: 143). Como bem notado por Kregel (1992: 91), “nós podemos identificar o *Tratado* como a fonte da teoria dos “dois preços” de Minsky”.

E é a partir desse referencial que Minsky desenvolve sua interpretação para a teoria da preferência pela liquidez, a qual recupera um elo perdido, entendendo que “Keynes tratou a preferência pela liquidez como uma relação entre a moeda e o nível de preços dos ativos de capital” (Minsky, 1982: 78). Em sua obra anterior, podemos notar como se concebe essa relação, num modelo simples de demanda por moeda:

“Nosso argumento é que é necessário introduzir explicitamente o nível de preços dos ativos de capital, P_k , como um determinante da demanda por moeda, tal que mudanças na quantidade de moeda, que levem a um movimento ao longo da função de preferência pela liquidez, ou mudanças na incerteza ou nas expectativas especulativas, que levem a um deslocamento da função de preferência pela liquidez, possam afetar o preço dos ativos de capital”⁷⁵ (Minsky, 1975: 75).

Deste modo, a via pela qual alterações na preferência pela liquidez afetam tais preços, na interpretação deste autor, é manifestada, qual seja, através da redução das margens de segurança: “Uma queda na preferência pela liquidez possibilita que ocorra um aumento na razão entre compromissos de pagamento de curto-termo e quase-rendas esperadas de curto-termo. Isso leva a um aumento no preço nominal dos ativos de capital” (Minsky, 1982: 74-75).

Nessa interpretação, não pode haver diferença entre uma queda da preferência pela liquidez e uma redução das margens de segurança; estas são o produto de uma melhora nas expectativas quanto aos ganhos esperados (um estado onde predominam as expectativas otimistas), a qual permite que sejam financiados projetos de investimento de prazo mais longo sem uma contrapartida imediata em termos de liquidez, aumentando a relação entre dívidas e ativos mais líquidos. Assim, essa queda na margem de segurança do financiamento (uma preferência pela liquidez reduzida), proporcionada pela elevação dos ganhos esperados dos ativos de capital, para dado estoque, implica aumento nos preços desses ativos, uma vez que variações nas quantidades supostamente não podem ocorrer (Minsky, 1986: 173-183).

⁷⁵ Como veremos a seguir, a reivindicação de Minsky acerca do preço dos ativos de capital é plenamente atendida ao pensarmos a teoria da preferência pela liquidez como explicando a escolha e precificação de ativos em geral.

Devemos notar que a teoria da preferência pela liquidez da taxa de juros, desde a exposição que vislumbra a determinação do nível de preços dos bens de investimento, tem sido tradicionalmente colocada em termos de uma oferta de moeda exogenamente fixada, como assinala o trecho a seguir:

“Eu gostaria de repetir que o montante dos entesouramentos do público está em grande parte fora de seu controle, como está a quantidade total de moeda, e pelas mesmas razões. O que o estado de espírito do público para a retenção de moeda, e as mudanças neste estado de espírito, determinam é o preço dos ativos não-líquidos que (*cet. par.*) a criação de uma dada quantidade de moeda envolverá. Por isso é tão importante distinguir as forças determinando a quantidade de entesouramentos (que é a ocupação dos banqueiros) das forças determinando a propensão a entesourar (que é a ocupação do público)” (Keynes, 1931: 419).

Como o próprio Keynes reafirmou isso em duas oportunidades subseqüentes:

“Além do mais, é impossível que o montante efetivamente entesourado se altere como um resultado de decisões da parte do público, desde que entendamos por ‘entesouramento’ o encaixe efetivo de moeda. Pois o montante de entesouramento precisa ser igual à quantidade de moeda [...]; e a quantidade de moeda não é determinada pelo público. Tudo que a propensão do público para o entesouramento pode alcançar é determinar a taxa de juros em que o desejo agregado de entesourar se torna igual à moeda disponível” (Keynes, 1936: 174).

“Além do mais, nenhuma porção de ansiedade do público para aumentar suas retenções pode afetar o montante entesourado, o qual depende da propensão dos bancos para adquirir (ou dispor de) ativos adicionais além do que é requerido para compensar mudanças nos encaixes ativos. Se os bancos se mantêm firmes, uma propensão a entesourar aumentada eleva a taxa de juros, e por meio disso reduz o preço dos ativos de capital outros que não moeda, até que as pessoas tenham a idéia de vendê-los ou de abster-se de comprá-los no intuito de aumentar suas retenções” (Keynes, 1937b: 251).

Em outro dos significados que Robinson (1938) atribui a entesouramento, o qual considera o único relevante para o entendimento de Keynes, uma descrição clara para a alternativa entre entesourar e receber uma recompensa por isso é exposta:

““Um aumento no entesouramento” pode significar um aumento no desejo de reter moeda em oposição a securities [...]. Se a quantidade total de moeda é mantida constante, um aumento no montante efetivo de moeda retido pela sociedade como um todo não pode ocorrer, mas um aumento no desejo de reter moeda acarreta um aumento na taxa de juros (uma queda nos preços das securities)” (Robinson, 1938: 231).

Claramente, a autora está tratando do conceito de propensão a entesourar, trabalhando também, nesse particular, com a hipótese de uma oferta de moeda fixada exogenamente.

Tal não necessita ser o caso, sendo que ao entendermos a teoria da preferência pela liquidez de forma mais simples (e mais geral), em que mudanças no entesouramento ou na recompensa para não entesourar funcionam como meras alternativas, perde o sentido qualquer discussão acerca da (in)compatibilidade entre uma abordagem de moeda endógena e a

preferência pela liquidez, apesar de, como ressaltado acima, a exposição típica dessa teoria versar em termos de uma moeda exógena. Se toda a moeda requerida for suprida quando demandada, não faz diferença a assertiva de que a taxa de juros foi exogenamente fixada, e a conclusão de que a preferência pela liquidez foi satisfeita sem a necessidade de alteração da taxa de juros. Se esse não for o caso, entretanto, a partir da afirmação de que o sistema bancário tem o poder de controlar (em alguma medida) a oferta de moeda, a liquidez demandada não será plenamente satisfeita (ou nem mesmo parcialmente) e alterações na taxa de juros serão necessárias para induzir o público a abdicar da liquidez exigida.

Dow (1997) argumenta em favor da existência de uma falsa dicotomia entre as teorias da preferência pela liquidez e da moeda endógena, não aceitando a idéia de uma oferta de crédito totalmente determinada pela demanda, tampouco a posição de que esta é insensível à demanda, considerando, contudo, que “a teoria da preferência pela liquidez é transmitida mais diretamente em relação a uma dada oferta de crédito e, portanto, oferta de moeda” (Dow, 1997: 67), que foi a opção tomada por Keynes.

4.4.1. Motivos para demandar moeda e teoria da preferência pela liquidez da taxa de juros

Nesse momento, cabe introduzirmos a discussão acerca dos diferentes motivos para demandar moeda afetando a taxa de juros ou, alternativamente (visto que boa parte do debate foi conduzida dessa maneira), acerca do papel dos saldos ativos e inativos na determinação da taxa de juros. Começamos pela posição de Hicks (1935) acerca da escolha de *portfolio* presente no *Tratado sobre a moeda*, uma vez que esta, já debatida no apêndice ao capítulo 3, busca apoio em tal obra de Keynes e pode ser considerada como circunscrita à esfera da riqueza, na qual diversos autores, como veremos, restringem o processo de formação da taxa de juros.

Proceder, contudo, somente se baseando numa escolha entre diferentes formas de alocação da riqueza, é perder a significação da abordagem de Keynes, mesmo no que se refere ao *Tratado sobre a moeda*, uma vez que aí este já deixa claro que apesar dos *savings deposits* se prestarem a uma análise deste tipo, por serem mesmo uma finalidade alternativa às *securities*, os *cash deposits* (proveniente dos depósitos de renda e de negócios) pertencem à esfera da renda e são fundamentais na demanda por moeda como um todo⁷⁶:

⁷⁶ Sobre a correspondência entre as subdivisões dos passivos bancários, presentes no *Tratado*, e dos motivos para demandar moeda da *Teoria Geral*, consultar Macedo e Silva (2007).

“O montante de *savings deposits* depende das atrações comparativas, na mente do depositante, destes e de *securities* alternativas; enquanto o montante de *cash deposits* depende do volume e da regularidade do que ele recebe e paga por meio de cheques e da extensão do intervalo entre recebimentos e gastos” (Keynes, 1930a: 33).

Uma classificação ulterior é feita por Keynes, ainda nesta obra, quanto às esferas de circulação industrial e financeira⁷⁷, no que se refere às quantidades de moeda que cada uma movimenta. A circulação industrial, ligada à renda, absorve os depósitos de renda e parte dos depósitos de negócios (relacionada à atividade produtiva), enquanto a circulação financeira, ligada à riqueza, absorve justamente os *savings deposits* e a parte restante dos depósitos de negócios (relacionada aos motivos especulativos e financeiros). Portanto, são esses *savings deposits* que, por estarem atrelados à esfera da riqueza e possuírem fins alternativos, apresentam maior suscetibilidade a grandes variações, para o estudo das quais Keynes recorre então à análise dos comportamentos altistas e baixistas.

Como o próprio Hicks qualificou posteriormente, tal “escolha de *portfolio*” se refere somente à demanda *voluntária* por moeda, que apesar de poder ser de um montante menor que a demanda não-voluntária (devida ao motivo transacional), é de extrema importância:

“Alguma parte, mesmo se esta for quantitativamente uma pequena parte, tem que ser atribuída a retenções voluntárias; e esta parte voluntária, qualquer que seja seu tamanho, é tremendamente importante. Pois é através da parte voluntária que os distúrbios monetários operam, e é sobre a parte voluntária que a política monetária deve mostrar seu efeito” (Hicks, 1967: 15)⁷⁸.

O que se destaca aqui é a necessidade de tratarmos da moeda em sua totalidade, e não de apenas uma de suas facetas. No entanto, não se coloca em xeque a primazia desta demanda voluntária por moeda sobre a parte não-voluntária, a dominância dos estoques de riqueza sobre os fluxos de renda na formação da taxa de juros, isto é, o papel de destaque da demanda especulativa por moeda. Em sua exposição, que salienta esta relação, Shackle (1967: 145), considera que “é da essência da teoria da preferência pela liquidez que estoques e não fluxos estejam no comando”.

Por outro lado, estar no comando não implica abdicar totalmente da análise dos fluxos, o que resultaria numa análise incompleta, não condizente com uma abordagem mais abrangente como a exposta por Keynes, aderindo-se aqui, portanto, à interpretação de Chick (1992: 121-122):

⁷⁷ Para uma outra correspondência, entre as esferas de circulação e os motivos para demandar moeda, ver Carvalho (1992: 104-105).

⁷⁸ É neste sentido que Keynes (1936: 196, grifos no original) afirma ser o motivo especulação “particularmente importante na transmissão dos efeitos de uma *variação* na quantidade de moeda”.

“Concentração sobre um ou outro aspecto da moeda resulta em teorias que explicam por que alguém pode esperar que a moeda esteja continuamente mudando de mãos (tem apenas valor de troca, é um ativo estéril, etc.) ou por que esta é entesourada (incerteza sobre preços ou taxas de juros, custos de transação, etc.). Eu argumentarei que a teoria clássica estava quase totalmente preocupada com a primeira e a teoria moderna quase exclusivamente com a segunda, com Keynes talvez servindo como uma ponte entre elas”.⁷⁹

Chick (1998: 44) sugere ainda uma outra explicação para a primazia dos estoques na determinação da taxa de juros, a partir dos diferentes “horizontes de tempo” envolvidos nos motivos para se demandar moeda, sendo o mais curto destes o que cerca o motivo especulação. Como os outros dois motivos supostamente reagem de maneira estável a mudanças na renda, segue-se que “as expectativas dos especuladores para qualquer tempo dado dominam a determinação da taxa de juros” (Chick, 1998: 45). Como se pode depreender do exposto acima, essa idéia de que a circulação financeira, a qual inclui saldos ligados à atividade especulativa, se apresenta como altamente volátil, sujeita a flutuações muito amplas e sem qualquer relação com a atividade produtiva, pode ser encontrada no *Tratado sobre a moeda* (Keynes, 1930a, capítulos 3 e 15).

A insistência de Shackle na idéia dos estoques estarem no comando se confunde com uma determinação da taxa de juros feita inteiramente pelos estoques: “A teoria de Keynes da taxa de juros fundiu significado e método inseparavelmente em uma análise puramente de ‘estoques’” (Shackle, 1967: 145). Todavia, este autor enfatizou os elementos de incerteza e especulação, muitas vezes negligenciados:

“A análise de estoques, em oposição aos fluxos; a incerteza como a base das taxas de juros; e a necessidade de dois grupos defendendo expectativas opostas transitórias; são os elementos da explicação *especulativa* para os juros de Keynes, que tão cruelmente ofendeu a noção puritana de que o juro é a recompensa da parcimônia” (Shackle, 1967: 157, grifos no original).

A explicação da determinação da taxa de juros a partir dos saldos especulativos, como proteção contra a incerteza, pode também ser encontrada em Dow e Dow (1988: 194), que afirmam que “uma resposta à incerteza da vida econômica seria reter moeda não somente para propósitos transacionais, mas como uma forma de riqueza líquida. Deste modo emergiria a noção da demanda especulativa por moeda, resultando em saldos ociosos que determinariam a taxa de juros”.

⁷⁹ No contexto da explicação dada por Hicks (1989: 51), podemos encontrar assertiva similar, considerando as alternativas de necessidades de transação e de mudanças na “propensão relativa a reter títulos ou moeda”: “Teóricos ‘clássicos’ olharam somente para uma, keynesianos somente para a outra. Para uma teoria dos juros adequada, nenhuma deveria ser negligenciada”.

Analisemos, a partir de alguns trechos de um extenso debate ocorrido ainda em defesa da *Teoria Geral*, como Keynes tentou desconstruir essa idéia de que a taxa de juros é determinada apenas por uma parte da demanda por moeda, transferindo a ênfase para a demanda por moeda total.

Iniciemos pela afirmação de Robertson, que, a exemplo de Shackle (1967), associa a determinação da taxa de juros ao motivo especulativo: “Mr. Keynes difere de certos autores anteriores em determinar a taxa de juros numa relação funcional com somente uma *parte* que é comumente conceituada como moeda inativa – a saber, aquela parte que é retida porque se espera que a taxa de juros irá mudar” (Robertson, 1937: 433, grifos no original). Em uma carta enviada a Robertson em resposta a estas colocações, Keynes (1937f: 223-224, grifos no original) é taxativo: “Em minha terminologia *preferência pela liquidez* se relaciona com a demanda por moeda *total*, para todos os propósitos, e não somente à demanda por saldos inativos [...] É essa preferência pela liquidez *total* que, em combinação com a oferta de moeda, determina a taxa de juros”. Em um comentário ainda dirigido a Robertson (1938), Keynes faz um resumo de sua teoria da taxa de juros, talvez de clareza inencontrável em outros escritos, reafirmando esse ponto⁸⁰:

“A taxa de juros é determinada pela demanda total e pela oferta total de moeda ou recursos líquidos. A demanda total consiste de duas partes: a demanda inativa que se deve ao estado de confiança e expectativa por parte dos detentores de riqueza, e a demanda ativa que se deve ao nível de atividade estabelecido pelas decisões dos empresários. A demanda ativa por seu turno consiste de duas partes: a demanda ativa que se deve ao intervalo entre a origem e a execução das decisões dos empresários, e a parte que se deve ao intervalo entre o recebimento e a transmissão da renda pelo público, e também entre o recebimento, pelos empresários, de seus lucros das vendas e o pagamento de salários, etc.” (Keynes, 1938: 319).

É preciso, portanto, diferenciar a elasticidade-juro da demanda especulativa por moeda do papel desta na determinação da taxa de juros. Os saldos especulativos constituem o elemento dominante na determinação da taxa de juros, porquanto passíveis de mudanças a fim de adequar a quantidade de moeda existente com a propensão a entesourar. No entanto, *qualquer* pressão na demanda por moeda, não importando o motivo envolvido, é tão capaz de alterar a taxa de juros quanto uma pressão advinda especificamente da demanda especulativa por moeda (por uma alteração da taxa normal de juros), apesar de esta constituir o canal através do qual *todos* os outros motivos se comunicam com a quantidade de moeda disponível.

⁸⁰ Para uma afirmação similar, apesar de menos detalhada, ver Keynes (1937c: 668).

Para exemplificarmos, tomemos um incremento nas necessidades para transação proveniente de um aumento no nível de atividade (ou numa redução da velocidade-renda, o que não faz diferença nesse caso). Essa demanda transacional ampliada será satisfeita pelos saldos especulativos na medida em que o sistema bancário se recuse a oferecer uma liquidez ampliada, sendo que os saldos especulativos, para sofrerem uma redução, serão recompensados por uma taxa de juros que se eleve na exata medida do sacrifício da liquidez. Analogamente, uma deterioração do estado de confiança pode desencadear os mesmos efeitos sobre a demanda especulativa. Efeitos de “segunda ordem” sobre o nível de atividade, provenientes dessas alterações na taxa de juros, encontrarão o mesmo caminho via saldos especulativos para alterar o delicado balanço entre M_1 e M_2 .

Portanto, o “ajuste” da preferência pela liquidez à quantidade de moeda disponível *sempre* se dá através do motivo especulativo, justamente por esse supostamente apresentar alguma elasticidade-juro, enquanto os outros são presumivelmente insensíveis a quaisquer alterações na taxa de juros. Como colocado por Keynes (1937a: 216-217) em termos de saldos ativos / inativos:

“A quantidade de moeda e o montante desta requerido na circulação ativa para a operação dos negócios correntes (principalmente dependendo do nível de renda nominal) determina quanto está disponível para os saldos inativos, i.e. para entesouramentos. A taxa de juros é o fator que ajusta na margem a demanda por entesouramentos à oferta de entesouramentos”.

Uma expressão clara sobre essa questão, totalmente condizente com o defendido acima e, de mais a mais, apresentada em termos dos motivos para demandar moeda, pode ser encontrada no influente texto de Kahn (1954: 86-87):

“Dizer que o motivo precaucional opera de uma maneira que é completamente inelástica à taxa de juros não é dizer que esse não desempenha nenhum papel na determinação monetária da taxa de juros, ainda mais que o mesmo seria verdadeiro para o motivo transações. Dada a quantidade total de moeda, ambos determinam como o motivo especulativo tem que operar a fim de garantir que exista uma demanda por toda a moeda em existência. Mas nós temos que olhar para o motivo especulativo pois é sua sensibilidade-juro – a elasticidade de substituição – que é a base para qualquer definição na determinação monetária da taxa de juros”.

Tsiang (1980), tratando especificamente da passagem supracitada (Keynes, 1938: 319), ao considerar que, além dos saldos inativos, a demanda por *finance* deveria ser levada em conta na determinação da taxa de juros, mas não a demanda transacional, acaba por se voltar tanto contra Robertson, que considerava somente os saldos inativos, quanto contra Keynes, que estava

preocupado com a demanda total⁸¹: “Na análise da determinação dos juros, somente a demanda ativa por *finance* e os saldos ociosos retidos deliberadamente deveriam ser postos contra a oferta de moeda existente” (Tsiang, 1980: 475). De certa forma, este autor estaria se voltando contra sua própria convicção de que o motivo *finance* seria, na verdade, idêntico ao transacional, como defendera anteriormente⁸², uma vez que reconhecer a existência de uma demanda por moeda transacional (mesmo que passiva) separada do motivo *finance*, implica não mais tratá-los como idênticos. No mesmo parágrafo em que Keynes (1938) resume sua teoria da preferência pela liquidez (também citado por Tsiang), podemos ainda encontrar um alerta (justificativa para Robertson) para não negligenciarmos a demanda transacional na determinação da taxa de juros:

“Quando decisões que levarão a um aumento na atividade são feitas, o efeito é sentido primeiro na demanda por mais moeda para “finance”. Por essa razão, eu coloquei mais ênfase que antes sobre o ingrediente “financeiro” na demanda ativa por moeda, na esperança que isso pudesse ajudar a reconciliar diferentes formas de abordagem. Mas eu não tencionei ignorar o segundo intervalo na circulação, o qual eu tinha enfatizado suficientemente em ocasiões prévias” (Keynes, 1938: 319-320).

Ademais, devemos notar que a suposta equivalência entre os motivos *finance* e transacional, como colocada por Tsiang (1956), se baseia em hipóteses bastante restritivas, das quais podemos destacar o período de análise adotado – o “dia” robertsoniano – e a inexistência de outros ativos, que não a moeda, na alocação das poupanças, sendo que toda a renda disponível ou será gasta em consumo e investimento, ou permanecerá como poupança na forma de moeda. Essa segunda hipótese já seria suficiente para notarmos que, neste contexto, não temos como tratar da teoria da preferência pela liquidez, já que não há escolha alguma entre ativos, mas somente decisões de gasto. No entanto, o objetivo de Tsiang (1956) é demonstrar a equivalência entre as teorias da preferência pela liquidez e dos fundos emprestáveis, para que necessita ligar as decisões de demanda por crédito às de demanda por moeda⁸³:

“Para fornecer uma demonstração convincente da equivalência das duas teorias, necessitamos explicar como a decisão de qualquer sujeito econômico sobre quanto tomar

⁸¹ Devemos observar que na passagem referida, Keynes (1938: 319) já incorpora o motivo *finance*, introduzido no ano anterior. Para uma reafirmação da impropriedade de segregarmos os fundos para o *finance* dos demais motivos para demandar moeda, no que tange à determinação da taxa de juros, consultar Keynes (1939: 573-574).

⁸² “Agora que a confusão sobre as demandas por moeda para “finance” e transação, que mostramos ser de fato a mesma coisa, foi esclarecida, é fácil mostrar que as teorias dos fundos emprestáveis e da preferência pela liquidez realmente exprimem a mesma coisa em diferente terminologia” (Tsiang, 1956: 547-548).

⁸³ “Eu nutro uma esperança de que ele [Keynes] ainda virá a concordar que a análise em termos da oferta e demanda de moeda para retenção [*money-to-hold*] em um momento no tempo, e a análise em termos da oferta e demanda de moeda para empréstimo [*money-to-lend*] durante um intervalo de tempo, são métodos *alternativos* de conduta” (Robertson, 1938: 317, grifos no original).

emprestado ou emprestar necessariamente implica uma decisão correspondente de reter moeda para um propósito ou outro” (Tsiang, 1956: 545).

A escolha do período, “definido como tão curto que a renda ou os lucros das vendas recebidos durante o dia não podem ser usados para satisfazer os gastos durante o mesmo dia”⁸⁴ (*ibid*: 546) é crucial para fazer com que toda a moeda necessária para levar a cabo as decisões de gasto no “dia” corrente seja, ao mesmo tempo, uma decisão que implique demanda por moeda. Como o próprio autor deixa claro posteriormente, o que importa é que a definição do período possibilite a correspondência direta entre gastos e demanda por moeda:

“Usar no lugar o período de propagação de renda [período do multiplicador] mais longo como nossa unidade de período não faria nenhuma diferença para o nosso argumento acima; pois ainda haveria uma equivalência de um-para-um entre a demanda por saldos transacionais (ou a demanda por fundos emprestáveis) e os gastos em consumo e investimento” (Tsiang, 1956: 556).

Deste modo, qualquer decisão de tomar empréstimo corresponde a uma decisão de demandar mais moeda, o que denota a engenhosa construção do autor, uma vez que se a decisão de gasto é tomada por uma unidade que não possui poupanças prévias acumuladas (provenientes de rendas passadas), incorrer em débito – por definição, artifício somente utilizado para fins de gasto em consumo ou investimento – equivale a demandar moeda na mesma proporção do gasto. Isso exclui da análise as noções de velocidade de circulação da moeda para transações dentro de um período (resultado desejado por Robertson (1933) sob a justificativa de abstrairmos mudanças na mesma), ou de que o *finance* constitui um fundo rotativo, as quais permitiriam visualizar decisões de empréstimo sendo feitas sem pressões de igual monta na demanda por moeda, por estarem mesmo as decisões de gasto desvinculadas das necessidades de moeda na mesma proporção.

Portanto, é nessa concepção de período que se assenta a equivalência entre a demanda transacional e o *finance*, e também entre as teorias dos fundos emprestáveis e da preferência pela liquidez, seguindo o efetuado por Tsiang (1956). Em verdade, podemos notar num pequeno excerto o reconhecimento dessa manipulação:

“Assim a equação para a demanda e oferta de fundos emprestáveis é demonstrada ser exatamente equivalente à equação para a demanda e oferta de moeda. A chave para essa transformação é o entendimento que, em um segmento de tempo tão curto quanto um dia robertsoniano, a demanda por fundos para “finance” precisa ser igual aos gastos planejados durante o dia” (Tsiang, 1956: 549).

⁸⁴ “Eu suponho a existência de um período de tempo, a ser denominado um “dia”, que é finito, mas não obstante tão curto que a renda que um homem recebe em um dado dia não pode ser alocada durante seu curso para qualquer uso particular” (Robertson, 1933: 399).

É a partir daí, então, que Tsiang (1956) conclui que as “teorias da preferência pela liquidez e dos fundos emprestáveis são, de fato, dois modos diferentes de dizer a mesma coisa” (*ibid*: 551), julgando que sua “reconciliação das duas teorias realmente aponta para uma vitória da teoria dos fundos emprestáveis para problemas práticos” (*ibid*: 552)⁸⁵.

Cabe, nesse momento, retomarmos o debate que originou o motivo *finance* para demandar moeda, agora focalizando a discussão do impacto desse na determinação da taxa de juros. No início do seu segundo artigo de 1937, respondendo à questão de como o nível da taxa de juros seria determinado, Ohlin (1937b: 221) afirma que “a resposta é que a taxa de juros é simplesmente o preço do crédito, e que este é então regido pela oferta de e demanda por crédito”. Após considerações sobre a utilidade de analisarmos, como uma primeira aproximação, problemas práticos sob a hipótese de que o sistema bancário fixa as diversas taxas de juros, este autor parte da idéia de que usualmente apenas a taxa de desconto é fixada pela autoridade monetária, definindo seu problema a partir da busca de uma explicação sobre como as outras taxas são determinadas. Já nesse ponto parecem ocorrer diferenças inconciliáveis com a abordagem de Keynes que, como experimento conceitual típico busca uma explicação para a taxa monetária de juros, estendendo-a posteriormente para todas as outras, quando da sua explicação para a escolha de ativos em geral.

Para a resolução do seu problema, Ohlin (1937b: 224) nos alerta que “aqui novamente é importante distinguir entre uma análise *ex-post* e uma *ex-ante*. [...] Para explicar como as taxas de juros são verdadeiramente determinadas, precisamos, contudo, de uma análise causal que segue principalmente em termos *ex-ante*”. Uma de suas versões alternativas para a solução do problema, a efetuada em termos brutos, é a seguinte:

“A disposição das pessoas em reter os diferentes títulos e outros tipos de ativos governa diariamente a oferta de crédito. A oferta total de títulos, etc., governa a demanda por crédito. Em cada mercado para os diferentes títulos, etc., oferta e demanda são igualadas pelo preço. Esses preços para títulos portadores de juros sobre certas somas fixas determinam as taxas de juros” (Ohlin, 1937b: 225).

Keynes (1937b) responde então, acabando por retornar à discussão com a teoria dos fundos emprestáveis (a qual também Ohlin rejeitava), que as definições dadas por Ohlin (1937b) para oferta e demanda de crédito correspondiam, respectivamente, às de poupança e investimento. Assim,

⁸⁵ Como observa Carvalho (1996a: 319), apesar de Lerner (1938) também tentar demonstrar a equivalência entre essas duas teorias, considera que a teoria da preferência pela liquidez prevalece sobre a dos fundos emprestáveis. Ver também a explicação de Lerner (1944) para a questão dos estoques *versus* fluxos na determinação da taxa de juros.

repudia enfaticamente a questão de a taxa de juros ser determinada no mercado de crédito, chegando a colocar isso nos seguintes termos, numa carta endereçada a Bertil Ohlin:

“Eu estou muito satisfeito que você tenha conseguido expor de um modo que eu pudesse entender a teoria da taxa de juros como constituída pela demanda e oferta por crédito. Essa é uma idéia que é amplamente defendida fora da Suécia, e.g. em alguma medida por Dennis Robertson e Hicks. De minha parte, eu não estou convencido por esta e a considero uma heresia fundamental” (Keynes, 1937e: 185).

Keynes (1937b) introduz então a idéia de que o *finance* se constitui num fundo rotativo, o que, para o presente estudo, se relaciona ainda com a discussão acima efetuada invocando Robertson e Tsiang:

“Se o investimento está ocorrendo a uma taxa constante, o *finance* (ou o compromisso em financiar) requerido pode ser suprido por um fundo rotativo de um montante mais ou menos constante, um empresário tendo seu *finance* reabastecido para o propósito de um investimento projetado quando outro esgota o seu pagando pelo investimento completado. Mas se as decisões de investir são (e.g.) crescentes, o *finance* extra envolvido constituirá uma demanda por moeda adicional” (Keynes, 1937b: 247).

Deste modo, constituindo-se numa pressão adicional sobre a demanda por moeda, claro está que também (como qualquer outro motivo) é capaz de afetar a taxa de juros, como sugere a própria afirmação de que “uma pressão para assegurar mais *finance* que o usual pode facilmente afetar a taxa de juros através de sua influência na demanda por moeda” (Keynes, 1937b: 247).

Em uma segunda rodada do debate, Ohlin (1937c) alega que Keynes, mais uma vez, falhou em entender a diferença entre *ex-ante* e *ex-post*, explicitando que, ao contrário da interpretação de Keynes, tratou das curvas de oferta e demanda por crédito em termos *ex-ante*. E ainda que Keynes enfatizou demasiadamente oferta e demanda por moeda, enquanto que oferta e demanda por títulos teriam tanta influência quanto as primeiras:

“Mas não é essa escala de demanda [por moeda] diretamente dependente da quantidade disponível de direitos deferidos, que por seu turno é influenciada pela propensão a tomar emprestado e emprestar e, portanto, pela propensão de investir e poupar? Em outras palavras, não é óbvio que a taxa de câmbio entre títulos e moeda depende das quantidades de ambos e da propensão (marginal) a reter ambos?” (Ohlin, 1937c: 427).

Keynes (1937c) então reafirma o papel do investimento *ex-ante* na demanda por moeda, mas também enfatiza a falta de significação para o conceito de poupança *ex-ante*, o qual, ademais, não poderia desempenhar qualquer papel no fornecimento de *finance* (*ibid*: 664). Volta-se então à idéia de fundo rotativo, agora tratando nos termos de investimento *ex-ante* / *ex-post*:

“Na maior parte o fluxo do novo *finance* requerido pelo investimento *ex-ante* corrente é fornecido pelo *finance* liberado pelo investimento *ex-post* corrente. Quando o fluxo de investimento está a uma taxa constante, tal que o fluxo de investimento *ex-ante* é igual ao fluxo de investimento *ex-post*, a totalidade deste pode ser provido desta forma sem

qualquer mudança na posição de liquidez. Mas quando a taxa de investimento está mudando, no sentido de que a taxa de investimento *ex-ante* corrente não é igual à taxa de investimento *ex-post* corrente, a questão necessita de consideração adicional” (Keynes, 1937c: 666).

É então que chega ao que considera ser sua conclusão mais fundamental nessa seara, a de que o “mercado de investimento pode vir a ficar congestionado por uma falta de moeda. Nunca pode se tornar congestionado por uma falta de poupança” (Keynes, 1937c: 669). Sua análise acerca do conceito de poupança *ex-ante* ratifica o ponto de que as decisões de poupança e de liquidez não podem ser encaradas como idênticas, e enquanto tal conceito não tiver relação alguma com alterações na preferência pela liquidez, nenhuma consideração acerca das necessidades de moeda e de mudanças na taxa de juros pode ser traçada:

“Se não houver mudança na posição de liquidez, o público pode poupar *ex-ante* e *ex-post* e *ex-qualquer-coisa* até ficarem com as faces roxas, sem aliviar o problema nem um pouco – a menos que, entretanto, o resultado de seus esforços seja reduzir a escala de atividade ao que esta era anteriormente” (Keynes, 1937c: 668).

Um bom enunciado de Keynes sobre toda essa discussão, bem como um reiterado reconhecimento da insuficiência de sua análise pretérita, pode ser encontrado no seguinte trecho:

“Segue-se que, se as preferências pela liquidez do público (como distintas dos investidores empresariais) e dos bancos são constantes, um excesso no *finance* requerido pelo fluxo de produção *ex-ante* (não é necessário escrever “investimento”, uma vez que o mesmo é verdadeiro para *qualquer* produção que tem que ser planejada antecipadamente) sobre o *finance* liberado pelo fluxo de produção *ex-post* levará a um aumento na taxa de juros; e uma redução levará a uma queda. Eu não deveria ter negligenciado esse ponto, uma vez que esse é o ápice [*coping-stone*] da teoria da liquidez da taxa de juros. [...] Assim como um aumento na atividade corrente necessita (como eu tenho sempre explicado) elevar a taxa de juros a menos que ou os bancos ou o resto do público se tornem mais propensos a liberar moeda, também (como adiciono agora) um aumento na atividade planejada precisa ter uma influência superposta similar” (Keynes, 1937c: 667).

É assim que Carvalho (1996a: 317) considera que “Keynes rejeitou a dicotomia *ex ante* / *ex post*, mas aceitou o ponto de Ohlin de que o investimento planejado poderia afetar as taxas de juros”. No entanto, o mecanismo de transmissão proposto por Keynes continuava o mesmo da *Teoria Geral*, ou seja, impactos na taxa de juros só ocorrem na medida em que as pressões para demandar moeda tenham se modificado:

“A conexão entre eles [investimento planejado e taxas de juros], contudo, não era a mesma sugerida por Ohlin e outros teóricos dos fundos emprestáveis. De fato, Keynes afirmou que o investimento planejado, como qualquer outro tipo de gasto, deveria gerar um aumento na demanda por moeda para permitir que a transação fosse efetuada” (Carvalho, 1996a: 317).

4.4.2. Alguns desdobramentos relacionados

Uma outra conexão foi também expressa por Keynes (1937c) nesse artigo, originando uma série de debates posteriores sobre o papel da preferência pela liquidez no financiamento do investimento, a qual ficou conhecida como o processo de *finance / funding*.

“O empresário quando decide investir deve estar satisfeito sobre dois pontos: primeiramente, que ele pode obter *finance* de curto-termo suficiente durante o período de geração do investimento; e em segundo lugar, que ele pode eventualmente consolidar [*fund*] suas obrigações de curto-termo através de uma emissão de longo-termo em condições satisfatórias” (Keynes, 1937c: 664).

A interpretação de Asimakopulos (1986), como de praxe, parte do entendimento deste processo como seqüencial, em que primeiro se obtém o *finance* necessário para o investimento, e depois se negociam os termos do *funding*, quando são trocadas dívidas de curto-prazo por dívidas de longo-prazo; nessa segunda etapa, uma alocação das poupanças seria necessária. Para essa alocação, considera-se que as poupanças não estariam disponíveis senão ao término do período do multiplicador, sendo que aumentos na taxa de juros seriam inevitáveis na etapa do *funding*, uma vez que as poupanças seriam inferiores às requeridas num dado momento. Deste modo, confina-se a determinação da taxa de juros pela preferência pela liquidez ao ato inicial, estando considerações de liquidez ausentes numa etapa posterior, em que fatores “reais” entram em questão.

Como Kregel (1986) e Davidson (1986) deixaram claro em suas refutações a esta interpretação, a preferência pela liquidez deve ser considerada também na etapa do *funding*, sem a qual qualquer elucubração sobre quão grandes seriam as poupanças em determinado ponto do tempo perde o sentido, por ser também a decisão do *funding*, uma decisão acerca da liquidez que, como tal, envolve as preferências pela liquidez do público e do sistema bancário⁸⁶.

Uma maneira de desfazer alguns mal-entendidos acerca do papel das poupanças pretéritas na preferência pela liquidez, bem como de separar definitivamente as decisões de poupança e liquidez, é a partir da explicação de um processo duplo (*two-fold*) de decisões, como parece ter sido o caminho adotado por Carvalho (1992: 141):

“Esta é a teoria da preferência pela liquidez da taxa de juros. Consumidores são persuadidos a manter suas poupanças em outras formas que não dinheiro quando estas outras formas pagam a eles o bastante para compensar seus sentimentos ex ante de insegurança em face de um futuro incerto”.

Logo ao abrir o capítulo 15 da *Teoria Geral*, Keynes explicita que a preferência pela liquidez trata da esfera da riqueza, não da esfera da renda, afirmando que é “em relação ao seu

⁸⁶ Ver também Carvalho (1996a, 1997) a esse respeito.

estoque de poupanças acumuladas, ao invés da sua renda, que o indivíduo pode exercer sua escolha entre liquidez e iliquidez” (Keynes, 1936: 194).

Talvez a expressão mais clara desse processo, enunciada num contexto no qual Keynes evidencia que o primeiro passo se trata de uma escolha na esfera da renda, enquanto o segundo se encontra na esfera da riqueza, seja a partir do seguinte trecho do *Tratado*:

“Quando um homem está decidindo que proporção de sua renda nominal poupar, ele está escolhendo entre o consumo presente e a propriedade de riqueza. Uma vez que ele decide em favor do consumo, ele precisa necessariamente comprar bens – pois ele não pode consumir moeda. Mas uma vez que ele decide em favor da poupança, resta ainda uma decisão ulterior a ser feita. Pois ele pode possuir riqueza retendo-a tanto na forma de moeda (ou o equivalente líquido de moeda), quanto em outras formas de empréstimo ou capital real. Essa segunda decisão poderia ser convenientemente descrita como a escolha entre ‘entesouramento’ e ‘investimento,’ ou, alternativamente, como a escolha entre ‘depósitos bancários’ e ‘securities’” (Keynes, 1930a: 127).

Também na *Teoria Geral*, Keynes (1936: 166) examina estes “dois conjuntos distintos de decisões”:

“O primeiro é concernente àquele aspecto da preferência temporal que eu tenho chamado a *propensão a consumir*, que [...] determina para cada indivíduo quanto da sua renda ele irá consumir e quanto irá conservar em *alguma* forma de comando sobre o consumo futuro” (Keynes, 1936: 166, grifos no original).

O segundo conjunto trata de decidir “em *que forma* ele reterá o comando sobre consumo futuro que havia conservado, tanto sobre sua renda corrente quanto advindo de poupanças pretéritas” (*ibid*).

Trata-se de questionar, portanto, “qual o grau de sua *preferência pela liquidez*” (*ibid*):

“Ele pretende retê-lo na forma de comando imediato, líquido (i.e. em moeda ou seu equivalente)? Ou ele está preparado para se separar do comando imediato por um período específico ou indefinido, deixando às condições futuras de mercado determinar em que termos ele pode, se necessário, converter comando deferido sobre bens específicos em comando imediato sobre bens em geral?” (Keynes, 1936: 166).

Deste modo, a determinação da taxa de juros, enquanto recompensa pela renúncia à liquidez, se dá quando o segundo conjunto de decisões está em jogo. “A taxa de juros se origina somente após a escolha para uma dada renda entre consumo e poupança [...] ter sido feita. Esta se origina da escolha pela forma na qual as poupanças são retidas” (Heinsohn e Steiger, 2005: 71). Isso não exclui, entretanto, a influência que uma variação na renda exerce sobre os motivos transação e precaução, apenas separa as decisões de gasto das de liquidez.

Curiosamente, porquanto inversa à argumentação de Asimakopulos (1986), existe uma outra interpretação parcial da teoria da preferência pela liquidez que parece admitir a validade da mesma somente na determinação das taxas de juros sobre as dívidas de prazo mais longo, sendo a

taxa de juros de curto-prazo fixada pela autoridade monetária. Tal interpretação, oferecida por Mott (1986) no mesmo ano desta rodada do debate *finance / funding*, pode ter suas origens demarcadas por Kaldor (1939), e considera a preferência pela liquidez como uma preferência por reter ativos de curto-prazo contra ativos de longo-prazo, estando ausente a escolha entre moeda e um outro ativo na determinação da taxa de juros, esta exogenamente fixada⁸⁷ (Kaldor, 1960: 63-64; Mott, 1986: 230-231).

Apesar de não considerar a taxa de juros de curto prazo como exógena, também Wells (1983: 533) parece tomar a interpretação de Kaldor de que as expectativas “somente podem induzir mudanças no rendimento de papéis de longo-termo e não podem afetar a taxa de curto-termo” (Kaldor, 1960: 64). Na perspectiva apresentada por Wells (1983), da qual é excluída a função de reserva de valor da moeda, encontra-se a idéia de que a preferência pela liquidez não tem papel algum na determinação da taxa de juros de curto-prazo, somente “estabelecendo a diferença [*spread*] entre as taxas de juros de curto e longo [prazos]” (Wells, 1983: 535).

Portanto, no primeiro caso se trata de restringir a preferência pela liquidez à determinação da taxa de juros de curto-prazo, estando a precificação dos demais ativos circunscrita a fatores “reais”, enquanto que no segundo caso é a taxa de juros de curto-prazo que é definida (exogenamente) sem considerações acerca da preferência pela liquidez, sendo que a mesma pode atuar na precificação dos demais ativos⁸⁸.

4.5. Demanda por moeda e preferência pela liquidez: uma breve comparação taxonômica

Nesse ponto, como uma digressão à linha de raciocínio seguida até então, destacaremos as definições de Wray (1990) para demanda por moeda e preferência pela liquidez, uma vez que parecem lograr alguma influência entre os pós-keynesianos, as quais foram realizadas de modo a permitir a compatibilização entre uma abordagem de moeda endógena⁸⁹ e a teoria da preferência pela liquidez. No entanto, esta é uma falsa compatibilização, porquanto separadora, pois confere aos conceitos duas alçadas diferentes de atuação.

⁸⁷ Sobre a conveniência de considerar a taxa de juros como dada, ver também Ohlin (1937b, 1937c).

⁸⁸ Ressaltamos que toda essa discussão parece ser obscurecida pela confusão entre o aspecto da liquidez dos diversos ativos com o espectro (com relação aos prazos) da taxa de juros.

⁸⁹ Apesar de não objetivarmos discutir aqui a teoria da moeda endógena, cabe ressaltar que enquanto a argumentação de Wray (1990) está fundamentalmente baseada na endogeneidade do crédito, a posição de Moore (1988) está mais profundamente enraizada na endogeneidade da moeda gerada pela autoridade monetária, a despeito dos subtítulos de seus livros sugerirem o contrário. Embora o primeiro explicitamente esses laços, baseando-se em Moore (1988), é este último que demonstra mais enfaticamente a cadeia de relações que parte da endogeneidade do crédito e chega à endogeneidade da base monetária.

A demanda por moeda passa a representar (somente) a demanda por *finance*, esta suprida endogenamente, sob demanda; e a preferência pela liquidez passa a significar um desejo de trocar itens menos líquidos por itens mais líquidos, em um *portfolio*⁹⁰. Deste modo, somente a preferência pela liquidez diz respeito à determinação da taxa de juros, enquanto a demanda por moeda é relegada a outro plano; contudo, as razões são bem diferentes das aqui defendidas para considerarmos a preferência pela liquidez como uma teoria da taxa de juros, e a demanda por moeda tratando da reação do montante entesourado a alterações na renda, taxa de juros e gastos discricionários planejados.

Devemos observar que, no mais das vezes, a definição de Wray (1990) para a preferência pela liquidez nos remete à escolha de *portfolio* entre n ativos, como um desejo de reter itens de maior liquidez, e isso pode ser identificado com uma abordagem que encara a teoria da preferência pela liquidez como mais ampla que a da demanda por moeda, somente por tratar, a primeira, de um caso não restrito à moeda como portadora de liquidez. De acordo com o aqui defendido, no entanto, a exposição da teoria da preferência pela liquidez deveria ser redutível ao caso mais elementar, com apenas dois ativos, por ser mesmo o caso com mais ativos simplesmente uma generalização.

Na alternativa proposta por Wray (1990), contudo, o desejo de trocar títulos por moeda (*e.g.*), isto é, uma preferência pela liquidez ampliada, que guarda uma relação expressa com a idéia de propensão a entesourar para o caso de dois ativos, passaria a apresentar apenas uma estreita conexão com o conceito de demanda por moeda, uma vez que esse último trata apenas do motivo *finance*, deixando todos os outros de lado⁹¹. Analisemos mais detidamente esta interpretação.

Definindo um ativo líquido como um que pode ser rapidamente convertido no meio de troca com pouca perda de valor (claramente tendo em mente a definição de liquidez do *Tratado sobre a moeda*), Wray (1990: 16) principia por afirmar que a “preferência pela liquidez é uma

⁹⁰ “Portanto, a preferência pela liquidez é perfeitamente consistente com, e não interfere no processo de criação endógena de moeda, contanto que a distinção seja traçada entre a demanda por moeda, isto é, o motivo *finance*, e a demanda por liquidez, isto é, a preferência pela liquidez” (Monvoisin e Pastoret, 2003: 35). Essas autoras, apesar de tomarem o caminho da explicação da preferência pela liquidez dos bancos, acabam por diferenciar a demanda por moeda da preferência pela liquidez de uma maneira similar a Wray, também com o objetivo de adequação com a abordagem da moeda endógena.

⁹¹ Contrastar com a interpretação de Fernando Cardim de Carvalho, a qual é largamente utilizada aqui, que considera a generalização da demanda por moeda para a preferência pela liquidez em duas instâncias: da *escolha* de ativos em geral como uma generalização da demanda por moeda; e da *escolha e precificação* de ativos em geral como uma generalização da teoria da taxa de juros da preferência pela liquidez. Ver, em especial, Carvalho (1992: 97-100).

preferência por ativos de maior liquidez”. No entanto, precipitadamente afirma que “esta pode ser medida pelo prêmio requerido para induzir alguém a trocar um ativo líquido por um ativo com menos liquidez. Um aumento na preferência pela liquidez significa que esse prêmio aumenta” (*ibid*). De acordo com o aqui defendido, podemos perceber que tão equivocada quanto a afirmação de que podemos medir a preferência pela liquidez pelo montante entesourado seria essa de que podemos medi-la pelo “prêmio” para afastarmos da moeda, uma vez que considerações sobre o comportamento de ambos necessitam ser feitas.

Muito mais adiante, aderindo à interpretação aqui identificada com Kaldor (1960) e Mott (1986), redefine a preferência pela liquidez em termos de prazos, como o desejo de reter ativos de prazo mais curto. Novamente, afirma que essa “pode ser medida pelo diferencial de taxa de juros requerido para induzir unidades superavitárias a trocar depósitos bancários por títulos de longo prazo” (Wray, 1990: 164).

Retornando à sua tentativa de diferenciação, temos:

“Keynes claramente não equipara preferência pela liquidez com demanda por moeda. Preferência pela liquidez é uma demanda por entesouramentos. A quantidade de moeda disponível para entesouramentos é determinada primariamente pela inclinação dos bancos a emitir passivos com o que financiam posições em ativos. Se alguém se concentra somente na preferência pela liquidez, foca-se em uma das funções da moeda: a segurança que esta oferece num mundo de incerteza. Naturalmente, esta é uma função muito importante da moeda. Contudo, a moeda é também importante porque esta financia a produção e a posse de ativos. Eu tenho argumentado que a demanda por moeda é relacionada com a demanda para o financiamento dos gastos em excesso da renda” (Wray, 1990: 19).

O desejo de financiar gastos em excesso da renda não seria, deste modo, uma demanda por crédito? Vejamos como as definições de Wray (1990) nos levam a uma resposta afirmativa:

“Em resumo, eu usarei o termo demanda por moeda para indicar uma propensão a emitir débitos, ou uma propensão a expandir o balancete [*balance sheet*] de alguém a fim de gastar em bens, serviços, ou ativos. Essa definição claramente distingue demanda por moeda de preferência pela liquidez. Preferência pela liquidez é uma preferência para trocar itens ilíquidos em um balancete por itens mais líquidos, ou mesmo para diminuir o tamanho de um balancete pela retirada de débitos” (Wray, 1990: 20).

Posteriormente, retomando essas definições, o autor afirma que a “demanda por moeda está ligada primariamente a fluxos de gastos”, enquanto a preferência pela liquidez está ligada ao manejo de estoques (Wray, 1990: 163-164). Então, a emissão de débitos para financiar um fluxo de gastos não seria uma outra forma de expressar a demanda por crédito? Deste modo, a legitimidade (advogada por Wray) desta leitura de Keynes parece seriamente comprometida, ou, pelo menos, a terminologia utilizada parece inadequada, pois, como visto, Keynes estava

interessado na demanda *total* por moeda, e não somente na demanda por crédito. Considerando que esse crédito é concedido pelo sistema bancário, o que não traz modificações ao argumento, a mesma resposta oferecida por Keynes a Ohlin poderia ser dada contra essa definição de demanda por moeda:

“Pois isso diz respeito a mudanças na *demanda por empréstimos bancários*, ao passo que eu estou interessado nas mudanças na *demanda por moeda*; e aqueles que desejam reter moeda somente se sobrepõem parcial e temporariamente com aqueles que desejam entrar em débito com os bancos” (Keynes, 1937b: 245-246, grifos no original).

Indo adiante nessa dicotomia fluxos / estoques, Wray parece retroceder à perspectiva de uma taxa de juros determinada puramente pelos estoques, onde “somente a moeda ‘mantida imóvel’ [*sitting still*] (entesouramentos) afeta as taxas de juros; a moeda ‘em movimento’ [*on the wing*] não o faz” (Wray, 1990: 121). Utilizando a distinção entre encaixes ativos e inativos parece ir longe demais na determinação dos juros pelos estoques:

“[Os] saldos inativos retidos para satisfazer as demandas por moeda especulativa ou precaucional não retornarão necessariamente ao fundo rotativo durante um período de renda. Então, o desejo de reter estoques inativos de moeda influenciará as taxas de juros. Claramente, saldos transacionais que são relacionados à renda representam moeda ativa e não deveriam ser incluídos como um determinante das taxas de juros” (Wray, 1990: 172).

Paradoxalmente, Wray (*ibid*) faz uma ressalva quanto aos saldos transacionais que impõe uma cláusula para a não-influência dos mesmos na determinação da taxa de juros, a saber, que sejam dadas as “convenções relativas aos métodos de pagamento da renda e padrões de gastos”, visto que assim o fundo rotativo irá suprir as necessidades de transação. Não seria necessária, no entanto, uma cláusula adicional de constância do nível de renda para que os mesmos não afetassem as taxas de juros? Novamente, Wray parece não tecer tais considerações por acreditar que toda a moeda requisitada para os saldos ativos será suprida sob demanda:

“O ponto importante, contudo, é que um aumento nos gastos, por si só, não precisa ter qualquer impacto sobre as taxas de juros se os bancos estão propensos a acomodar pela expansão de seus balancetes (e tomando posições mais ilíquidas) sem requisitarem uma subida das taxas de juros. Em outras palavras, é a *preferência pela liquidez* que determina a taxa de juros, e não a *demanda por moeda*” (Wray, 1990: 164-165, grifos no original).

Retrocedendo às suas definições para a moeda, devemos notar que a partir do entendimento de que a “moeda é simplesmente um débito (transferindo poder de compra através do tempo do futuro para o presente), que pode ou não servir como um meio de troca” (Wray, 1990: 13), seria consistente identificarmos a demanda por moeda como equivalente à demanda por crédito, o que nos levaria ainda ao fato da endogeneidade da mesma estar tautologicamente garantida por estas definições.

Tendo por base a perspectiva em que “um aumento na demanda por moeda não precisa afetar a taxa de juros, mas um aumento na preferência pela liquidez é provável fazê-lo” (Wray, 1990: 74), este autor ainda trata de minimizar a importância dos entesouramentos numa economia com “instituições financeiras desenvolvidas”, o que o leva a exagerar ainda mais o papel da demanda por crédito, e, por conseguinte, se aproximar cada vez mais de uma posição endogenista em que as taxas de juros são fixadas pela autoridade monetária (Wray, 1990: 164-166).

Como a demanda por moeda é encarada como uma demanda por crédito para o financiamento de gastos, e a preferência pela liquidez como uma atitude de não realizar gastos, sua curiosa constatação, repetida em textos posteriores (*e.g.* Wray, 1992, 2006), de que “um aumento da preferência pela liquidez representa uma queda no desejo de gastar, logo é provavelmente correlacionado com uma queda na oferta e demanda por moeda” (Wray, 1990: 19) é justificada. No entanto, ainda que utilizemos essa terminologia, podemos observar que “Wray (1990) distingue entre demanda por moeda e preferência pela liquidez; ele não deixa claro, contudo, que a preferência pela liquidez também envolve uma demanda por moeda” (Dow, 1997: 72).

Sobre a interdependência entre essas duas noções, Dow e Dow (1989) já haviam mostrado que a oferta de crédito não se dá sem nenhuma consideração a respeito das restrições impostas pela preferência pela liquidez. E ainda que o crédito não é utilizado somente para fins produtivos, mas também para a compra de ativos financeiros, o que desfaz a idéia de que a demanda por moeda caminha em direção oposta da preferência pela liquidez. Acerca dessa concepção de que o “crédito é criado não somente para financiar o investimento produtivo, mas também para financiar a especulação” (Dow, 1996: 503), Dow e Dow (1989) expõem de maneira bastante direta que a “motivação para a crescente demanda por crédito é a acumulação monetária, que é realizada através da elevação dos valores monetários, quer a produção real seja aumentada ou não” (Dow e Dow, 1989: 159).

Feitas as considerações relativas à nossa tentativa de diferenciação entre as teorias da demanda por moeda e da preferência pela liquidez em Keynes que, como vimos, nos levou à discussão da determinação da taxa de juros e de como os diferentes motivos para demandar moeda podem afetá-la, voltar-nos-emos ao entendimento (mais amplo) da teoria da preferência pela liquidez como uma teoria da escolha e precificação de ativos em geral, deixando o mundo

dicotômico da escolha entre moeda e títulos e enfrentando a complexidade do capítulo 17 da *Teoria Geral*. Afinal, como colocou Dow (1993: 20),

“Em sua forma simplificada, a teoria de Keynes da preferência pela liquidez foi expressa em termos de uma escolha entre moeda e títulos. Mas a teoria tem maior generalidade, se referindo à escolha entre ativos de longo e curto-termo, reais e financeiros”.

4.6. Preferência pela liquidez como escolha e precificação de ativos em geral

A idéia de que a “teoria pós-keynesiana da demanda por moeda é um caso particular do modelo de escolha de ativos apresentado por Keynes no capítulo 17 da *Teoria Geral*” (Carvalho, 1992: 117) e, mais do que isso, de que o modelo de escolha e precificação de ativos em geral inclui como caso particular a teoria da preferência pela liquidez *da* taxa de juros, não é, de maneira alguma, desconhecida, e pode ser encontrada no sexto capítulo de Carvalho (1992).

O que nos dedicaremos nesse ponto a realizar envolve a introdução de conceitos utilizados por Keynes (1936) no citado capítulo 17, por estes nos habilitarem a tratar da escolha e precificação de ativos em geral, mesmo que retrocedamos em alguns momentos ao caso dicotômico, a fim de ganharmos familiaridade com tais conceitos. Ainda sobre o incremento em graus de generalidade, sem perder de vista a noção básica defendida acima, podemos tomar o seguinte trecho:

“[A] preferência pela liquidez não é somente uma teoria da demanda por moeda, mas um modelo de determinação dos retornos dos ativos e dos preços dos ativos. A expressão fundamental do modelo é que para um ativo ser comprado este precisa oferecer a perspectiva de rendimentos monetários suficientes para cobrir sua iliquidez relativa com respeito ao ativo de referência” (Carvalho, 1992: 114).

E é nesse contexto que Carvalho (1995: 23) considera a vantagem que o tratamento mais simples, “com somente dois ativos compostos” poderia apresentar, justamente a de “deixar claro que a verdadeira natureza dos juros residia nesta ser uma compensação pelo risco da iliquidez”⁹².

“No entanto, poderia ser percebido facilmente que a preferência pela liquidez poderia ser generalizada em uma teoria geral de precificação de ativos baseada no mesmo princípio geral que diferentes graus de liquidez deveriam ser compensados por retornos pecuniários que definiriam a taxa de retorno obtida pela posse de diferentes ativos” (Carvalho, 1995: 24).

Portanto, a extensão para o caso de n ativos corresponderia à simples generalização do mecanismo básico atuante na determinação *da* taxa de juros, sendo que alterações na precificação de outros ativos que não a moeda deveriam ser entendidas do mesmo modo: uma preferência pela

⁹² “O antecedente de qualquer rendimento é o preço pago pela conveniência e segurança em reter moeda comparada com reter ativos rentáveis. A taxa de juros iguala as vantagens relativas em reter securities com as vantagens em reter moeda” (Hansen, 1949: 65).

liquidez ampliada geraria um aumento dos encaixes *desejados* para os ativos relativamente mais líquidos (dos quais a moeda representa o extremo de maior liquidez) que, se não satisfeita por encaixes efetivos, acarretaria a queda do preço dos ativos de menor liquidez relativa.

Dito isto, o primeiro conceito a ser explicitamente reconhecido é o de prêmio de liquidez, que representa o retorno (não-pecuniário) a ser auferido pela posse de um ativo, devido à “conveniência potencial ou segurança” proporcionadas pelo “poder de dispor” do mesmo (Keynes, 1936: 226). Como já destacado, é a moeda a detentora do mais elevado prêmio de liquidez entre os ativos e é quanto a esse retorno que todos os demais ativos se referem para que sejam objeto de demanda (ou produção), não significando que os mesmos não possuam prêmio de liquidez algum. Os retornos (pecuniários ou não) dos demais ativos, outros que não o relativo à liquidez, são obtidos na forma de quase-rendas (para o caso de bens de capital, ou distintos retornos explícitos para outros ativos que, por motivos de simplicidade, serão expressos por tal designação), descontados os custos de manutenção⁹³.

Keynes (1936: 225-226) definiu esses diferentes tipos de retorno⁹⁴, prêmio de liquidez (l), quase-rendas esperadas (q) e custos de manutenção (c), como taxas medidas em termos dos próprios ativos, de modo que à soma das quase-rendas (descontados os custos de manutenção) com o prêmio de liquidez, para cada ativo, denominou taxa própria de juros. Por ter assim procedido, fez-se necessário ainda que levasse em conta a apreciação / depreciação esperada (a) em termos de moeda para que comparações pudessem ser realizadas (*ibid*: 227). A taxa própria de juros em termos de moeda torna-se então⁹⁵:

$$l + (q - c) \pm a \quad (4)$$

⁹³ Uma perspectiva alternativa, a de Heinsohn e Steiger (2005) para a explicação da taxa de juros a partir do “paradigma da propriedade”, representa uma interessante exposição que leva em conta o papel do componente “colateral” nos juros, mas não deixa de apresentar, do ponto de vista aqui defendido, uma redutibilidade à explicação da liquidez. Tencionando definir o “prêmio de propriedade” como um “rendimento não-físico da segurança inerente aos ativos” (*ibid*: 76), sendo esse auferido quando alguém aliena o direito de propriedade de um bem a terceiros (o oferecendo como colateral), esses autores, apesar de realçarem um ponto importante, parecem não perceber que os mesmos resultados seriam alcançados se fosse utilizada uma terminologia em que a cessão do prêmio de liquidez de um ativo a outrem gerasse um retorno não-pecuniário, em forma de “conveniência potencial”, apesar dos outros tipos de rendimento advindos da posse (em contraposição à propriedade na terminologia destes autores) continuarem intactos.

⁹⁴ Ver Dequech (2005: 534-535) sobre os diferentes tipos de retorno dos ativos. Também Kaldor (1960: 60) e Davidson (1978: 62).

⁹⁵ Como diversos autores notaram, a inserção da apreciação / depreciação esperada de forma aditiva nos dá apenas uma aproximação para a conversão das taxas de um padrão a outro. A expressão correta pode ser encontrada, por exemplo, em Barends e Caspari (1997, nota 23), e havia sido há muito advertida por Fisher (1896).

No influente texto de Kaldor (1960) sobre as taxas próprias de juros, são reforçadas as denominações de taxa própria de juros própria (*own-rate of own-interest*)⁹⁶ para o caso que não inclui a apreciação / depreciação esperada, e de taxa própria de juros monetária (*own-rate of money-interest*) para a versão corrigida em termos de moeda. Contudo, este propõe que a noção de prêmio de liquidez seja substituída pelo “negativo do prêmio de risco marginal” (*ibid*: 60), conceito já utilizado anteriormente (Kaldor, 1939), o que faria com que a moeda possuísse um prêmio nulo e os demais ativos possuíssem prêmios quão mais negativos, maiores fossem seus graus de iliquidez relativa. Ou seja, “ao invés de considerar a liquidez como uma *adição* ao rendimento, deveríamos representá-la como uma *dedução* do rendimento daqueles ativos que [...] carregam um prêmio de risco o qual esse rendimento precisa compensar” (Kaldor, 1960: 60, grifos no original).

Apesar de representarem, na maioria dos casos, duas formas alternativas de expressar a mesma idéia⁹⁷, e de a versão de Kaldor ter sido amplamente adotada, imediatamente como em Robinson (1961), e mais recentemente como em Carvalho (1992), esta pode obscurecer mais do que aclarar alguns pontos-chave da exposição de Keynes na *Teoria Geral*. Não se deve concluir daí que a representação de Kaldor tencionava encobri-los, ou que esta não pode conformar-se adequadamente à exposição de Keynes, mas tão somente que tal representação, não obstante seus méritos intrínsecos, lança um olhar sobre o tema que tende a deixar esquecidos alguns fatores essenciais ao entendimento do mesmo.

Primeiramente, atribui a um fator de rendimentos implícitos, contido em q , o benefício da posse de moeda, que deve ser, portanto, menor que os rendimentos totais de outros ativos⁹⁸, estes possuidores de um prêmio de liquidez negativo. Nesse caso, os rendimentos implícitos e explícitos de outros ativos (um título, por exemplo), não estariam separados, o que poderia levar à (falsa) conclusão de que os rendimentos implícitos de quaisquer outros ativos teriam que superar os relativos à moeda.

⁹⁶ Apesar de não enfatizar tal denominação no decorrer do capítulo 17, Keynes (1936: 236) já a utilizara neste capítulo, ao contrário do que é por vezes propagado (*e.g.* Rogers, 1989; Barends e Caspari, 1997), de que esta é uma nomenclatura proposta por Kaldor (1960). Vale notar ainda que este último (Kaldor, 1960: 74n) critica a terminologia utilizada por Lerner (1952) em um artigo que também tem por finalidade discutir o capítulo 17 da *Teoria Geral*.

⁹⁷ O que levou Davidson (1978: 64) a considerar a utilização dos dois conceitos como “uma questão de indiferença [...], uma vez que eles são essencialmente imagens especulares um do outro”.

⁹⁸ Em equilíbrio, como discutiremos detalhadamente a seguir.

Por outro lado, se fôssemos levados a pensar este q da moeda como dotado de rendimentos explícitos, como deve ser o caso de outros ativos, poder-se-ia chegar à (também enganosa) idéia de que existem, no caso dicotômico (*e.g.*), duas taxas de juros, uma para a moeda e outra para os títulos. Claramente, não é essa a idéia (nem a intenção de Kaldor), sendo que devemos entender a taxa de juros como uma “separatriz” entre esses dois ativos (para continuar no caso mais simples), de modo que corridas para a moeda ou da moeda ocorrerão se essa linha divisória estiver, respectivamente, abaixo ou acima do prêmio requerido para mantermo-nos afastados desta. “Portanto, a taxa de juros é determinada na margem de indiferença entre moeda e o ativo alternativo no mundo de um-ativo-não-monetário-composto da Teoria Geral” (Carvalho, 1996a: 313-314).

Finalmente, tal interpretação pode prestar o grande desserviço de ofuscar a idéia do prêmio de liquidez como uma resposta à incerteza⁹⁹ e, por conseguinte, do motivo precaucional para demandar moeda, uma vez que este prêmio representa, essencialmente, o estado de confiança com relação ao devir econômico, isto é, a percepção da incerteza¹⁰⁰ ligada ao motivo precaucional. Nas palavras de Carvalho (1995: 20):

“O caráter da moeda como uma forma geral de riqueza a torna um meio apropriado de cumprir estratégias defensivas em face de um futuro incerto. Esta é um ativo cujo retorno toma a forma de um prêmio de liquidez ao invés de uma recompensa pecuniária. Outros ativos não oferecem a mesma defesa contra a incerteza e compensam essa imperfeição pelo pagamento de juros aos seus detentores”.

Transferindo a idéia do prêmio de liquidez (e da influência da incerteza) para um contexto mais geral da escolha de ativos¹⁰¹, poderíamos dizer que se perderia a noção de que a posse de ativos mais líquidos (com prêmios de liquidez mais elevados) funciona como uma defesa contra a

⁹⁹ “O mais significativo, radical e decisivo serviço da *Teoria Geral* foi libertar a taxa de juros de sua prisão no mutuamente auto-determinado sistema de equilíbrio de preços de bens em termos de bens, e torná-la uma resposta à incerteza.” (Shackle, 1983: 387).

¹⁰⁰ Como já colocado na nota 47, acima, na interpretação de Dequech (2000b, 2005) o prêmio de liquidez reflete, por meio da confiança, não só a percepção da incerteza, mas também a aversão à incerteza. Esta interpretação exprime também o fato desta ser feita no nível microeconômico, como salienta o próprio autor (Dequech, 2005: 534), sendo que considerações sobre a aversão à incerteza por parte dos diferentes indivíduos necessitam ser tecidas.

¹⁰¹ Introduzimos aqui, talvez tardiamente, uma menção à abordagem da escolha de ativos que consta de artigo publicado por Hicks (1933) previamente à *Teoria Geral*. Neste, considerações acerca de alterações no estado de confiança afetando a demanda por ativos, especificamente de alterações na proporção desejada de ativos a ser mantida em formas “imediatamente disponíveis”, são encontradas abundantemente (Hicks, 1933: 35-36). Também a idéia de que maiores retornos são necessários para compensar maiores riscos pode ser encontrada, onde inclusive são feitas considerações acerca dos movimentos de escolha: elevações nas taxas de retorno esperadas levarão a movimentos de capital para ativos mais arriscados, enquanto que elevações nos riscos antecipados, ou qualquer “grande choque de confiança”, levarão a ativos mais seguros (*ibid*: 36). É surpreendente o fato de Hicks ter chegado tão longe sem qualquer referência explícita à liquidez e partindo do princípio de que a moeda é retida somente por conta da incerteza quanto a pagamentos futuros (*ibid*: 34). Todavia, sua análise apresenta limitações quanto à precificação dos ativos, introduzida mormente numa discussão do ciclo, sendo que uma série de problemas é apontada pelo próprio autor em notas acrescidas ao texto original.

incerteza; e com esta a influência da incerteza na precificação dos ativos, alterando o balanço entre os ativos mais líquidos e os menos líquidos. Também a esse respeito, podemos recorrer a Carvalho (1999: 125, grifos no original):

“Uma elevação na incerteza percebida, que aumenta o valor ex-ante de estar líquido, implicaria, *para dados estoques de cada classe de ativos*, que a preferência pela liquidez causaria deslocamentos nas demandas planejadas pelos diferentes tipos de ativos, causando uma elevação no preço dos ativos demandados principalmente pelo seu prêmio de liquidez, comparados com os ativos rentáveis, mas menos líquidos”.

É nesta acepção do prêmio de liquidez afetando a precificação de ativos que Townshend (1937), pioneiramente, enxerga a teoria da preferência pela liquidez como uma nova teoria do valor, ou como uma generalização da teoria clássica do valor (Townshend, 1937: 160)¹⁰². Argumentando em prol dessa conclusão, Townshend (1937: 161) começa por ponderar que esta nova teoria do valor se distanciaria da anterior fundamentalmente no caso dos ativos monetários (não-reprodutíveis), significativamente no caso de bens duráveis com baixas elasticidades de produção e substituição, e cada vez menos quão mais facilmente reprodutíveis fossem os bens. Atinge, então, uma conclusão fundamental para a influência do prêmio de liquidez nos preços dos ativos em geral:

“Entretanto, poderia parecer que é essencial levar em conta a liquidez a fim de discutir *quaisquer* preços *nominais*. Pois mesmo que certos ativos possuam prêmios de liquidez tão pequenos que mudanças nestes não afetem seus preços nominais, variações no (grande) prêmio de liquidez da moeda o farão – operando, naturalmente, sobre as condições da nova produção dos ativos” (Townshend, 1937: 161, grifos no original).

Como uma observação pontual a essa seção, podemos destacar as analogias que decorrem do enquadramento da abordagem apresentada por Keynes no capítulo 17 ao contexto mais restrito dos motivos para demandar moeda, a exemplo da já mencionada afinidade entre o motivo precaucional e o prêmio de liquidez. Assim como é verdade que podemos pensar nas alterações dos diversos prêmios de liquidez (*l*), atribuídos aos diferentes ativos, nos termos de movimentos do estado de confiança, também é verdade que podemos interpretar alterações nas diversas apreciações / depreciações (variações nominais) esperadas (*a*) como mudanças nas “taxas normais” imputadas aos ativos em questão; ou seja, tão logo estejamos tratando de variações nas expectativas quanto aos preços futuros dos diferentes ativos, devemos entender que isso equivale à generalização do motivo especulativo.

¹⁰² Vale notar que, para esse autor, a “teoria do valor em uma economia capitalista é a teoria dos preços nominais” (Townshend, 1937: 167).

4.6.1. Origem da análise das taxas próprias de juros

A despeito da insistência de Kregel (*e.g.* 1982, 1997) em buscar a origem da análise do capítulo 17 no teorema da paridade das taxas de juros, presente no *Tract*, a partir da idéia de que a alocação entre ativos alternativos seria uma adaptação da arbitragem entre diferentes divisas – o que não deixa de constituir uma analogia bastante adequada –, consideraremos aqui o exame pretérito de Fisher (1896, 1907) que, como veremos, adianta em muito também a imagem das taxas próprias de juros, atribuída pelo próprio Keynes (1936: 223n) a Sraffa (1932).

Na análise efetuada por Sraffa (1932), o intento é rebater algumas idéias apresentadas por Hayek em obra do ano anterior, especialmente, para os nossos fins, a idéia de que a divergência entre taxas de juros é uma particularidade de uma economia monetária. Sraffa (1932: 49) identifica o veio wickselliano da abordagem de Hayek, mas começa por acusá-lo de uma grande confusão terminológica que identifica a taxa efetiva de juros com a monetária e a taxa de juros de equilíbrio com a natural. E é nesse contexto que faz a afirmação que antecede seu exemplo de empréstimo em termos de mercadorias:

“Se a moeda não existisse, e empréstimos fossem feitos em termos de todos os tipos de mercadorias, existiria uma única taxa que satisfaria as condições de equilíbrio, mas poderia haver em qualquer dado momento tantas taxas “naturais” de juros quantas fossem as mercadorias, embora essas não fossem taxas de “equilíbrio”” (Sraffa, 1932: 49).

A essa altura, Sraffa está apenas ressaltando a inadequação da terminologia utilizada por Hayek, com destaque para a contradição da identificação da taxa natural com a de equilíbrio, e preparando o terreno para rechaçar a própria dicotomia taxa natural / taxa monetária. Ainda com a presença de moeda, mas supondo mercados futuros organizados para as diversas mercadorias, Sraffa (1932: 50) trata de sua taxa de juros em termos de algodão:

“Quando um fiandeiro de algodão pega emprestada uma soma de dinheiro por três meses e usa a quantia para comprar, à vista, uma quantidade de algodão bruto que ele simultaneamente vende com três meses de avanço, ele está de fato “tomando algodão emprestado” por aquele período. A taxa de juros que ele paga, por centena de fardos de algodão, é o número de fardos que pode ser comprado com a seguinte soma de dinheiro: o juro sobre o dinheiro requerido para comprar 100 fardos à vista, mais o excedente (ou menos a diferença) entre o preço à vista sobre o preço futuro de 100 fardos”.

Retornando a Keynes (1936) e ao exemplo em que reconhece ter se baseado na análise de Sraffa (1932) para desenvolver seu conceito de taxas próprias de juros, devemos notar que em sua formulação da passagem da taxa monetária de juros para a taxa própria de juros em termos de trigo, Keynes (1936: 223) não comete o mesmo erro encontrável em Sraffa (1932: 50) de considerar aditivamente o componente de variação no preço relativo. No entanto, como já

ressaltado acima, quando enuncia os diferentes tipos de rendimentos dos ativos trata essa variação nominal esperada aditivamente.

“Suponhamos que o preço à vista do trigo seja £100 por 100 quartos, que o preço do contrato ‘futuro’ para entrega do trigo um ano adiante seja £107 por 100 quartos, e que a taxa monetária de juros seja 5 por cento; qual seria a taxa de juros do trigo? £100 à vista comprarão £105 para entrega futura, e £105 para entrega futura comprarão $\frac{105}{107} \cdot 100 (= 98)$ quartos para entrega futura. Alternativamente, £100 à vista comprarão 100 quartos de trigo para entrega imediata. Portanto, 100 quartos de trigo para entrega imediata comprarão 98 quartos para entrega futura. Segue-se que a taxa de juros do trigo é de *menos* 2 por cento ao ano” (Keynes, 1936: 223, grifos no original).

Apesar de utilizar valores aproximados em seus resultados para a quantidade de trigo para entrega futura e para a taxa de juros própria do trigo, o procedimento efetuado por Keynes na transformação de um padrão ao outro está correto e é compatível com aquele encontrado em Fisher (1896: 348-350; 1907: 80-81), que também ilustra sua teoria da apreciação e dos juros através de exemplos de mudança de padrão (do ouro para o trigo), mostrando como é calculada a taxa de juros em termos dos distintos padrões. De modo geral, temos que, para passar de uma taxa própria de juros (i) para uma outra (j), dada uma variação nominal esperada (a), o procedimento correto é calcular (Fisher, 1896: 351):

$$(1 + j) = (1 + a)(1 + i) \quad (5)$$

Essa preocupação de Fisher com a passagem de um padrão a outro advém de sua percepção aguçada quanto ao que considera ser a maior lacuna das teorias pretéritas sobre os juros: “Em nenhuma delas é dada qualquer importância ao fato de que o número expressando a taxa de juros depende do padrão de valor monetário em termos do qual a taxa de juros é expressa” (Fisher, 1907: 77). Também o foco na apreciação esperada tem, como se sabe, um papel fundamental em sua explicação para a taxa de juros¹⁰³; mas não é apenas no caso agregado, de uma apreciação antecipada no nível geral de preços, que este foco pode ser notado. O papel da apreciação esperada na formação da taxa de juros é também ressaltado no exemplo da taxa de juros de uma mercadoria específica, considerando-se a possibilidade de entesouramento, e é oferecida ainda uma parte da explicação para o componente dos custos de manutenção através da imagem de um padrão perecível (atribuindo esta a Böhm-Bawerk e Landry) (Fisher, 1907: 82-84).

¹⁰³ Fisher não se considera, no entanto, o primeiro autor a tratar da relação entre apreciação e juros, situando a origem desta em meados do século XVIII, e a encontrando também em autores como John Stuart Mill e John B. Clark. Para uma breve discussão histórica feita pelo próprio autor, consultar seu apêndice ao capítulo V (Fisher, 1907). Algumas referências são dadas anteriormente em Fisher (1896: 351n).

Deste modo, antecipa alguns pontos da abordagem de Keynes (1936) no capítulo 17, senão a mudança de foco na explicação da taxa de juros, do consumo intertemporal para a liquidez, a partir da introdução explícita do prêmio de liquidez. No entanto, também nesse contexto, vale a observação de Keynes (1937b: 242n) de que Fisher, e não Wicksell (como sugerira Ohlin), era o seu bisavô para assuntos monetários, sendo que a contribuição de Fisher antecipou em muito a problemática em que se envolveu Sraffa tempos depois.

Após se deter por um momento no caso agregado, Fisher (1907: 84) nota a insuficiência de tratarmos somente de duas taxas de juros, uma “nominal” (sobre a moeda) e outra “real” (em termos de bens). “Pois dois padrões de bens não mantêm, ou se espera que mantenham, uma razão de preços constante um com relação ao outro. *Existem, portanto, exatamente tantas taxas de juros em bens quanto existem padrões de bens divergindo em valor*” (Fisher, 1907: 84, grifos no original). Afirmação semelhante já havia sido feita anteriormente por esse autor (Fisher, 1896: 431) utilizando o termo “capital” no lugar de “bens”, mas captando o mesmo ponto posteriormente realçado por Sraffa, o de que “a taxa de juros em termos de moeda é simplesmente um representante usual das taxas multiformes em outros padrões”¹⁰⁴ (Fisher, 1896: 434).

4.6.2. Equilíbrio na análise das taxas próprias de juros

A partir de seu exemplo da passagem de um padrão monetário para um padrão em algodão, Sraffa (1932) destaca a idéia de que somente numa situação de equilíbrio existe uma única taxa “natural” de juros (ou todas as taxas “naturais” são iguais):

“Em equilíbrio os preços à vista e futuro coincidem, para o algodão bem como para qualquer outra mercadoria; e todas as taxas “naturais” ou de mercadorias [*commodity rates*] são iguais às outras, e à taxa monetária. Mas se, por qualquer razão, a oferta de e a demanda por uma mercadoria não estão em equilíbrio (*i.e.* seu preço de mercado excede ou não alcança seu custo de produção), seus preços à vista e futuro divergem, e a taxa “natural” de juros sobre aquela mercadoria diverge das taxas “naturais” de outras mercadorias” (Sraffa, 1932: 50).

Assim, este autor já se encontra numa posição que lhe permite afirmar que a divergência entre taxas de juros não é uma peculiaridade de uma economia monetária, pois mesmo numa economia não-monetária, à parte uma situação de equilíbrio, “pode haver tantas taxas “naturais” quantas sejam as mercadorias” (Sraffa, 1932: 50).

¹⁰⁴ Sobre a precedência de Fisher (1896) quanto à idéia (e não à terminologia) das taxas próprias de juros, tanto com relação a Sraffa (1932) quanto com relação a Keynes (1936), ver também Barends e Caspari (1997, nota 8).

No contexto do exemplo oferecido por Keynes (1936: 226-228) para a escolha entre moeda, casas e trigo, podemos encontrar a concepção de que “em equilíbrio, os preços de demanda das casas e do trigo em termos de moeda serão tais que não haverá nada para escolher no sentido de vantagem entre as alternativas; – i.e. $a_1 + q_1, a_2 - c_2$ e l_3 serão *iguais*” (Keynes, 1936: 228, grifos no original)¹⁰⁵. De acordo com a terminologia utilizada por Keynes (1936), somente numa posição de equilíbrio teremos igualadas todas as taxas próprias de juros (em termos de moeda), tal que:

$$l_i + (q_i - c_i) \pm a_i = l_j + (q_j - c_j) \pm a_j \quad \forall i \neq j, \quad i, j = 1, 2, \dots, n \quad (6a)$$

Como uma condição ainda mais estrita de equilíbrio, aliás, a mencionada por Sraffa na passagem reproduzida acima, em que se espera que todos os preços permaneçam constantes com relação à moeda¹⁰⁶, são as taxas próprias de juros próprias que são igualadas:

$$l_i + (q_i - c_i) = l_j + (q_j - c_j) \quad \forall i \neq j, \quad i, j = 1, 2, \dots, n \quad (6b)$$

Essa condição de equilíbrio mais estrita (6b), apesar de ter sido bastante adotada, não parece encontrar correspondência com a obra de Keynes, e guarda uma relação de proximidade maior com a alternativa neo-ricardiana, na qual a noção de equilíbrio de longo-período como um centro de gravitação para as variáveis econômicas toma força (Dutt e Amadeo, 1990: 49).

Rogers (1989), apesar de em alguns momentos deixar a entender o contrário, colocando-se mesmo contra algumas concepções neo-ricardianas (*ibid*: 229-231), está ligado a essa noção de longo-período que preconiza que podemos isolar as forças persistentes, sistemáticas e regulares do sistema econômico daqueles fenômenos temporários, arbitrários e acidentais (*ibid*: 186-187). Deste modo, começa sua análise da escolha de ativos em geral a partir dessa perspectiva de equilíbrio:

“Seguindo Kaldor (1960), uma análise marshalliana do processo de ajustamento ao equilíbrio monetário pode convenientemente ser ilustrada começando com o equilíbrio de longo-período, ou estado estacionário. Neste equilíbrio, os preços de mercado se igualam aos preços de oferta de curto-período que, por sua vez, se igualam aos preços de oferta normais ou de longo-período. Deste modo, os fatores de ajustamento, os a_j , em todas as eficiências marginais são zero visto que os preços à vista e futuro são idênticos” (Rogers, 1989: 212).

Uma vez que Keynes, nesse particular, parece estar muito mais interessado na dinâmica que envolve a escolha e precificação de ativos, na qual as variações nominais esperadas assumem

¹⁰⁵ Vale lembrar que nesse exemplo, por uma questão de simplicidade, considerou-se que as casas teriam apenas rendimentos do tipo q , o trigo apresentaria apenas custos de manutenção (c), e a moeda prêmio de liquidez (l).

¹⁰⁶ Nas palavras de Kaldor (1960: 62), em “um equilíbrio pleno de longo período, os termos a tornam-se zero”.

um papel preponderante, a utilidade dessa concepção de equilíbrio de longo-período torna-se bastante questionável. Como Carvalho (1990: 288) colocou isso, numa perspectiva muito mais geral: “Tomar os pressupostos de Keynes pelo seu valor de face implica que uma análise de longo-período ‘no velho sentido’, como um centro de gravitação, não tem espaço em seu modelo de uma Economia Monetária”.

APÊNDICE AO CAPÍTULO 4 – Alguns exercícios em torno da noção de equilíbrio na teoria da preferência pela liquidez

Antes de iniciarmos nossa incursão aos processos de alocação de *portfolio*, que visa tão somente ilustrar algumas possibilidades de ajustamento entre preços e quantidades através de exercícios compatíveis com o defendido acerca da preferência pela liquidez nesse trabalho, é necessário que nos concentremos na peculiar definição de equilíbrio envolvida. Como podemos depreender das breves observações realizadas no final do capítulo 4, estamos numa situação de equilíbrio se, e somente se, os retornos esperados totais de todos os ativos são iguais. Deste modo, deveria ser clara a idéia de que, nessa situação, nenhum ativo será trocado por qualquer outro. Mas assim não o é, a julgarmos pelas recorrentes imprecisões na literatura, como a insistência em tratar o prêmio de liquidez e a taxa de juros como sinônimos (em qualquer circunstância), e necessitaremos transcender os limites da *Teoria Geral* se quisermos expressar isso satisfatoriamente.

Deve ficar claro que estamos tratando de um equilíbrio de natureza agregada, de modo que variações nas avaliações individuais quanto ao retorno esperado dos ativos somente importarão na medida em que correspondam a alterações efetivas, “líquidas”, por assim dizer, no balanço entre altistas e baixistas; dito de outro modo, enquanto variações nas avaliações dos altistas encontrarem correspondência com variações no sentido oposto por parte dos baixistas, de maneira que estes alterem seus *portfolios* individuais, *sem qualquer interferência* nos montantes agregados dos ativos ou nos preços dos mesmos, umas variações anulando as outras, estas não serão levadas em conta.

Retomando o contexto de uma escolha entre dois ativos, iniciemos pela réplica de Keynes (1931) a Robertson (1931), da qual retiramos pontos cruciais para a explicação da teoria da preferência pela liquidez:

“Uma vez que o montante total dos ativos não-líquidos está inalterado e o montante total dos ativos líquidos está inalterado, nada aconteceu por enquanto [...] para causar uma mudança na avaliação de um em termos do outro, *i.e.* no preço dos ativos não-líquidos” (Keynes, 1931: 418).

Adaptar essa afirmação à *Teoria Geral* significaria dizer que enquanto alterações nos montantes de moeda e títulos não ocorrerem, indicando uma mudança na preferência pela liquidez, não ocorrerão também mudanças na taxa de juros, a qual expressa a avaliação do preço dos títulos. Essa cadeia de causalidades será a base das ilustrações que veremos a seguir.

Naturalmente, pode-se perceber que aí são necessárias transferências prévias entre os ativos para que alguma movimentação se dê no âmbito dos preços. Como tencionamos defender durante esse trabalho, há ainda um caso limite em que ao menor sinal de mudança na preferência pela liquidez (ou, digamos, uma alteração infinitesimal nos montantes), a taxa de juros é alterada sem necessidade de tais transferências.

É nesse caso limite que devemos concentrar nossos esforços rumo a uma definição de equilíbrio de *portfolio*, alcançado quando retornos esperados totais e montantes permanecem inalterados. Robinson (1951), no contexto de seu modelo que inclui moeda, títulos de curto e longo prazos e ações, nos fornece uma interessante imagem:

“Cada tipo de ativo é uma alternativa potencial para todos os outros; cada um tem, por assim dizer, uma fronteira comum com todos os outros e com a moeda. Equilíbrio no mercado é alcançado quando as taxas de juros são tais que nenhuma riqueza esteja se movendo através de qualquer fronteira” (Robinson, 1951: 96).

Trazendo esse mesmo espírito, Bibow (1998) recentemente nos ofereceu o seguinte conceito de equilíbrio de *portfolio*, o qual trata da escolha e precificação de ativos em geral:

“Um equilíbrio de *portfolio* geral é um estado em que nenhum detentor de riqueza tem um incentivo para rearranjar seu *portfolio* à estrutura corrente de preços de ativos. [...] Então, parece que um equilíbrio requer que os preços de demanda de todos os diferentes tipos de ativos sejam tais que seus retornos esperados totais (‘taxas próprias’) sejam todos iguais” (Bibow, 1998: 244).

E é assim, partindo da escolha entre dois ativos e da determinação da taxa de juros, e vislumbrando a escolha e precificação de ativos em geral, que percorreremos também as ilustrações constantes desse apêndice. Como uma observação final acerca da noção de equilíbrio, devemos ressaltar que os exercícios abaixo tratam de um ajustamento que se dá, de um ponto de vista lógico, instantânea e simultaneamente, sem depender das variações ocorridas dentro do período em análise – um equilíbrio de “início-de-período” nos termos de Foley (1975) –, mas que, como um exercício de abstração em busca das cadeias de causalidade, deve ser pensado como suscetível de separação e ordenação dos acontecimentos. É somente assim que podemos pensar em um processo no tempo, no qual o “equilíbrio requer [...] que os preços de diferentes tipos de ativos medidos na mesma unidade se movam até que suas eficiências marginais medidas nesta unidade sejam iguais” (Keynes, 1937d: 107).

Considerando essa noção de equilíbrio pretendemos aqui deixar clara a idéia de que os retornos totais esperados proporcionados pela posse dos ativos somente serão iguais em equilíbrio; e quando este não for o caso, trataremos da alteração necessária nestes retornos ou,

alternativamente, nos preços dos ativos, para que se atinja uma posição de equilíbrio, não implicando que esta posição seja inevitavelmente atingida, que em torno desta os preços gravitem, ou mesmo que esta seja desejável. Esta é vislumbrada, portanto, como uma referência, tida como útil por nos propiciar uma melhor visão do andamento dos processos de alocação de *portfolio*.

Uma vez que não temos como saber se as movimentações observadas estão sendo realizadas na direção de uma posição de equilíbrio, ou se afastando desta (a menos que tomássemos uma quantidade significativamente maior de períodos), e como nada em nossa análise até aqui nos faz crer que haja algum processo regular de convergência ao equilíbrio, iremos supor que partimos de uma posição de equilíbrio e chegamos a uma outra posição de equilíbrio, se for o caso em que alterações nos preços e/ou quantidades ocorrerem; não sendo esse o caso, continuamos na mesma posição de equilíbrio. Então, nossa tarefa consiste em observar alterações ocorridas nos preços e quantidades e tentar entender os processos de ajustamento subjacentes às mesmas¹⁰⁷. Deste modo, as suposições de que partimos de um equilíbrio e chegamos a outro somente refletem posições de referência, as quais nos permitem entender justamente quando não estamos nesse caso, a partir da constatação de que preços e quantidades não se moveram de maneira compatível com a passagem de um equilíbrio a outro.

Começaremos, mais uma vez, pelo caso dicotômico em que a escolha se dá somente entre moeda (*m*) e títulos (*t*) (quer sejam entendidos como dois ativos “simples” ou “compostos”). Como estamos interessados no processo de equilíbrio, necessitaremos de dois momentos no tempo, a fim de observarmos a permanência ou não de uma alocação inicial qualquer. Por definição, somente teremos a manutenção do equilíbrio quando não se alterarem os valores dos ativos (no sentido mais estrito de quantidades multiplicadas por preços, *i.e.*, a avaliação monetária dos ativos num momento qualquer) entre um momento e o outro. A soma das quantidades dos ativos é fixada (pelo estoque disponível em dado momento), sendo que uma alteração na quantidade de moeda só pode ocorrer a partir de uma troca por valor equivalente de um ativo qualquer, dado o preço inicial, ou por uma reavaliação da riqueza velha, que engendre uma alteração no preço dos outros ativos, adequada à alteração correspondente na quantidade de moeda.

¹⁰⁷ Obviamente, isso nos traz o problema de podermos estar procurando as alterações nos preços e quantidades necessárias para manter um *status quo*, e não para manter uma posição de equilíbrio, se desta não estivermos partindo de fato.

Nossa primeira definição é a da matriz A , que é uma matriz diagonal cujos elementos constituintes da diagonal principal correspondem ao valor de um ativo no período 2 sobre seu valor no período anterior. No presente caso, estamos tratando de moeda e títulos:

$$A = \begin{bmatrix} m_2/m_1 & 0 \\ 0 & t_2/t_1 \end{bmatrix} \quad (7)$$

O vetor que nos oferece a variação nos retornos esperados totais dos ativos compatível com o equilíbrio será denominado s , o qual deverá ser pensado como expressando as alterações transcorridas nos retornos em um período qualquer, contanto que este período seja igual para os diversos ativos, o que implica que, para ativos de diferentes maturidades, um cálculo prévio visando trazê-los a um período comum se faz necessário. No caso ora indicado, esse vetor terá seus elementos especificados como $(1 + \Delta l)$ e $(1 + \Delta r)$, a partir da suposição de que a moeda apresenta somente prêmio de liquidez (l), e o título em questão é perfeitamente não-líquido, tendo todo o seu rendimento traduzido na taxa de juros (r). Vale lembrar que essa é a suposição utilizada no experimento conceitual típico tratado por Keynes (1936) na *Teoria Geral* e que, como tal, caracteriza um experimento idealizado, não significando que, na prática, os títulos não apresentem liquidez alguma.

$$s = \begin{bmatrix} (1 + \Delta l) \\ (1 + \Delta r) \end{bmatrix} \quad (8)$$

Necessitamos definir ainda o vetor unitário (u) e a matriz identidade (I), como de praxe, sendo o vetor unitário (também conhecido por vetor soma) um vetor em que todos os elementos são iguais a 1, e a matriz identidade uma matriz diagonal em que os elementos da diagonal principal também são todos iguais a 1. Devemos notar que todos os vetores foram definidos como vetores-coluna com o número de linhas igual ao número de ativos (no caso, 2), e que as matrizes têm dimensão 2 X 2. Assim, um vetor-linha será representado pela letra correspondente acompanhada do símbolo relativo à operação de transposição ($'$).

$$u = \begin{bmatrix} 1 \\ 1 \end{bmatrix} \quad I = \begin{bmatrix} 1 & 0 \\ 0 & 1 \end{bmatrix}$$

Para os nossos fins, precisamos definir ainda λ_d como o autovalor dominante da matriz A , ou seja, o maior dos autovalores desta matriz. Como os autovalores de uma matriz diagonal são os próprios elementos da diagonal principal, claro está que este autovalor dominante será correspondente à maior das variações (positivas) nos valores dos ativos, ou mesmo à menor das

variações negativas, no caso de todos os ativos estarem sofrendo uma redução nos valores destinados a estes. Para evitar essas confusões terminológicas, nos referiremos simplesmente ao autovalor dominante.

Como o nosso intuito é tomar os elementos de A e procurar as variações nos retornos esperados totais consistentes com o equilíbrio, devemos qualificar o vetor s como um vetor que nos oferece a *proporção* das variações necessárias nos retornos esperados totais dos ativos consistente com o equilíbrio, sejam quais forem esses retornos. Assim, para mantermos um dos elementos desse vetor fixo, *i.e.*, uma das variações igual a zero, resultando em um dos elementos igual a um, devemos multiplicar o autovalor dominante pelo vetor unitário (do lado direito de nossa equação), o que nos rende tal restrição¹⁰⁸:

$$As = \lambda_d \mathbf{u}$$

$$\begin{bmatrix} m_2/m_1 & 0 \\ 0 & t_2/t_1 \end{bmatrix} \cdot \begin{bmatrix} (1 + \Delta l) \\ (1 + \Delta r) \end{bmatrix} = \lambda_d \cdot \begin{bmatrix} 1 \\ 1 \end{bmatrix} \quad (9)$$

Portanto, lembrando que a inversa de uma matriz diagonal resulta em uma matriz cujos elementos na diagonal principal são simplesmente os inversos de cada elemento da diagonal principal da matriz original, temos:

$$\mathbf{s} = A^{-1} \lambda_d \mathbf{u}$$

$$\begin{bmatrix} (1 + \Delta l) \\ (1 + \Delta r) \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} m_1/m_2 & 0 \\ 0 & t_1/t_2 \end{bmatrix} \cdot \lambda_d \cdot \begin{bmatrix} 1 \\ 1 \end{bmatrix} \quad (10a)$$

$$\begin{bmatrix} (1 + \Delta l) \\ (1 + \Delta r) \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} (m_1/m_2) \cdot \lambda_d \\ (t_1/t_2) \cdot \lambda_d \end{bmatrix} \quad (10b)$$

Quando há manutenção do equilíbrio, claro está que $A = I$, e que o autovalor dominante, λ_d , portanto, é igual a 1 (apesar de ser uma raiz dupla, *i.e.*, com multiplicidade 2), nossa expressão se resumindo a:

$$\begin{bmatrix} (1 + \Delta l) \\ (1 + \Delta r) \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & 0 \\ 0 & 1 \end{bmatrix} \cdot \begin{bmatrix} 1 \\ 1 \end{bmatrix} \Rightarrow \Delta l = \Delta r = 0 \quad (11)$$

¹⁰⁸ Alguém poderia notar que essa restrição seria satisfeita a partir da multiplicação do vetor unitário por *qualquer* um dos autovalores da matriz A . Ou seja, por qualquer um dos elementos da diagonal principal da matriz A , sendo que o autovalor escolhido seria correspondente ao ativo cujo retorno estaria fixado. Assim, tomar o autovalor dominante seria uma suposição tão arbitrária quanto qualquer outra. No entanto, para autovalores diferentes, o *único* modo de obtermos estritamente variações não-negativas (*i.e.*, termos todos os Δ maiores ou iguais a zero) é a partir dessa operação. Como veremos, transformações posteriores do vetor s podem ser feitas sem nenhum prejuízo à formulação original.

Dito de outra forma, uma manutenção do equilíbrio resulta em $s = u$, uma vez que os retornos esperados totais já são iguais, e não necessitam ser alterados. Isso apenas confirma a igualdade entre o prêmio de liquidez e a taxa de juros numa situação de equilíbrio, pois, uma vez que partimos do equilíbrio, onde l e r são necessariamente iguais, e não há alteração alguma nos retornos esperados totais no período, estes mantêm a igualdade. Devemos notar que mesmo que não tratemos deste equilíbrio mais estrito, mas supusermos que os valores dos dois ativos variam na mesma proporção, tal expressão ainda será redutível à igualdade acima, uma vez que o autovalor dominante (neste caso, de multiplicidade n) será multiplicado pelo seu próprio inverso, α , ao invertermos a matriz A .

$$\begin{bmatrix} (1 + \Delta l) \\ (1 + \Delta r) \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \alpha & 0 \\ 0 & \alpha \end{bmatrix} \cdot \lambda_d \cdot \begin{bmatrix} 1 \\ 1 \end{bmatrix} = \alpha \cdot \begin{bmatrix} 1 & 0 \\ 0 & 1 \end{bmatrix} \cdot \lambda_d \cdot \begin{bmatrix} 1 \\ 1 \end{bmatrix}$$

Como $\alpha = \frac{1}{\lambda_d}$, temos:

$$\begin{bmatrix} (1 + \Delta l) \\ (1 + \Delta r) \end{bmatrix} = \frac{1}{\lambda_d} \cdot \begin{bmatrix} 1 & 0 \\ 0 & 1 \end{bmatrix} \cdot \lambda_d \cdot \begin{bmatrix} 1 \\ 1 \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & 0 \\ 0 & 1 \end{bmatrix} \cdot \begin{bmatrix} 1 \\ 1 \end{bmatrix} \Rightarrow \Delta l = \Delta r = 0, \text{ c.q.d.}$$

Para os nossos fins, todavia, talvez não seja o mais adequado definirmos essa situação de variação proporcional nos valores como a manutenção de uma situação de equilíbrio, pois aí, como veremos, ocorreram necessariamente variações nos preços dos ativos.

Antes de passarmos da variação nos rendimentos totais para a variação no preço dos ativos consistente com o equilíbrio, devemos explicitar a relação entre o preço dos ativos e os rendimentos totais, sendo que os últimos correspondem a uma taxa de ganhos esperados com relação aos primeiros. Devemos ainda notar que alguns autores tratam os retornos totais como fluxos nominais esperados, ao invés de taxas:

“Apesar de Keynes ter tendido a medir esses atributos de q , c , l e a , em uma unidade igual à percentagem por período do custo inicial do ativo, a fim de normalizar para diferentes expectativas de vida dos vários ativos e diferentes custos iniciais, para a maior parte do que se segue será mais útil conceber esses atributos em unidades de somas absolutas de dólar por período no decurso das vidas dos vários ativos. Essa última unidade de medida pode então ser diretamente convertida no preço de demanda do ativo (na mente do detentor) via um cálculo de valor presente” (Davidson, 1978: 64).

A exemplo de Davidson (1978), também em Minsky (1975), em determinadas ocasiões, é clara a opção de considerar os fluxos monetários (*cash flows*) em detrimento das taxas. Consideremos os retornos esperados totais (em fluxos nominais) para um ativo i qualquer,

utilizando letras maiúsculas para representá-los. Deste modo, a relação entre as taxas e os fluxos nominais pode ser estabelecida a partir dos preços correntes, P_i , para cada ativo:

$$l_i + (q_i - c_i) \pm a_i = \frac{L_i + (Q_i - C_i) \pm A_i}{P_i} \quad (12)$$

É então supondo que os retornos esperados nominais permanecem inalterados que podemos estabelecer a variação nos preços para que atinjamos uma posição de equilíbrio. Esse parece ser o caso mais útil para abordarmos a escolha e precificação de ativos em geral, pois sobre alguns tipos de retorno implícito, como o prêmio de liquidez, podemos interferir muito pouco. Agora, para avaliar a variação necessária no preço dos ativos, devemos tomar o inverso dos elementos do vetor s . Formalmente, podemos colocar isso de uma maneira direta através da diagonalização do vetor s , de sua posterior inversão, e então da reconversão a um vetor-coluna:

$$\mathbf{p} = \hat{\mathbf{s}}^{-1} \mathbf{u}$$

$$\mathbf{p} = \begin{bmatrix} (m_1/m_2) \cdot \lambda_d & 0 \\ 0 & (t_1/t_2) \cdot \lambda_d \end{bmatrix}^{-1} \cdot \begin{bmatrix} 1 \\ 1 \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1/[(m_1/m_2) \cdot \lambda_d] \\ 1/[(t_1/t_2) \cdot \lambda_d] \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} m_2/(m_1 \cdot \lambda_d) \\ t_2/(t_1 \cdot \lambda_d) \end{bmatrix} \quad (13)$$

Estabelecemos, assim, o vetor \mathbf{p} , que corresponde à variação necessária nos preços dos ativos. Até aqui, havíamos fixado (por hipótese) um dos retornos esperados, não especificando qual (através da multiplicação do vetor unitário pelo autovalor dominante), resultando que um dos ativos não apresentaria variação em seu retorno esperado total. Como o preço nominal da moeda não pode mudar, sendo, por definição, igual a 1, e nada no nosso desenvolvimento garante que seja sempre o primeiro elemento do nosso vetor \mathbf{p} resultante igual a 1, dividamos cada elemento deste pelo primeiro elemento, fixando, portanto, o preço da moeda¹⁰⁹.

$$\mathbf{p}_m = \begin{bmatrix} (m_2/(m_1 \cdot \lambda_d))/(m_2/(m_1 \cdot \lambda_d)) \\ (t_2/(t_1 \cdot \lambda_d))/(m_2/(m_1 \cdot \lambda_d)) \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 \\ (m_1/m_2)/(t_1/t_2) \end{bmatrix} \quad (14)$$

Assim, através desta simples manipulação, podemos encontrar um vetor \mathbf{p}_m de variação nos preços consistente com o equilíbrio, com o preço nominal da moeda fixado, sendo que cada elemento pode ser expresso pela razão entre os inversos do primeiro elemento da diagonal principal de \mathbf{A} e do elemento correspondente ao ativo em questão. Claramente, o primeiro elemento do vetor resultante será, por definição, igual a 1, e essa razão, como veremos, poderá ser generalizada para o caso de n ativos. Cada elemento deverá ser tomado como a variação percentual necessária, de tal modo que para a variação no retorno total correspondente a cada

¹⁰⁹ Fixar o preço da moeda, nesse caso, significa não permiti-lo variar.

ativo (consistente com o equilíbrio), contida no vetor s , haverá um elemento no vetor p_m que, ao ser multiplicado pelo preço inicial do ativo, resultará num P_i que mantém a relação (12), acima (sendo os preços e taxas de retorno reinterpretados como os condizentes com o equilíbrio, e supondo a constância dos fluxos nominais esperados).

Para ilustrar as relações definidas acima, ainda no caso de dois ativos, tomemos um exemplo numérico em que a quantidade de moeda cresce de um quarto e o valor destinado aos títulos diminui em um quarto. Supondo que os valores destinados a ambos fossem iguais a 100, no primeiro momento, a moeda passaria a contar com 125 no período seguinte e os títulos com 75. Iremos supor daqui em diante, somente para simplificar a exposição, que o preço inicial de todos os ativos é igual a 1, sendo que tal suposição não resulta em qualquer alteração no raciocínio efetuado. Assim, teríamos:

$$A = \begin{bmatrix} 1,25 & 0 \\ 0 & 0,75 \end{bmatrix} \quad (15)$$

$$s = \begin{bmatrix} 1 \\ 1,6667 \end{bmatrix} \quad (16a)$$

$$p_m = \begin{bmatrix} 1 \\ 0,6 \end{bmatrix} \quad (17)$$

Neste caso, ocorreu uma troca de equivalentes, sem que qualquer preço tenha sido alterado. Essa condição pode ser representada por $u' Au = n$, a qual nos indica simplesmente que a soma dos elementos da diagonal principal da matriz A deve ser igual ao número de ativos. Ou seja, estamos tratando de uma condição sobre o traço da matriz, que pode ser alternativamente representada por $\text{Tr}(A) = n$. Quando não satisfeita, significa que também os preços foram alterados no decurso do processo sob análise. Utilizando os subscritos m e t para moeda e títulos, respectivamente, acompanhados das referências de período, e as letras maiúsculas O e P para quantidades e preços, podemos representar os elementos da diagonal principal da matriz A (a_{11} e a_{22}):

$$a_{11} = \frac{O_{m2} \cdot P_{m2}}{O_{m1} \cdot P_{m1}} = \frac{125 \cdot 1}{100 \cdot 1} \quad \text{e} \quad a_{22} = \frac{O_{t2} \cdot P_{t2}}{O_{t1} \cdot P_{t1}} = \frac{75 \cdot 1}{100 \cdot 1}$$

Deste modo, podemos caracterizar esse primeiro exemplo como o caso típico para a moeda endógena, pois toda a moeda requisitada foi suprida sem nenhuma alteração no preço dos

títulos, isto é, sem alterações na taxa de juros¹¹⁰. O que os vetores de variação nos retornos esperados totais e nos preços dos ativos nos informam são os processos alternativos de alteração que devem ter ocorrido para que uma nova posição de equilíbrio fosse atingida. Uma vez que já notamos que não foram efetuadas alterações nos preços, nos resta, nesse caso, a alternativa da diminuição do prêmio de liquidez, ocorrida no decurso para o novo equilíbrio. Como já explicitamos, o vetor s nos oferece a proporção da variação ocorrida nos retornos esperados totais, podendo também ser representado por¹¹¹:

$$s = \begin{bmatrix} 0,6 \\ 1 \end{bmatrix} \quad (16b)$$

Formalmente, temos que notar que essa relação é válida, contanto que dividamos ambos os lados da equação pelo segundo elemento do vetor (16a), anteriormente encontrado ($(t_1/t_2) \cdot \lambda_d = 1,6667$).

$$\begin{bmatrix} (1 + \Delta l) \\ (1 + \Delta r) \end{bmatrix} \cdot \frac{1}{(t_1/t_2) \cdot \lambda_d} = \begin{bmatrix} m_1/m_2 & 0 \\ 0 & t_1/t_2 \end{bmatrix} \cdot \lambda_d \cdot \begin{bmatrix} 1 \\ 1 \end{bmatrix} \cdot \frac{1}{(t_1/t_2) \cdot \lambda_d} \quad (18)$$

Considerando uma taxa de juros de 10%, o vetor s nos indica que para atingirmos um prêmio de liquidez de 10% e, assim, um novo equilíbrio, uma redução de 16,67% para 10% foi procedida ($0,1667 \cdot 0,6 = 0,10$) no prêmio de liquidez, levando em conta que uma elevação inicial deste foi satisfeita plenamente pela quantidade de moeda liberada.

Conforme havíamos salientado, apesar da condição de equilíbrio ser suposta manter-se desde o início dadas as alterações nos valores dos ativos, a descrição do processo de ajustamento consiste no principal exercício de abstração em relevo. E iremos aqui supor, via de regra, que o que deflagra o processo de ajustamento são mudanças na preferência pela liquidez, as quais podem ser satisfeitas por alterações nos preços e/ou nas quantidades, sendo justamente a natureza dessas alterações, necessárias para satisfazer um novo estado de preferência pela liquidez, o objeto do nosso exercício.

¹¹⁰ Como podemos depreender da análise de Chick e Dow (2002), contudo, a quantidade ofertada de moeda não pode ser pensada sem a alteração necessária na quantidade de títulos existente (mormente sob o controle do sistema bancário), de modo que a possibilidade de uma alteração na oferta de moeda está sujeita a restrições dessa natureza. A análise dessas autoras, contrastando com a maior parte da literatura sobre moeda endógena, ressalta a interdependência entre os efeitos nos preços e nas quantidades dos ativos.

¹¹¹ Conforme ressaltado em nota acima, se fixássemos desde o início o retorno dos títulos, a partir da substituição do autovalor dominante pelo autovalor relativo aos mesmos (digamos, $\lambda_t = t_2/t_1$), obteríamos exatamente o mesmo vetor apresentado em (16b).

Em nosso primeiro exemplo, um aumento inicial na quantidade de moeda exigida foi totalmente correspondido sem alterações na taxa de juros, sendo que tal exigência poderia não ter sido satisfeita através do aumento da quantidade de moeda, mas a partir de uma elevação imediata desta taxa. Tomemos, então, o caso em que uma preferência pela liquidez ampliada não é satisfeita por alterações na quantidade de moeda, mas por alterações no preço dos títulos.

$$A = \begin{bmatrix} 1 & 0 \\ 0 & 0,75 \end{bmatrix} \quad (19)$$

$$s = \begin{bmatrix} 1 \\ 1,3333 \end{bmatrix} \quad (20)$$

$$p_m = \begin{bmatrix} 1 \\ 0,75 \end{bmatrix} \quad (21)$$

Agora, a quantidade de moeda permanece inalterada, mas o preço dos títulos se altera de tal modo a satisfazer a preferência pela liquidez ampliada:

$$a_{11} = \frac{O_{m2} \cdot P_{m2}}{O_{m1} \cdot P_{m1}} = \frac{100 \cdot 1}{100 \cdot 1} \quad \text{e} \quad a_{22} = \frac{O_{t2} \cdot P_{t2}}{O_{t1} \cdot P_{t1}} = \frac{100 \cdot 0,75}{100 \cdot 1}$$

Considerando que não ocorreram transferências entre moeda e títulos, não há outra possibilidade senão uma alteração no preço dos ativos que propicie satisfazer essa preferência pela liquidez ampliada. Devemos observar que, nesse caso, $u' Au \neq n$, sendo igual a 1,75. Como podemos perceber a partir de (21), a alteração necessária nos preços foi completamente efetuada, ficando o prêmio de liquidez constante no nível inicialmente requerido, sendo que o que teve que se alterar nesse caso foi a taxa de juros. Se, por exemplo, a taxa de juros era inicialmente de 10%, essa teve que se mover até 13,33% ($0,10 \cdot 1,3333 = 0,1333$) a fim de se igualar ao prêmio de liquidez exigido por uma elevação na preferência pela liquidez.

Esse último caso, em claro contraste com o anterior, pode ser caracterizado como o típico da exposição padrão da teoria da preferência pela liquidez (visão keynesiana *naïve*, nos termos de Wray (1992: 72)), onde uma alteração na preferência pela liquidez impacta somente na taxa de juros, uma vez que a oferta de moeda é exogenamente fixada. De uma maneira geral, podemos representar essa condição em que toda a alteração necessária recai sobre os preços como $Au = p_m$.

Podemos caracterizar ainda um caso intermediário, em que uma preferência pela liquidez ampliada é satisfeita parcialmente pela alteração na taxa de juros, e parcialmente por uma maior

oferta de moeda. Esse é o exemplo que mais claramente explicita o que foi defendido ao longo deste trabalho, da característica de que uma maior quantidade de moeda funciona como alternativa a uma elevação na taxa de juros.

$$A = \begin{bmatrix} 1,25 & 0 \\ 0 & 1 \end{bmatrix} \quad (22)$$

$$s = \begin{bmatrix} 1 \\ 1,25 \end{bmatrix} \quad (23a)$$

$$P_m = \begin{bmatrix} 1 \\ 0,8 \end{bmatrix} \quad (24)$$

$$a_{11} = \frac{O_{m2} \cdot P_{m2}}{O_{m1} \cdot P_{m1}} = \frac{125 \cdot 1}{100 \cdot 1} \quad \text{e} \quad a_{22} = \frac{O_{t2} \cdot P_{t2}}{O_{t1} \cdot P_{t1}} = \frac{75 \cdot 1,3333}{100 \cdot 1}$$

Com $u' Au = 2,25$, podemos confirmar que alterações nas quantidades e nos preços foram necessárias. Logo, além de uma elevação na oferta de moeda, tivemos um aumento na taxa de juros, o que nos leva a crer que a preferência pela liquidez ampliada não foi completamente satisfeita pela quantidade de moeda ofertada, e um aumento na taxa de juros também foi necessário para fazer com que os indivíduos abdicassem da liquidez exigida. Realizando um procedimento similar ao demonstrado em (18), recalculamos nosso vetor s de modo a levar em conta alterações em ambos os fatores:

$$s = \begin{bmatrix} 0,9091 \\ 1,1364 \end{bmatrix} \quad (23b)$$

Assim, podemos perceber que, nesse caso, tanto o prêmio de liquidez quanto a taxa de juros se movem, em direções opostas, se igualando em algum ponto intermediário. Supondo que a taxa de juros partisse de 10%, necessitaríamos que essa atingisse 11,36% ($0,10 \cdot 1,1364 = 0,1136$) e encontrasse o prêmio de liquidez nesse ponto, este tendo caído dos 12,5% anteriores.

É facilmente perceptível em todos esses exemplos que um mecanismo básico deve estar presente nessas interações entre preços e quantidades. Como Chick (1983: 302) colocou isso, utilizando a mesma terminologia: “Se r é maior que l , as pessoas estão preparadas para se afastar da liquidez e comprar securities no lugar, e se é menor, as pessoas venderão securities”. Portanto, insistimos nesse momento, o prêmio de liquidez só é igual à taxa de juros numa situação de equilíbrio.

Podemos tratar também do caso em que alterações nas quantidades e nos preços se dão, mas, contrariamente ao observado acima, de tal modo que há um aumento na quantidade da moeda concomitante a uma diminuição da taxa de juros. A partir das matrizes expostas abaixo, temos que $u' Au = 2,15$.

$$A = \begin{bmatrix} 1,10 & 0 \\ 0 & 1,05 \end{bmatrix} \quad (25)$$

$$s = \begin{bmatrix} 1 \\ 1,0476 \end{bmatrix} \quad (26a)$$

$$P_m = \begin{bmatrix} 1 \\ 0,9545 \end{bmatrix} \quad (27)$$

$$a_{11} = \frac{O_{m2} \cdot P_{m2}}{O_{m1} \cdot P_{m1}} = \frac{110 \cdot 1}{100 \cdot 1} \quad \text{e} \quad a_{22} = \frac{O_{t2} \cdot P_{t2}}{O_{t1} \cdot P_{t1}} = \frac{90 \cdot 1,1667}{100 \cdot 1}$$

Como no exemplo anterior, recalculamos s , o que nos rende:

$$s = \begin{bmatrix} 0,95 \\ 0,9952 \end{bmatrix} \quad (26b)$$

Isto é, ocorre uma diminuição do prêmio de liquidez ao mesmo tempo em que ocorre uma redução (menos pronunciada) na taxa de juros. Assim, supondo que partimos de uma taxa de juros de 10%, essa atinge 9,95%, valor também alcançado pelo prêmio de liquidez após partir de 10,48%. Nesse caso, a explicação é de que o prêmio de liquidez aumentado foi satisfeito plenamente pelo incremento na oferta de moeda, o qual foi ainda maior que o exigido, acarretando a redução da taxa de juros.

O exemplo acima nos prepara para a exposição de um último caso, o do incremento exógeno na oferta de moeda perfeitamente compensado pela alteração na taxa de juros. Esse, curiosamente, pode ser confundido com o caso da manutenção do equilíbrio (quando $A = I$), como já alertamos anteriormente.

$$A = \begin{bmatrix} 1,10 & 0 \\ 0 & 1,10 \end{bmatrix} \quad (28)$$

$$s = \begin{bmatrix} 1 \\ 1 \end{bmatrix} \quad (29)$$

$$P_m = \begin{bmatrix} 1 \\ 1 \end{bmatrix} \quad (30)$$

$$a_{11} = \frac{O_{m2} \cdot P_{m2}}{O_{m1} \cdot P_{m1}} = \frac{110 \cdot 1}{100 \cdot 1} \quad \text{e} \quad a_{22} = \frac{O_{t2} \cdot P_{t2}}{O_{t1} \cdot P_{t1}} = \frac{90 \cdot 1,2222}{100 \cdot 1}$$

Podemos perceber, no entanto, que apesar de nos encontrarmos numa situação em que aparentemente nada se alterou, $\lambda_d \neq 1$ e $\mathbf{u}' \mathbf{A} \mathbf{u} \neq n$, sendo, respectivamente, iguais a 1,1 e 2,2. Essa situação só pode ser caracterizada como uma em que a preferência pela liquidez esteve inalterada (não havendo qualquer mudança “prévia” no retorno implícito dos ativos e, portanto, nenhuma alteração nas proporções), e uma oferta exógena de moeda gerou uma redução na taxa de juros na medida exata para compensar essa oferta ampliada. Em outros termos, caminhamos ao longo da função de preferência pela liquidez.

Não nos deteremos mais ao caso 2 X 2, da escolha entre moeda e títulos, observando que as situações inversas (com reduções na preferência pela liquidez) podem ser perfeitamente vislumbradas a partir do referencial sugerido. No entanto, antes de passarmos para o caso 3 X 3, façamos um breve resumo dos exemplos cobertos acima, uma vez que podemos extrair daí conclusões para os casos mais gerais.

Se $\mathbf{u}' \mathbf{A} \mathbf{u} = n$ estamos tratando do caso de moeda endógena, com toda a liquidez exigida sendo satisfeita pela ampliação na oferta de moeda. Se $\mathbf{A} \mathbf{u} = \mathbf{p}_m$ temos o caso típico da exposição da teoria da preferência pela liquidez, com moeda exogenamente fixada e alterações somente na taxa de juros. Se $\mathbf{u}' \mathbf{A} \mathbf{u} \neq n$ e $\mathbf{A} \mathbf{u} \neq \mathbf{p}_m$, estamos tratando de algum caso intermediário em que ocorrem alterações tanto na quantidade de moeda quanto na taxa de juros. No outro extremo, quando $\mathbf{u}' \mathbf{A} \mathbf{u} \neq n$ e $\mathbf{s} = \mathbf{p}_m = \mathbf{u}$ temos o caso de uma alteração exógena na oferta de moeda perfeitamente compensada por uma alteração na taxa de juros, ou seja, com a preferência pela liquidez mantida constante.

Ao passarmos para o caso de 3 ativos, devemos ressaltar que trataremos aqui da escolha entre moeda, títulos e bens de capital, que parece ser o caso típico imaginado por Keynes (1937a) na defesa da *Teoria Geral*, apesar de nessa obra (Keynes, 1936) ter sido utilizado o exemplo de moeda, trigo, e casas. Para a matriz \mathbf{A} , portanto, acrescentemos o elemento de bens de capital (k) aos já familiares elementos de moeda (m) e títulos (t).

$$\mathbf{A} = \begin{bmatrix} m_2/m_1 & 0 & 0 \\ 0 & t_2/t_1 & 0 \\ 0 & 0 & k_2/k_1 \end{bmatrix} \quad (31)$$

Aqui, poderíamos definir s a partir da suposição de que a moeda possui somente prêmio de liquidez, os títulos somente o rendimento dado pela taxa de juros, e os bens de capital os retornos de quase-renda (descontados os custos de manutenção). Todavia, acrescentemos agora também um prêmio de liquidez para os títulos (que deve ser menor que o da moeda) e a variação nominal esperada aos rendimentos dos bens de capital.

$$\mathbf{s} = \begin{bmatrix} (1 + \Delta l_m) \\ (1 + \Delta(l_t + r)) \\ (1 + \Delta((q - c) \pm a)) \end{bmatrix} \quad (32)$$

O vetor \mathbf{p}_m , similarmente ao caso de 2 ativos, pode ser definido como:

$$\mathbf{p}_m = \begin{bmatrix} 1 \\ (m_1/m_2)/(t_1/t_2) \\ (m_1/m_2)/(k_1/k_2) \end{bmatrix} \quad (33)$$

Obviamente, para chegarmos a esse vetor da variação dos preços, as relações dadas por $\mathbf{s} = \mathbf{A}^{-1} \lambda_d \mathbf{u}$ devem se manter. A matriz identidade \mathbf{I} agora tem dimensão 3 X 3 e o vetor \mathbf{u} tem dimensão 3 X 1. Analogamente ao apresentado em (11), as relações para o caso da manutenção do equilíbrio também se mantêm, sendo $\mathbf{A} = \mathbf{I}$ e, por conseguinte, $\mathbf{s} = \mathbf{u}$. Assim:

$$\mathbf{s} = \mathbf{A}^{-1} \lambda_d \mathbf{u}$$

$$\begin{bmatrix} (1 + \Delta l_m) \\ (1 + \Delta(l_t + r)) \\ (1 + \Delta((q - c) \pm a)) \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} m_1/m_2 & 0 & 0 \\ 0 & t_1/t_2 & 0 \\ 0 & 0 & k_1/k_2 \end{bmatrix} \cdot \lambda_d \cdot \begin{bmatrix} 1 \\ 1 \\ 1 \end{bmatrix} \quad (34a)$$

$$\begin{bmatrix} (1 + \Delta l_m) \\ (1 + \Delta(l_t + r)) \\ (1 + \Delta((q - c) \pm a)) \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} (m_1/m_2) \cdot \lambda_d & 0 & 0 \\ 0 & (t_1/t_2) \cdot \lambda_d & 0 \\ 0 & 0 & (k_1/k_2) \cdot \lambda_d \end{bmatrix} \quad (34b)$$

Para o caso de 3 ativos, não analisaremos minuciosamente uma série de exemplos, uma vez que esse é apenas mais um passo para a generalização do caso de 2 ativos. No entanto, podemos captar, através de um exemplo típico, as conseqüências de um aumento na preferência pela liquidez para a precificação dos ativos outros que não a moeda. Tomemos, como no segundo dos nossos exemplos para o caso 2 X 2, um aumento na preferência pela liquidez que não se traduz num aumento da oferta de moeda. Podemos representar esse caso por:

$$A = \begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0,9 & 0 \\ 0 & 0 & 0,8 \end{bmatrix} \quad (35)$$

Assim, partimos de valores de 100 para todos os ativos, e observamos uma redução no caso dos títulos e dos bens de capital. O vetor s nos aponta para um incremento nos retornos esperados desses dois últimos:

$$s = \begin{bmatrix} 1 \\ 1,1111 \\ 1,25 \end{bmatrix} \quad (36)$$

Similarmente, o vetor da variação nos preços indica:

$$p_m = \begin{bmatrix} 1 \\ 0,9 \\ 0,8 \end{bmatrix} \quad (37)$$

Podemos notar que esse é o caso em que toda a variação para uma nova posição de equilíbrio se dá em cima dos preços dos ativos ($Au = p_m$, com $u' Au = 2,7$), o que indica que os retornos esperados dos títulos e dos bens de capital tiveram que se elevar, a fim de conformarem-se a um aumento nos prêmios de liquidez da moeda e dos títulos. Nesse caso, o aumento no rendimento explícito do título (r) se soma ao aumento prévio no prêmio de liquidez deste (l_i), se igualando ao aumento ocorrido no prêmio de liquidez da moeda (l_m). Para os bens de capital, alterações nas quase-rendas esperadas, nos custos de manutenção e/ou uma apreciação esperada tiveram que acontecer, num montante superior para compensar sua iliquidez relativa (aqui, por hipótese, absoluta).

Conforme havíamos alertado anteriormente, talvez seja mais útil pensarmos somente em termos das alterações nos preços dos ativos (nesse caso, reduções de 10% e 20%, respectivamente, para títulos e bens de capital), levando em conta que a complexidade das relações entre os retornos esperados dos ativos se eleva bastante com o número de ativos. Uma descrição para o caso inverso do tratado acima, a saber, com uma redução na preferência pela liquidez, pode ser encontrada em Minsky (1982: 133):

“Como o retorno implícito sobre a moeda é primariamente o valor da apólice de seguro implícita que esta representa, uma queda na incerteza reduz esse rendimento implícito e, portanto, reduz o montante desejado nos portfólios. Como toda moeda precisa ser retida, como os banqueiros são ávidos para aumentar sua oferta, e como seu valor nominal não pode declinar, o preço nominal de outros ativos, em particular ativos reais, precisa se elevar”.

Foi nesse sentido a indicação realizada no capítulo 4, acima, de que ao tratarmos do caso mais geral para a preferência pela liquidez, incluindo outros ativos que não somente moeda e títulos, tal relação com o preço de ativos reais se delinearía, não sendo necessária a inclusão dos preços dos bens de capital como argumento de uma função simples de demanda por moeda, como clamara Minsky (1975: 75).

Passando imediatamente à generalização para n ativos¹¹², sem a necessidade de mais etapas, devemos explicitar que a matriz A pode ser representada por:

$$A = \begin{bmatrix} m_2/m_1 & 0 & 0 & \cdots & 0 \\ 0 & xI_2/xI_1 & 0 & \cdots & 0 \\ 0 & 0 & x2_2/x2_1 & \cdots & 0 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \ddots & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & xn_2/xn_1 \end{bmatrix} \quad (38)$$

O vetor s , abarcando todas as possibilidades de retornos esperados para os ativos, como:

$$s = \begin{bmatrix} (1 + \Delta l_m) \\ (1 + \Delta(l_{x1} + (q_{x1} - c_{x1}) \pm a_{x1})) \\ (1 + \Delta(l_{x2} + (q_{x2} - c_{x2}) \pm a_{x2})) \\ \vdots \\ (1 + \Delta(l_{xn} + (q_{xn} - c_{xn}) \pm a_{xn})) \end{bmatrix} \quad (39)$$

¹¹² Alguém pode lembrar que um arcabouço matricial que tenciona compatibilizar as teorias da preferência pela liquidez e da moda endógena, para o caso de n ativos, foi apresentado por Wray (1992). Neste pode ser encontrada uma generalização das equações apresentadas por Boulding (1944) para a moeda e a soma de todas as mercadorias, que têm como base a idéia de uma “razão de liquidez preferida”, equivalente à proporção desejada do capital total a ser retido em forma de moeda. Em Boulding (1944: 63), todavia, “as quantidades de moeda e de bens nos são dadas como um resultado de eventos passados [...] [e as] razões de preferência são em parte determinadas por expectativas futuras”; o que se determina, portanto, é o preço das mercadorias. Wray (1992), em sua tentativa de generalização parece não atentar para o fato de que temos que fixar duas das três coisas para determinar a outra: quantidades, preços e razões preferidas; assim, envolve-se numa confusão entre razões desejadas e efetivas e ajustamentos de preços e quantidades que o leva a afirmar que o “equilíbrio pode nunca ser alcançado, uma vez que tentativas de atingir posições desejadas podem causar mudanças nas posições desejadas” (Wray, 1992: 86). Se for esse o caso que considera relevante na prática, não pode ser nos limites propostos pelo seu modelo que, apesar de seus protestos, tem por base uma idéia de Boulding (1944) desenvolvida para tratar do caso keynesiano *naïve*. Gostariamos de salientar que, apesar de alguma semelhança nos objetivos, o modelo desenvolvido por Wray (1992) em nada se assemelha ao apresentado nesse apêndice, como se pode constatar facilmente.

Este, mantendo a mesma relação exposta em (10a), sendo igual a:

$$\mathbf{s} = \mathbf{A}^{-1} \lambda_d \mathbf{u}$$

$$\begin{bmatrix} (1 + \Delta l_m) \\ (1 + \Delta(l_{x1} + (q_{x1} - c_{x1}) \pm a_{x1})) \\ (1 + \Delta(l_{x2} + (q_{x2} - c_{x2}) \pm a_{x2})) \\ \vdots \\ (1 + \Delta(l_{xn} + (q_{xn} - c_{xn}) \pm a_{xn})) \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} m_1/m_2 & 0 & 0 & \dots & 0 \\ 0 & x1_1/x1_2 & 0 & \dots & 0 \\ 0 & 0 & x2_1/x2_2 & \dots & 0 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 0 & 0 & 0 & 0 & xn_1/xn_2 \end{bmatrix} \cdot \lambda_d \cdot \begin{bmatrix} 1 \\ 1 \\ 1 \\ \vdots \\ 1 \end{bmatrix} \quad (40)$$

Resultando num vetor de variação dos preços dos ativos igual a:

$$\mathbf{p}_m = \begin{bmatrix} 1 \\ (m_1/m_2)/(x1_1/x1_2) \\ (m_1/m_2)/(x2_1/x2_2) \\ \vdots \\ (m_1/m_2)/(xn_1/xn_2) \end{bmatrix} \quad (41)$$

Lembramos aqui que todas as matrizes têm agora dimensão $n \times n$, e os vetores têm dimensão $n \times 1$. A essa altura da exposição, não pode haver diferença numa situação de equilíbrio dependida da equação (40) acima, quando $\mathbf{s} = \mathbf{u}$, daquela descrita na seção 4.6 (6a), mesmo porque os resultados demonstrados nesse apêndice a tomaram como ponto de partida. Portanto, como já explicitado para o caso 2×2 , uma situação em que se mantém o equilíbrio, não havendo alterações nos retornos esperados totais de qualquer ativo, implica que os retornos esperados totais de todos os ativos são iguais e, por conseguinte, “nenhuma riqueza” estará se “movendo através de qualquer fronteira”.

5. CONCLUSÃO

Ao fim do trajeto aqui sugerido, devemos ser capazes de apontar o que, especificamente, entendemos por teoria da preferência pela liquidez, e no que esta se diferencia de uma especificação alternativa da demanda por moeda. Também seria adequado que explicitássemos a relevância deste debate para entendermos o funcionamento das economias reais, uma vez que estivemos, ao longo de toda a dissertação, num elevado nível de abstração, o qual se espera que seja, todavia, justificável. Tracemos pois, um esquete de nossa incursão.

Transpostas as definições preliminares, que pragmaticamente nos permitiram uma velocidade maior no restante do percurso, por evitarem recorrentes paradas com a finalidade de explicitarmos o que se entende por termos-chave para o objeto em questão – aqui selecionados moeda, liquidez, entesouramento e incerteza –, iniciamos pelo estudo dos motivos para demandar moeda: transação, precaução e especulação, estes presentes na *Teoria Geral*, acrescidos do motivo *finance*, introduzido no ano de 1937 como subproduto de um importante debate travado entre Keynes e Ohlin.

Já nesse momento, adiantamos a solução formal, nos termos de uma equação, oferecida por Keynes como uma primeira aproximação para a demanda por moeda, e adentramos nas tentativas de justificação para uma elasticidade-juro não-nula também para o motivo transacional, relacionadas aos nomes de Baumol e Tobin. Examinando mais detidamente o motivo *finance*, concluimos pela plausibilidade de uma outra função de liquidez associada à demanda por moeda em Keynes, esta dependente dos gastos discricionários planejados, os quais estariam sujeitos às suas próprias determinações, independentes das atuantes nas outras funções de liquidez.

Explicitados os motivos, nos voltamos ao papel da incerteza nessa elaboração, para que julgamos prudente principiarmos pela separação entre os motivos especulativo e precaucional. Nessa separação, advogamos a necessidade de dividirmos também a incerteza quanto às taxas de juros futuras, atuante no primeiro motivo, da incerteza fundamental, que se relaciona com o último. Deste modo, acessamos a noção presente em abordagens de *portfolio* como a efetuada por Tobin, de que a incerteza quanto às taxas de juros futuras pode ser representada por uma distribuição de probabilidades subjetivas, sendo, portanto, uma modalidade fraca de incerteza.

Na seção seguinte focalizamos as tentativas de união entre liquidez, incerteza e flexibilidade, retrocedendo até contribuições de Hicks e Shackle da década de 1970, apesar de não termos nos furtado de um exame de algumas referências anteriores e das tentativas mais

recentes de conciliação, que passam por autores relacionados e alheios à vertente pós-keynesiana. Grosso modo, alertamos para os riscos de interpretações espúrias que a idéia de demandar moeda como um desejo de permanecer flexível pode suscitar, mormente os que se relacionam a considerações de que a incerteza fundamental é passível de eliminação a partir do aprendizado dos “verdadeiros” estados de mundo futuros.

Em apêndice ao capítulo terceiro, continuamos o debate acerca das relações entre moeda e incerteza, nesse ponto sem uma ligação necessária com os motivos para demandar moeda, mas à idéia mais geral da incerteza afetando a posse de moeda. Essa idéia foi afrontada a partir de uma perspectiva mais histórica do que a análise oferecida no corpo do capítulo, começando por contribuições em torno do período de disseminação da *Teoria Geral*, representadas por Hicks, Rosenstein-Rodan e Lachmann, e passando pelas tentativas mais explícitas de atribuição de utilidade à moeda e de transformação do motivo especulativo num modelo de composição de *portfolio*, tal como realizadas respectivamente por Patinkin e Tobin nas décadas de 1940 e 1950. A essa altura, ainda não estavam delineadas as implicações para a determinação da taxa de juros, matéria para o capítulo seguinte.

Para fins de diferenciação entre as teorias da demanda por moeda e da preferência pela liquidez, tratamos de começar o capítulo quatro com duas distinções consideradas auxiliares nesse particular: entre entesouramento e propensão a entesourar e entre os modelos de equilíbrio estacionário e móvel. Julgamos que a perspectiva aqui identificada com a preferência pela liquidez tem que estar relacionada ao conceito de propensão a entesourar, enquadrado num modelo de equilíbrio móvel. Posteriormente, transferimos o debate para o terreno da exposição diagramática usual da demanda por moeda, no intuito de expressarmos a diferenciação pertinente entre a demanda por moeda e a preferência pela liquidez representadas também nesses termos.

Feito isso, nos foi possível partir para a teoria da preferência pela liquidez da taxa de juros e argumentar que esta se diferencia de uma especificação alternativa da demanda por moeda precisamente por tratar da *precificação* do ativo não-líquido, ou seja, da determinação da taxa de juros. Por contraste, a especificação alternativa da demanda por moeda, por vezes considerada keynesiana simplesmente por incluir a taxa de juros como argumento desta função de demanda, trata somente da *escolha* entre dois ativos, o que nos levou a concluir que a especificidade da teoria da preferência pela liquidez reside no fato de esta ser uma teoria da *escolha e precificação* de ativos.

Antes de conduzirmos nossa argumentação à generalização da escolha e precificação de ativos, expressão máxima da teoria da preferência pela liquidez, nos detivemos nas conexões entre os motivos para demandar moeda, expostos no capítulo anterior, e a determinação da taxa de juros pela preferência pela liquidez, com a intenção de esclarecermos por quais canais uma mudança no desejo pela liquidez pode se refletir na alteração da taxa de juros, ainda no contexto dicotômico no qual a escolha se dá somente entre um ativo monetário e outro não-monetário, com a precificação fazendo referência somente ao segundo. Alguns desdobramentos relacionados, especificamente os que se referem ao processo de *finance / funding* e à redução do escopo de atuação da preferência pela liquidez às diferenças entre uma taxa básica exogenamente fixada e outras taxas de prazos mais longos, também foram mencionados.

Tendo em vista a proeminência, nos círculos pós-keynesianos, da distinção oferecida por Randall Wray entre demanda por moeda e preferência pela liquidez, dedicamos uma seção à análise das definições oferecidas por esse autor. Argumentamos que sua tentativa de compatibilização entre a teoria da preferência pela liquidez e a abordagem da moeda endógena rendera resultados problemáticos, por separar as esferas da demanda por moeda (restrita ao motivo *finance*) e da preferência pela liquidez (significando o desejo por itens mais líquidos em um *portfolio*). Procuramos salientar algumas inconsistências nestas definições, então atribuídas ao seu anseio de adequação com uma abordagem na qual a moeda se torna, ao final, totalmente determinada pela demanda.

Passamos, finalmente, para o tratamento da preferência pela liquidez como escolha e precificação de ativos em geral, realizado a partir da introdução de conceitos utilizados por Keynes no capítulo 17 da *Teoria Geral*. Nesse momento, nos apoiando largamente nas contribuições de Fernando Cardim de Carvalho, pudemos exprimir uma passagem do caso mais simples (da demanda por moeda) para o mais amplo (da generalização da teoria da preferência pela liquidez) em duas instâncias: da demanda por moeda como teoria da *escolha* entre *dois* ativos, para uma teoria da *escolha* de ativos *em geral*; e da teoria da preferência pela liquidez *da* taxa de juros, enquanto teoria da *escolha e precificação* para o caso de *dois* ativos, para a teoria da *escolha e precificação* de ativos *em geral*, vale repetir, expressão maior da teoria da preferência pela liquidez. Apresentamos ainda algumas notas quanto à origem da análise das taxas próprias de juros, onde nos remetemos às contribuições de Piero Sraffa e Irving Fisher, e também quanto ao conceito de equilíbrio empregado nesse referencial.

E foi em torno dessa noção de equilíbrio que baseamo-nos para o desenvolvimento do apêndice ao quarto capítulo, pensado, essencialmente, para ilustrar as possibilidades de ajustamento de *portfolio* a alterações no estado de preferência pela liquidez, através de alguns exercícios que utilizassem o referencial desenvolvido ao longo do trabalho, exemplificando a partir de casos típicos a argumentação anteriormente defendida. Foi desenvolvido, nesse espírito, um arcabouço matricial que também parte do caso de dois ativos e pretende justificar o caso de n ativos como simples generalização de um princípio definidor básico.

Tal princípio básico, fundado na teoria da preferência pela liquidez, é capaz de tratar de casos com enorme variedade de ativos, cumprindo o papel proclamado de nos aproximarmos de um mundo menos intangível, quiçá a uma distância suficiente para realizarmos ilações sobre as economias capitalistas reais. O mecanismo subjacente à escolha e precificação de ativos em geral, é bom que se diga, possui alcance e relevância incomensuráveis para a análise de um sistema que, cada vez mais explicitamente, afigura-se movido por estratégias de valorização de riqueza, com uma diversidade cada vez maior de ativos tangíveis e intangíveis, vale notar, geradores ou não de emprego e renda.

Devemos destacar, contudo, que a teoria da preferência pela liquidez não é o fim da análise de uma economia monetária da produção, mas deve ser o seu início. Para uma explicação adequada de um sistema que se move por estratégias de valorização de uma massa de riqueza, quer passem tais estratégias ou não pela esfera da produção, a centralidade da teoria da preferência pela liquidez deve estar posta desde o princípio¹¹³. Não sendo a teoria monetária da produção uma em que simplesmente a produção está sujeita às vicissitudes do canal de crédito, como tentam fazer parecer alguns autores, mas uma na qual a própria existência da produção, ou a ampliação da mesma, está condicionada a estratégias de valorização dos ativos, o entendimento da teoria da preferência pela liquidez e os desdobramentos que dessa decorrem para a produção e para o emprego são de notória importância.

Tais desdobramentos, entretanto, são justamente o que não nos propusemos a trabalhar nessa dissertação, para que nos restringimos às etapas que “precedem”, logicamente, o circuito de geração de emprego e renda, que deságua nos gastos “induzidos” de consumo e no mecanismo do multiplicador da renda, o qual demonstra a outra face da teoria da preferência pela liquidez, como argumentou Kregel (1988), estando inextricavelmente ligado à mesma. Essa ligação, contudo,

¹¹³ Aqui se pode notar uma referência explícita ao título de um artigo de Carvalho (1996b).

deve ser pensada como o resultado de uma escolha prévia entre os diferentes ativos, considerando a primazia causal aí envolvida. Não pode ser entendida como a resolução de relações simultâneas, mas como um sistema decomponível de relações de mão-única (Pasinetti, 1974). Assim como a determinação *da* taxa de juros e a decisão de investir são caracterizadas independentemente do mecanismo do multiplicador de renda, deflagrando o processo a partir de uma movimentação autônoma a este, a escolha e precificação dos ativos em geral nada mais pode ser que a representação em escala ampliada dessa mesma força motriz, a qual dá a partida no mecanismo de multiplicação de renda tão logo as estratégias de valorização se acoplem à nomeação de ativos produtíveis para tal empreitada.

Por estar assim circunscrito o nosso objeto, nos mantivemos em elevado nível de abstração no que se refere à caracterização dos atores relevantes para o movimento das economias capitalistas, a saber, os possuidores de riqueza. Não fizemos menção, ao longo de toda essa dissertação, ao fato de que a decisão crucial no que tange à alocação de ativos é tomada por um tipo bastante específico de agente: o que dispõe de meios para levar adiante estratégias de valorização da riqueza, quer estas passem somente pelos ativos financeiros, quer estabeleçam inversões em bens de capital, o que o converte, por assim dizer, na figura do empresário.

Essas ausências, devemos argumentar, são conscientes e refletem a focalização no objeto de estudo enunciado, o qual, como pretendemos justificar, é vasto e relevante o suficiente para nos debruçarmos exclusivamente sobre ele, remetendo as conexões faltantes para a também enorme literatura já existente, bem como para a vindoura, que, se não perder de vista a aqui proclamada centralidade da teoria da preferência pela liquidez, pode vir a ser ainda mais bem embasada.

REFERÊNCIAS

- AGLIETTA, M. & ORLÉAN, A. (2002). *La monnaie entre violence et confiance*. Paris: Odile Jacob.
- ANDRADE, R. P. (1987). Expectativas, incerteza e instabilidade no capitalismo: uma abordagem a partir de Keynes. *Revista de Economia Política*, 7(2): 81-94.
- ASIMAKOPULOS, A. (1986). Finance, liquidity, saving, and investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, 9(1): 79-90.
- BARENS, I. & CASPARI, V. (1997). Own-rates of interest and their relevance for the existence of underemployment equilibrium positions. In: HARCOURT, G. C. & RIACH, P. A. (eds.) *A 'second edition' of The General Theory*, v.1. London: Routledge, 1997.
- BAUMOL, W. J. (1952). The transactions demand for cash: an inventory theoretic approach. *The Quarterly Journal of Economics*, 66(4): 545-556.
- BIBOW, J. (1998). On Keynesian theories of liquidity preference. *The Manchester School*, 66(2): 238-273.
- BIBOW, J. (2005). Liquidity preference theory revisited – to ditch or to build on it? *The Levy Economics Institute Working Paper*, 427.
- BOULDING, K. (1944). A liquidity preference theory of market prices. *Economica*, 11(42): 55-63.
- CARABELLI, A. M. (1988). *On Keynes's method*. London: MacMillan.
- CARVALHO, F. J. C. (1988). Keynes on probability, uncertainty, and decision making. *Journal of Post Keynesian Economics*, 11(1): 66-81.
- CARVALHO, F. J. C. (1990). Keynes and the long period. *Cambridge Journal of Economics*, 14: 277-290.
- CARVALHO, F. J. C. (1992). *Mr. Keynes and the post keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy*. Aldershot: Elgar.
- CARVALHO, F. J. C. (1995). Post-Keynesian developments of liquidity preference theory. In: WELLS, P. (ed.) *Post-Keynesian economic theory*. Boston: Kluwer, 1995.
- CARVALHO, F. J. C. (1996a). Sorting out the issues: the two debates (1936/37; 1983-86) on Keynes's finance motive revisited. *Revista Brasileira de Economia*, 50(3): 312-327.
- CARVALHO, F. J. C. (1996b). Sobre a centralidade da teoria da preferência pela liquidez na macroeconomia pós-keynesiana. *Ensaio FEE*, 17(2): 42-77 – suplemento.
- CARVALHO, F. J. C. (1997). Financial innovation and the Post Keynesian approach to the “process of capital formation”. *Journal of Post Keynesian Economics*, 19(3): 461-487.
- CARVALHO, F. J. C. (1999). On banks' liquidity preference. In: DAVIDSON, P. & KREGEL, J. (eds.) *Full employment and price stability in a global economy*. Cheltenham: Elgar, 1999.

- CHAMBERS, S. P. (1934). Fluctuations in capital and the demand for money. *The Review of Economic Studies*, 2(1): 38-50.
- CHICK, V. (1983). *Macroeconomics after Keynes*. Cambridge, MA: The MIT Press.
- CHICK, V. (1992). *On money, method and Keynes: selected essays*. London: MacMillan.
- CHICK, V. (1998). A struggle to escape: equilibrium in the *General Theory*. In: SHARMA, S. (ed.) *John Maynard Keynes: Keynesianism into the Twenty-first century*. Cheltenham: Elgar, 1998.
- CHICK, V. & DOW, S. C. (2002). Monetary policy with endogenous money and liquidity preference: a nondualistic treatment. *Journal of Post Keynesian Economics*, 24(4): 587-607.
- CROCCO, M. (2002). The concept of degrees of uncertainty in Keynes, Shackle, and Davidson. *Nova Economia*, 12(2): 11-28.
- DAVIDSON, P. (1965). Keynes's finance motive. *Oxford Economic Papers*, 17(1): 47-65.
- DAVIDSON, P. (1978). *Money and the real world*. 2nd ed. London: MacMillan.
- DAVIDSON, P. (1983). Rational expectations: a fallacious foundation for studying crucial decision-making processes. *Journal of Post Keynesian Economics*, 5(2): 182-198.
- DAVIDSON, P. (1986). Finance, funding, saving, and investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, 9(1): 101-110.
- DAVIDSON, P. (1988). A technical definition of uncertainty and the long-run non-neutrality of money. *Cambridge Journal of Economics*, 12: 329-337.
- DAVIDSON, P. (1991a). *Controversies in post Keynesian economics*. Aldershot: Elgar.
- DAVIDSON, P. (1991b). Is probability theory relevant for uncertainty? A post Keynesian perspective. *The Journal of Economic Perspectives*, 5(1): 129-143.
- DAVIDSON, P. (1994). *Post Keynesian macroeconomic theory: foundations for successful economic policies for the twenty-first century*. Aldershot: Elgar.
- DAVIDSON, P. (1995). Uncertainty in economics. In: DOW, S. & HILLARD, J. (eds.) *Keynes, knowledge and uncertainty*. Aldershot: Elgar, 1995.
- DEQUECH, D. (1999). Expectations and confidence under uncertainty. *Journal of Post Keynesian Economics*, 21(3): 415-430.
- DEQUECH, D. (2000a). Fundamental uncertainty and ambiguity. *Eastern Economic Journal*, 26: 41-60.
- DEQUECH, D. (2000b). Asset choice, liquidity preference, and rationality under uncertainty. *Journal of Economic Issues*, 34(1): 159-176.
- DEQUECH, D. (2005). Confidence and alternative Keynesian methods of asset choice. *Review of Political Economy*, 17(4): 533-547.
- DEQUECH, D. (2006). The new institutional economics and the theory of behaviour under uncertainty. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 59: 109-131.

- DEQUECH, D. (2007). Uncertainty: a typology and refinements of existing concepts. Campinas: mimeo.
- DOSI, G. & EGIDI, M. (1991). Substantive and procedural uncertainty – an exploration of economic behaviour in changing environments. *Journal of Evolutionary Economics*, 1(2): 145-68.
- DOW, A. C. & DOW, S. C. (1988). Idle balances and Keynesian theory. *Scottish Journal of Political Economy*, 35(3): 193-207.
- DOW, A. C. & DOW, S. C. (1989). Endogenous money creation and idle balances. In: PHEBY, J. (ed.) *New directions in post-Keynesian economics*. Aldershot: Elgar, 1989.
- DOW, S. C. (1985). *Macroeconomic thought: a methodological approach*. Southampton: Basil Blackwell.
- DOW, S. C. (1993). *Money and the economic process*. Aldershot: Elgar.
- DOW, S. C. (1995). Uncertainty about uncertainty. In: DOW, S. & HILLARD, J. (eds.) *Keynes, knowledge and uncertainty*. Aldershot: Elgar, 1995.
- DOW, S. C. (1996). Horizontalism: a critique. *Cambridge Journal of Economics*, 20: 497-508.
- DOW, S. C. (1997). Endogenous money. In: HARCOURT, G. C. & RIACH, P. A. (eds.) *A 'second edition' of The General Theory*, v.2. London: Routledge, 1997.
- DUTT, A. K & AMADEO, E. J. (1990). *Keynes's third alternative? The neo-Ricardian Keynesians and the post Keynesians*. Aldershot: Elgar.
- FISHER, I. (1896). Appreciation and interest. *Publications of the American Economic Association*, 11(4): 331-442.
- FISHER, I. (1907). *The rate of interest: its nature, determination and relation to economic phenomena*. New York: MacMillan.
- FITZGIBBONS, A. (1988). *Keynes's vision: a new political economy*. Oxford: Clarendon, 1990.
- FOLEY, D. K. (1975). On two specifications of asset equilibrium in macroeconomic models. *The Journal of Political Economy*, 83(2): 303-324.
- GILBERT, J. C. (1953). The demand for money: the development of an economic concept. *The Journal of Political Economy*, 61(2): 144-159.
- GOLDMAN, S. M. (1974). Flexibility and the demand for money. *Journal of Economic Theory*, 9: 203-222.
- GOODHART, C. A. E. (1975). *Money, information and uncertainty*. London: MacMillan.
- GOODWIN, R. M. (1943). Keynesian and other interest theories. *The Review of Economic Statistics*, 25(1): 6-12.
- GRAZIANI, A. (2003). *The monetary theory of production*. Cambridge: Cambridge University Press.

- HAHN, F. (1990). Liquidity. In: FRIEDMAN, B. & HAHN, F. (eds.) *Handbook of monetary economics*, v. 1. Amsterdam: North-Holland, 1990.
- HANSEN, A. H. (1949). *Monetary theory and fiscal policy*. New York: McGraw-Hill.
- HEINSOHN, G. & STEIGER, O. (2005). Alternative theories of the rate of interest: a reconsideration. In: FONTANA, G. & REALFONZO, R. (eds.) *The monetary theory of production: tradition and perspectives*. London: Palgrave-MacMillan, 2005.
- HICKS, J. R. (1933). Equilibrium and the cycle. In: *Money, interest and wages*. Oxford: Basil Blackwell, 1982.
- HICKS, J. R. (1935). A suggestion for simplifying the theory of money. *Economica*, 2(5): 1-19.
- HICKS, J. R. (1937). Mr. Keynes and the classics; a suggested interpretation. *Econometrica*, 5(2): 147-159.
- HICKS, J. R. (1962). Liquidity. *The Economic Journal*, 72(288): 787-802.
- HICKS, J. R. (1967). The two triads. In: *Critical essays in monetary theory*. Oxford: Clarendon, 1967.
- HICKS, J. R. (1974). *The crisis in Keynesian economics*. Southampton: Basil Blackwell.
- HICKS, J. R. (1989). *A market theory of money*. Oxford: Oxford University Press.
- JONES, R. A. & OSTROY, J. M. (1984). Flexibility and uncertainty. *The Review of Economic Studies*, 51(1): 13-32.
- KAHN, R. (1954). Some notes on liquidity preference. In: *Selected essays on employment and growth*. Cambridge: Cambridge University Press, 1972.
- KALDOR, N. (1939). Speculation and economic stability. *The Review of Economic Studies*, 7(1): 1-27.
- KALDOR, N. (1960). Keynes' theory of the own-rates of interest. In: *Essays on economic stability and growth*. Illinois: The Free Press of Glencoe, 1960.
- KALECKI, M. (1941). The short-term rate of interest and the velocity of cash circulation. *The Review of Economic Statistics*, 23(2): 97-99.
- KEYNES, J. M. (1930a). *A treatise on money*. v.1 – the pure theory of money. Cambridge: Macmillan, 1971. (The collected writings of John Maynard Keynes, v.V).
- KEYNES, J. M. (1930b). *A treatise on money*. v.2 – the applied theory of money. Cambridge: Macmillan, 1971. (The collected writings of John Maynard Keynes, v.VI).
- KEYNES, J. M. (1931). "Mr. Keynes' theory of money": a rejoinder. *The Economic Journal*, 41(163): 412-423.
- KEYNES, J. M. (1933a). A monetary theory of production. In: *The collected writings of John Maynard Keynes*, v.XIII, p.408-411. Cambridge: Macmillan, 1973.

- KEYNES, J. M. (1933b). The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy. In: *The collected writings of John Maynard Keynes*, v.XXIX, p.76-87. Cambridge: Macmillan, 1979.
- KEYNES, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest, and money*. Cambridge: Macmillan, 1973. (The collected writings of John Maynard Keynes, v.VII).
- KEYNES, J. M. (1937a). The general theory of employment. *The Quarterly Journal of Economics*, 51(2): 209-223.
- KEYNES, J. M. (1937b). Alternative theories of the rate of interest. *The Economic Journal*, 47(186): 241-252.
- KEYNES, J. M. (1937c). The “ex-ante” theory of the rate of interest. *The Economic Journal*, 47(188): 663-669.
- KEYNES, J. M. (1937d). The theory of the rate of interest. In: *The collected writings of John Maynard Keynes*, v.XIV, p.101-108. Cambridge: Macmillan, 1973.
- KEYNES, J. M. (1937e). To B. Ohlin, 3 February 1937. In: *The collected writings of John Maynard Keynes*, v.XIV, p.185-186. Cambridge: Macmillan, 1973.
- KEYNES, J. M. (1937f). To D. H. Robertson, 5 December 1937. In: *The collected writings of John Maynard Keynes*, v.XIV, p.223-226. Cambridge: Macmillan, 1973.
- KEYNES, J. M. (1938). Comments on “Mr. Keynes and “finance””. *The Economic Journal*, 48(190): 318-322.
- KEYNES, J. M. (1939). The process of capital formation. *The Economic Journal*, 49(195): 569-574.
- KREGEL, J. A. (1976). Economic methodology in the face of uncertainty: the modeling methods of Keynes and the post Keynesians. *The Economic Journal*, 86(342): 209-225.
- KREGEL, J. A. (1982). Money, expectations and relative prices in Keynes’ monetary equilibrium. In: WOOD, J. C. (ed.) *John Maynard Keynes: critical assessments (second series)*, v.V. London: Routledge, 1994.
- KREGEL, J. A. (1985). Hamlet without the Prince: Cambridge macroeconomics without money. *The American Economic Review*, 75(2): 133-139.
- KREGEL, J. A. (1986). A note on finance, liquidity, saving, and investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, 9(1): 91-100.
- KREGEL, J. A. (1988). The multiplier and liquidity preference; two sides of the theory of effective demand. In: BARRÈRE, A. (ed.) *The foundations of Keynesian analysis*. New York: St. Martin’s Press, 1988.
- KREGEL, J. A. (1992). Minsky’s “two price” theory of financial instability and monetary policy: discounting versus open market intervention. In: FAZZARI, S. & PAPADIMITRIOU, D. B. (eds.) *Financial conditions and macroeconomic performance: essays in honor of Hyman P. Minsky*. Armonk: M. E. Sharpe, 1992.

- KREGEL, J. A. (1997). The theory of value, expectations and chapter 17 of *The General Theory*. In: HARCOURT, G. C. & RIACH, P. A. (eds.) *A 'second edition' of The General Theory*, v.1. London: Routledge, 1997.
- LACHMANN, L. M. (1937). Uncertainty and liquidity-preference. *Economica*, 4(15): 295-308.
- LAIDLER, D. E. W. (1970). *The demand for money: theories and evidence*. Scranton: International Textbook Company.
- LANGLOIS, R. (1994). Risk and uncertainty. In: Boettke, P. (ed.) *The Elgar companion to Austrian economics*, Aldershot: Elgar, 1994.
- LAVOIE, M. (1992). *Foundations of post-Keynesian economic analysis*. Aldershot: Elgar.
- LAWSON, T. (1988). Probability and uncertainty in economic analysis. *Journal of Post Keynesian Economics*, 11(1): 38-65.
- LEITE, F. P. (2007). Moeda e incerteza: um estudo a partir da teoria da preferência pela liquidez. *Anais do XII Encontro Nacional de Economia Política*, São Paulo, junho de 2007.
- LERNER, A. P. (1938). Alternative formulations of the theory of interest. *The Economic Journal*, 48(190): 211-230.
- LERNER, A. P. (1944). Interest theory – supply and demand for loans or supply and demand for cash. *The Review of Economic Statistics*, 26(2): 88-91.
- LERNER, A. P. (1952). The essential properties of interest and money. *The Quarterly Journal of Economics*, 66(2): 172-193.
- MACEDO E SILVA, A. C. (2007). Missing details and conspicuous absences: from the *Treatise to The General Theory*. *Journal of Post Keynesian Economics* (a ser publicado).
- MAKOWSKI, L. (1989). Keynes's liquidity preference theory: a suggested reinterpretation. In: HAHN, F. (ed.) *The economics of missing markets, information, and games*. Oxford: Clarendon, 1989.
- MARSCHAK, J. (1949). Role of liquidity under complete and incomplete information. *The American Economic Review*, 39(3): 182-195.
- MARSHALL, A. (1923). *Money, credit, and commerce*. New York: Augustus M. Kelley, 1965. (Reprints of economic classics).
- MENGER, C. (1892). On the origin of money. *The Economic Journal*, 2(6): 239-255.
- MINSKY, H. P. (1975). *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press.
- MINSKY, H. P. (1982). *Can "It" happen again?* Armonk: M. E. Sharpe.
- MINSKY, H. P. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press.
- MODIGLIANI, F. (1944). Liquidity preference and the theory of interest and money *Econometrica*, 12(1): 45-88.

- MONVOISIN, V. & PASTORET, C. (2003). Endogenous money, banks and the revival of liquidity preference. In: ROCHON, L. & ROSSI, S. (eds.) *Modern theories of money: the nature and role of money in capitalist economies*. Cheltenham: Elgar, 2003.
- MOORE, B. J. (1988). *Horizontalists and verticalists: the macroeconomics of credit money*. Cambridge: Cambridge University Press.
- MOTT, T. (1986). Towards a post-Keynesian formulation of liquidity preference. *Journal of Post Keynesian Economics*, 8(2): 222-232.
- O'DONNELL, R. M. (1989). *Keynes: philosophy, economics and politics*. London: MacMillan.
- O'DONNELL, R. M. (1991). Keynes's weight of argument and its bearing on rationality and uncertainty. In: BATEMAN, B. W & DAVIS, J. B. (eds.) *Keynes and philosophy: essays on the origin of Keynes's thought*. Aldershot: Elgar, 1991.
- O'DRISCOLL Jr., G. & RIZZO, M. (1996). *The economics of time and ignorance*. London: Routledge.
- OHLIN, B. (1937a). Some notes on the Stockholm theory of savings and investment I. *The Economic Journal*, 47(185): 53-69.
- OHLIN, B. (1937b). Some notes on the Stockholm theory of savings and investment II. *The Economic Journal*, 47(186): 221-240.
- OHLIN, B. (1937c). Alternative theories of the rate of interest: three rejoinders [I]. *The Economic Journal*, 47(187): 423-427.
- ORLÉAN, A. (1999). *Le pouvoir de la finance*, Paris: Odile Jacob.
- PANICO, C. (1992). Liquidity preference. In: NEWMAN, P.; MILGATE, M.; EATWELL, J. (eds.) *The new Palgrave dictionary of money and finance*, v.2. London: MacMillan, 1992.
- PASINETTI, L. (1974). The economics of effective demand. In: *Growth and income distribution: essays in economic theory*. Cambridge: Cambridge University Press, 1974.
- PATINKIN, D. (1948). Relative prices, Say's law, and the demand for money. *Econometrica*, 16(2): 135-154.
- PATINKIN, D. (1972). *Studies in monetary economics*. New York: Harper & Row.
- POSSAS, M. L. (1986). Para uma releitura teórica da *Teoria Geral*. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 16(2): 295-308.
- ROBERTSON, D. H. (1931). Mr. Keynes' theory of money. *The Economic Journal*, 41(163): 395-411.
- ROBERTSON, D. H. (1933). Saving and hoarding. *The Economic Journal*, 43(171): 399-413.
- ROBERTSON, D. H. (1937). Alternative theories of the rate of interest: three rejoinders [II]. *The Economic Journal*, 47(187): 428-436.
- ROBERTSON, D. H. (1938). Mr. Keynes and "finance". *The Economic Journal*, 48(190): 314-318.

- ROBINSON, J. (1938). The concept of hoarding. *The Economic Journal*, 48(190): 231-236.
- ROBINSON, J. (1951). The rate of interest. *Econometrica*, 19(2): 92-111.
- ROBINSON, J. (1961). Own rates of interest. *The Economic Journal*, 71(283): 596-600.
- ROGERS, C. (1989). *Money, interest and capital: a study in the foundations of monetary theory*. Cambridge: Cambridge University Press.
- ROSENSTEIN-RODAN, P. N. (1936). The coordination of the general theories of money and price. *Economica*, 3(11): 257-280.
- RUNDE, J. (1994). Keynesian uncertainty and liquidity preference. *Cambridge Journal of Economics*, 18: 129-144.
- SAWYER, M. (2003). Money: means of payment or store of wealth? In: ROCHON, L. & ROSSI, S. (eds.) *Modern theories of money: the nature and role of money in capitalist economies*. Cheltenham: Elgar, 2003.
- SCHLESINGER, K. (1914). Basic principles of the money economy [tradução do capítulo 3 de "Theorie der geld und kreditwirtschaft"]. *International Economic Papers*, 9: 20-38. London: MacMillan, 1959.
- SHACKLE, G. L. S. (1967). *The years of high theory*. Cambridge: Cambridge University Press.
- SHACKLE, G. L. S. (1972). *Epistemics & economics*. Cambridge: Cambridge University Press.
- SHACKLE, G. L. S. (1983). Levels of simplicity in Keynes's theory of money and employment. In: WOOD, J. C. (ed.) *John Maynard Keynes: critical assessments (second series)*, v.V. London: Routledge, 1994.
- SHACKLE, G. L. S. (1989). What did the *General Theory* do? In: PHEBY, J. (ed.) *New directions in post-Keynesian economics*. Aldershot: Elgar, 1989.
- SRAFFA, P. (1932). Dr. Hayek on money and capital. *The Economic Journal*, 42(165): 42-53.
- TOBIN, J. (1956). The interest-elasticity of transactions demand for cash. *The Review of Economics and Statistics*, 38(3): 241-247.
- TOBIN, J. (1958). Liquidity preference as behavior towards risk. *The Review of Economic Studies*, 25(2): 65-86.
- TOWNSHEND, H. (1937). Liquidity-premium and the theory of value. *The Economic Journal*, 47(185): 157-169.
- TSIANG, S. C. (1956). Liquidity preference and loanable funds theories, multiplier and velocity analysis: a synthesis. *The American Economic Review*, 46(4): 539-564.
- TSIANG, S. C. (1980). Keynes's "finance" demand for liquidity, Robertson's loanable funds theory, and Friedman's monetarism. *The Quarterly Journal of Economics*, 94(3): 467-491.
- WELLS, P. (1971). Liquidity preference and the flow of finance. *Journal of Money, Credit and Banking*, 3(1): 123-136.

WELLS, P. (1983). A post Keynesian view of liquidity preference and the demand for money. *Journal of Post Keynesian Economics*, 5(4): 523-536.

WINSLOW, T. (1995). Uncertainty and liquidity-preference. In: DOW, S. & HILLARD, J. (eds.) *Keynes, knowledge and uncertainty*. Aldershot: Elgar, 1995.

WRAY, L. R. (1990). *Money and credit in capitalist economies: the endogenous money approach*. Aldershot: Elgar.

WRAY, L. R. (1992). Alternative theories of the rate of interest. *Cambridge Journal of Economics*, 16: 69-89.

WRAY, L. R. (2006). Keynes's approach to money: an assessment after 70 years. *Atlantic Economic Journal*, 34: 183-193.