

ENRIQUECIMENTO E PRODUÇÃO

KEYNES E A DUPLA NATUREZA DO CAPITALISMO

Luiz G.M. Belluzzo
Júlio S.G. de Almeida

Em homenagem a Maria da Conceição Tavares

1. Demanda efetiva, produção capitalista e instabilidade

O princípio da demanda efetiva afirma que o nível de renda e emprego da comunidade é determinado pelas decisões de gasto dos capitalistas. Estas decisões (dado o estoque de equipamento existente) são tomadas a partir de avaliações efetuadas *isoladamente* por cada capitalista sobre as quantidades que imaginam vender a um determinado preço (de oferta). O conjunto das decisões de gasto dos capitalistas (e não o seu somatório) determina *em cada momento no tempo* qual será o nível de renda da comunidade. Portanto o que os capitalistas estão gastando *agora* na produção de bens de consumo e de bens de investimento (pagamentos de salários nos dois setores) *é* a renda da comunidade. É importante ressaltar a simultaneidade das decisões de produção nos dois setores para evitar interpretações equivocadas a respeito do multiplicador keynesiano ou dos multiplicadores de Kalecki. Em ambos os autores a idéia de multiplicador busca estabelecer uma hierarquia das decisões de gasto em que as decisões de produzir correntemente bens de investimento *determinam* o volume que deve estar sendo produzido no setor de bens de consumo (Keynes). Mais importante: esta hierarquia procura estabelecer o tipo de decisão capitalista que é fundamental para a determinação do lucro.

O multiplicador "*ex-post*", no entanto, dá por definida uma relação entre investimento e consumo que, teoricamente, no âmbito do princípio da demanda efetiva só pode ser definido *ex-ante*, isto é, no momento em que os capitalistas geram a decisão de gastar e produzir. Neste caso o multiplicador é sempre igual a 1 (hum). *Ex-post, post factum*, o multiplicador pode ser maior que 1, mas este é um problema de contabilidade nacional e não de teoria. Uma vez estabelecida a natureza teórica do multiplicador, podemos dizer que a famosa parêmia kaleckiana: "os trabalhadores gastam o que ganham e os capitalistas ganham o que gastam" tem várias implicações:

a) o lucro macroeconômico é resultado da decisão de gasto do conjunto da classe capitalista na produção de bens de investimento.

b) o crescimento dos lucros depende do que os capitalistas (ou alguém por eles) decidam gastar acima de sua renda corrente (lucros correntes).

c) a aceleração da taxa de investimento que induz o crescimento dos lucros e da renda é um fenômeno de desequilíbrio entre a decisão de gasto presente e a capacidade de financiamento através dos lucros derivados das decisões anteriores de gasto.

d) a condição para o crescimento da economia capitalista é que os capitalistas estejam, em conjunto, permanentemente em "déficit corrente" para gerar os lucros amanhã.

e) assim, o endividamento é um fenômeno inerente à acumulação capitalista.

Vamos examinar uma economia em que os agentes sejam as empresas, as famílias e os bancos. As empresas determinam o volume de gasto, emprego e renda em cada momento e o gasto é realizado na produção de bens de consumo e de bens de investimento; as famílias podem utilizar a sua renda para a compra de bens de consumo e para a acumulação de ativos financeiros emitidos pelas empresas e pelos bancos (no papel de intermediários financeiros), os bancos, além de sua função de intermediação financeira, criam moeda para suprir o avanço do crédito.

Nesta economia, o crescimento da renda depende do aumento do investimento e o aumento do investimento só pode ser realizado macroeconomicamente pelo endividamento das unidades de gasto. Este investimento, ao gerar lucros, recompõe as condições de liquidez dos empréstimos, ou seja a geração de lucros mantém as condições de renovação do fundo financeiro administrado pelos bancos e originariamente gerado pela emissão do *crédito* dos bancos contra si mesmos e sob a demanda daqueles que vão realizar o gasto. O princípio da demanda efetiva exige tão-somente que uma determinada decisão de gasto seja validada pelo sistema bancário enquanto administrador da moeda e dos fundos financeiros da sociedade. Os bancos sancionam a aposta capitalista na aquisição de novos ativos de capital e os lucros derivados deste investimento sancionam a aposta dos bancos.

Para examinar os efeitos patrimoniais deste processo de aumento do investimento, da renda, dos lucros e a manutenção das condições de liquidez devemos trabalhar ao nível do comportamento dos agentes. Num determinado momento há um conjunto de empresas que está realizando o gasto de investimento e já exerceu a demanda de *finance* sobre o sistema bancário. Este conjunto de empresas está realizando um "déficit" financiado pelos bancos. Ao mesmo tempo um outro conjunto de empresas está colhendo os resultados de suas decisões anteriores de investimento, isto é, realizam um superávit, um *surplus*, o lucro bruto. É deste lucro que elas servem as dívidas, pagam os impostos e acumulam fundos financeiros, permitindo aos bancos renovar o estoque de *finance*.

Portanto, é o prosseguimento do processo de investimento e endividamento que permite servir a dívida passada. Ou seja, a economia está gerando dívida agora para que a dívida passada possa ser servida. Neste sentido, o investimento gera um rastro de dívidas ou acarreta a transferência da propriedade se ele for financiado por ações. Na verdade, a possibilidade de "cancelar" a dívida quando termina um *boom* de investimentos suscita questões muito interessantes na medida em que implica a alteração da propriedade dos ativos e introduz, assim, uma

"instabilidade" permanente nas relações de propriedade. Não por acaso os administradores das grandes massas de capital mantêm uma prudente relação entre as ações que definem a propriedade e aquelas que não definem: a transformação do capital em capital fictício permite o comando ampliado sobre o capital e esta foi a base da diversificação e da monopolização. Em contrapartida o que se permite é uma participação maior dos rentistas no rendimento do capital em funções¹.

A redução do investimento pode significar para algumas empresas a redução de seu próprio endividamento, mas do ponto de vista macroeconômico a queda do investimento implica necessariamente o aumento do endividamento porque retira das empresas a capacidade de servir a dívida passada. Além disso, a contração do investimento ao deprimir a acumulação interna das empresas reduz o capital próprio e frustra a tentativa de reduzir o grau de endividamento. Isto significa que se cada unidade quer reduzir seu déficit corrente, o resultado para o conjunto será um agravamento da situação patrimonial, bem como dos compromissos correntes, pela rigidez dos custos financeiros da dívida contratada no passado. A conclusão acima somente não seria verificada na hipótese de dinâmica de preços: inflação acompanhando a queda da taxa de acumulação. A valorização dos ativos e a rigidez nominal das dívidas e compromissos financeiros não indexados concorreriam para elevar o patrimônio líquido e diluir os custos financeiros. Evidentemente, na hipótese de Fisher, a deflação elevaria o grau de endividamento e aumentaria os encargos financeiros². Steindl, todavia, mostrou que não é necessário supor o "efeito Fisher" para que se dê o endividamento forçado macroeconômico, em condições de queda da taxa de acumulação, mesmo na hipótese implícita de passividade do movimento de preços³. Já a indexação dos valores das dívidas e dos compromissos financeiros apresenta o significado teórico de reforçar e ampliar os efeitos da hipótese de Steindl.

Se é assim, devemos acrescentar à economia os rentistas como agentes e indagar sobre seu comportamento (e o das famílias) ante a queda do investimento. A isto se propuseram Steindl e Kalecki em suas abordagens tão mal compreendidas sobre o comportamento dos rentistas.

Estes agentes, preservados do processo que conduz à queda da acumulação interna de lucros e ao simultâneo aumento do grau de endividamento das empresas, poderiam contrabalançar estes resultados, não fosse a "inelasticidade da poupança dos rentistas": o desejo de acumular direitos sobre a riqueza subordina os efeitos sobre o gasto que poderia ter uma queda na renda corrente. Isto é, os rentistas resistiriam mais a uma redução do seu estoque de riqueza do que a um ajustamento, para baixo, nos gastos de consumo.

É oposto o comportamento das famílias típicas assalariadas. Porém, aqui, a formação de "déficits" é contraditória com a queda da renda derivada do declínio do investimento. Exceto nos momentos de crescimento da renda ou de inovações financeiras que permitam a antecipação do consumo, as famílias não têm autonomia para decidir o gasto e compensar a queda do investimento. O gasto derivado dos salários depende da disposição dos capitalistas de ampliar o volume de emprego. O que se pretende ressaltar é, neste caso, o caráter eminentemente passivo do gasto dos trabalhadores. Estes não podem compensar, com seus déficits, a redução dos déficits capitalistas, embora possam acentuar, com os seus déficits, uma expansão comandada pelo gasto capitalista. Esse é o sentido profundo do suposto kaleckiano de que os trabalhadores não poupam e do caráter hierarquicamente determinado da distribuição da renda.

(1) Há uma passagem pouco lembrada de Kalecki (no capítulo 8 da *Teoria da Dinâmica*) em que ele coloca claramente o problema. Fundar a dívida apresenta o risco da desvalorização de todo o estoque do capital fictício e não penas do capital "novo", derivado do investimento.

(2) Fisher, I. *Debt Deflation Theory of Great Depressions*, Vol. I, Econometrica, 1933.

(3) Steindl, J. *Maturity and Stagnation of American Capitalism*, cap. 9.

Assim, o processo de queda do endividamento, numa conjuntura de redução do investimento, só poderá ocorrer com a intervenção de um agente externo disposto a incorrer em déficit e dívida nova. No primeiro caso, para permitir que o recuo da acumulação produtiva não se traduza em redução da acumulação interna das empresas; no segundo, para acomodar a reação unilateral dos rentistas, de forma que esta não se materialize no endividamento crescente das empresas, embora a tendência ao endividamento forçado a nível macroeconômico mantenha-se intacta até que um novo estímulo ao investimento reintroduza as condições dinâmicas de crescimento conjunto do lucro e das dívidas. Como observou Kalecki, a decisão do Estado de incorrer em déficit e correspondente dívida contra si próprio apresenta o mesmo efeito das exportações líquidas.

Vejamos agora a questão do risco, relacionada às taxas de juros fixadas nos contextos de dívida.

Em cada momento da operação do circuito da demanda efetiva podemos encontrar uma estrutura de ativos resultantes das decisões passadas às quais estão se agregando os frutos das decisões presentes, quanto à posse de ativos de capital e à forma de financiá-los. Estes ativos são genericamente direitos à captura de renda futura. A consecução desta promessa vai depender do comportamento do investimento e nada está garantido *a priori*. No entanto, a posse destes ativos foi obtida mediante contratos de diversas naturezas (prazos, condições e risco), que não exigem apenas pagamentos certos e fixos mas podem incluir pagamentos variáveis, de acordo com os resultados da operação corrente dos ativos. Os contratos de dívida sempre mereceram um tratamento especial porque financiam ativos de rendimento incerto, obrigando a pagamentos certos e regulares. Neste sentido, a estabilidade das condições contratuais significa uma rigidez dos compromissos financeiros correntes, ou seja, uma duplicação do risco empresarial ao decidir o investimento⁴. Ao mesmo tempo, neste caso, uma variação da taxa de juros afeta tão-somente o preço dos ativos e os compromissos financeiros relativos ao novo endividamento. A dívida já contratada sofre, portanto uma desvalorização, mas o fluxo de pagamentos dela decorrente não se altera. A alteração da taxa de juros afeta fundamentalmente o preço de demanda dos ativos de capital, do *estoque* de ativos que agora devem descontar os rendimentos esperados durante a sua posse por uma taxa de juros mais elevada. A natureza do capital fixo e o caráter nominal dos contratos financeiros impedem a precipitação de movimentos de liquidação generalizada e obriga ao ajustamento na margem dos portfólios de riqueza e isto significará um deslocamento para ativos de maior liquidez. O aumento da taxa de juros pode, porém ser de tal ordem que simplesmente paralise a produção de novos ativos de capital. Os ativos já financiados, cujo valor de negociação se deteriora, têm a rentabilidade esperada também deprimida pelos efeitos dinâmicos da queda do investimento, a despeito da não-alteração dos compromissos financeiros.

A elevação do risco para credores e devedores fará o conjunto da economia caminhar em direção à busca de maior liquidez, tanto em termos dos fluxos quanto dos portfólios. Em outras palavras, deixada às suas próprias forças a economia tenderia a uma paralisação relativa da produção e a uma taxa de juros ainda maior, exprimindo a elevação na margem do custo de se desprender da liquidez.

Nesta situação, os riscos aumentam de ambos os lados — credores e devedores finais. O risco dos devedores aumenta porque as condições de cobertura dos compromissos financeiros assumidos se deteriora. O risco dos credores surge da deterioração da qualidade dos ativos e — no caso dos bancos como interme-

(4) Ver o capítulo 11 da *Teoria Geral* para a avaliação de Keynes sobre os tipos de risco.

diários financeiros — devido à sua posição simultaneamente credora e devedora e à diferença entre as taxas de aplicação e de captação. O que a indexação neste caso faz é acentuar o risco do primeiro tipo, sem reduzir o do segundo.

Queremos assinalar que tanto os problemas correntes — relativos sobretudo à geração de lucro, renda e emprego —, quanto patrimoniais — como o grau de endividamento e o risco das posições ativas e passivas —, têm origem nas variações dos fluxos, particularmente no investimento. Embora estas flutuações possam desencadear movimentos de ajuste dos *portfólios*, acentuando o declínio da acumulação produtiva e conferindo caráter cumulativo ao processo, ainda admitem teoricamente a operação de mecanismos endógenos de recuperação ou sensibilidade à atuação das políticas keynesianas convencionais. Estas, como foi visto, destinam-se a defender os fluxos de produção, os preços dos ativos e a validade das dívidas, sustentando a liquidez, o lucro e o emprego. Em outras palavras, visam preservar as condições patrimoniais e de risco, inclusive tornando possível os movimentos de *portfólio*, na direção de uma maior liquidez, para que um reerguimento da eficácia marginal do capital reponha as condições para o crescimento dos lucros, para a valorização dos ativos e para a formação de novo endividamento⁵. Ocorrendo isto, o Estado poderia refluir a sua ação, reequilibrando sua conta corrente e reduzindo o seu endividamento. Até aqui estamos no mundo das flutuações ou, no máximo, da instabilidade da produção, da renda e do emprego nas economias capitalistas.

2. Avaliação da riqueza e crise

Keynes definiu de uma maneira particularmente precisa a riqueza em uma economia empresarial capitalista: "Há uma multidão de ativos reais no mundo, os quais constituem a nossa riqueza de capital: construções, estoques de mercadorias, bens em processo de produção e de transporte e assim por diante. Os proprietários nominais destes ativos, no entanto, têm, não infreqüentemente, tomado dinheiro emprestado para entrarem na posse deles. Em contrapartida, os verdadeiros possuidores da riqueza detêm direitos, não sobre os ativos reais, mas sobre o dinheiro. Uma considerável parte deste financiamento tem lugar através do sistema bancário, que interpõe sua garantia ampla entre os depositantes que emprestam o dinheiro e os tomadores de dinheiro que buscam estes fundos para financiar a compra de ativos reais. A interposição deste véu monetário entre o ativo real e o possuidor da riqueza é a marca registrada do mundo moderno".

São várias as questões importantes levantadas pelo autor. A primeira diz respeito à riqueza em sua dimensão produtiva, a única existente para o conjunto da sociedade porque capaz de garantir a sua reprodução e a sobrevivência. Essa riqueza possui ainda uma outra dimensão, além da produtiva, numa economia empresarial capitalista. Ela é necessariamente propriedade de alguém. A riqueza produtiva deve ter uma "eficiência" em função de si mesma: esta eficiência é a capacidade de reproduzir o seu próprio valor e ainda gerar um excedente. A capacidade de um ativo de reproduzir-se a si mesmo e ainda deixar um excedente é chamada por Keynes de eficácia marginal do capital. A riqueza, enquanto propriedade, só pode ser medida enquanto *capacidade aquisitiva*, poder sobre os demais possuidores de riqueza, enquanto riqueza geral. Neste sentido, a sua medição só pode ser feita em termos monetários e sua *eficácia* é a taxa de juros, isto é, o "preço" de se desprender agora do "poder geral" para reavê-lo em data futura.

(5) Estes seriam os antídotos para uma crise à la Fisher de *debt-deflation*, onde o colapso dos preços dos ativos e a liquidação das dívidas se traduzem em drástica redução da liquidez, a despeito do movimento dos *portfólios* na direção de uma maior liquidez, e em aumento insuportável do risco global do sistema apesar da tentativa de minimizar o risco individual da parte dos bancos e do público.

Keynes está se referindo aos critérios de avaliação do estoque da riqueza, em suas duas dimensões indissociáveis, a produtiva e a capitalista. Neste sentido é possível imaginar, numa perspectiva keynesiana, alterações na taxa de juros e na eficácia marginal do capital, sem que isto tenha origem nas flutuações discutidas acima. A eficiência — medida da rentabilidade esperada — é do capital, ou seja, dos ativos instrumentais enquanto riqueza. A taxa de juros é a taxa de conversão da riqueza, em suas várias formas, na riqueza líquida, e não a taxa fixada nos contratos de dívidas⁶.

A avaliação capitalista da riqueza está, portanto, submetida a três medidas simultâneas:

1) a rentabilidade esperada de um ativo de capital, definida a partir de sua capacidade de se reproduzir e ainda gerar um excedente.

2) esta avaliação de um ativo de capital em função de si mesmo deve ser reconhecida *socialmente* e, portanto, os rendimentos prováveis devem ser descontados à taxa de juros monetária que converte o "valor" deste ativo à medida comum.

3) a variação esperada do poder de compra dos ativos, admitidas flutuações no valor do dinheiro.

Estes três tipos de avaliação conformam o que Keynes definiu como o preço de demanda dos ativos. Ele estava particularmente interessado nas condições em que esta complexa avaliação da riqueza capitalista favoreceria:

1) a colocação em operação de um dado estoque de riqueza produtiva, o que vai depender da avaliação do custo de uso e da avaliação do preço de oferta.

2) a decisão de colocar em operação um determinado estoque de capital já deve incluir as avaliações de longo prazo que determinarão qual será a produção corrente de novos ativos de capital. E esta tem como condição específica que o preço de demanda do ativo seja superior ao preço de oferta, isto é, ao custo de substituição dos ativos de capital da mesma classe. Ou seja, Keynes está interessado em determinar o sistema de preços dos ativos, a valorização das várias classes de riqueza e as condições em que podem proporcionar variações de fluxos de produção e emprego. Devemos frisar bem este ponto porque, ao fazer isto, Keynes está subordinando o mercado de bens e de trabalho ao sistema de avaliação dos ativos.

A idéia de que Keynes supunha um baixo grau de substituição entre os ativos reais ou bônus de longo prazo e o dinheiro deve ser qualificada. No âmbito das expectativas convencionais essa substituição ocorre naturalmente dentro do estoque de riqueza dos agentes, segundo o movimento dos *portfólios* já descrito, correspondendo à expectativa de relativa estabilidade em seus preços. Neste caso, a rentabilidade esperada pela posse das várias modalidades de riqueza pode ser igualada na margem. Keynes argumenta, porém, que este estado está longe de ser garantido e que a acumulação privada da riqueza, a descoordenação e anarquia das decisões tendem a tornar o futuro temível e o temor pode concentrar a preferência dos detentores de riqueza em um ativo que eles *imaginam* dotado da propriedade do valor absoluto, no sentido de que ele teria uma capacidade aquisitiva e liberatória invariável agora e no futuro. É muito importante a observação de Keynes de que este ativo não pode ser produzido privadamente, ainda que, em condições de crescimento estável da economia, os produtores privados tenham a impressão de "produzir dinheiro" com a venda de suas mercadorias particulares. Esta ilusão se desfaz quando o "mercado" recusa a transformação do "dinheiro particular" no "dinheiro social". Neste caso, os detentores do dinheiro diretamente so-

(6) É sintomático que a teoria neoclássica só admita mudanças na taxa de juros, tendo presente os fluxos de poupança e investimento.

cial, e que escapa ao controle de cada produtor privado, revelam sua preferência pela liquidez, subindo a taxa de conversão da riqueza privada na riqueza social. Não há dúvida de que Keynes sustentou a idéia de que o dinheiro ou o ativo que executa as funções de meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor tem elasticidades de produção e de substituição nulas.

Sendo assim, um rompimento do estado de confiança faz convergir sobre este ativo a esperança de resguardo do valor da riqueza. Isto significa que os detentores de riqueza *têm que imaginar* a existência de uma medida e forma do enriquecimento que não esteja sujeita à contestação dos demais, isto é, que seja *socialmente* reconhecida. Em qualquer sociedade em que o enriquecimento privado seja o critério da produção, a existência desta forma geral da riqueza, da renda e do produto é incontornável. A ruptura no estado de confiança, o abandono das convenções que vinham regendo um certo estado da economia significa que os produtores privados não podem mais continuar tomando suas decisões sem levar em conta a incerteza radical em que estão mergulhados⁷. Neste particular, a questão que Keynes levantou foi a da contradição entre o enriquecimento privado e a criação de nova riqueza para a sociedade (crescimento do emprego e da renda). Procurou demonstrar ao mesmo tempo que a forma assumida pela crise tende a levar ao limite o impulso ao enriquecimento privado, ao ponto de torná-lo anti-social.

Não se trata de que os movimentos correntes da acumulação produtiva deprimem a acumulação interna nas empresas e agravam os problemas de endividamento e risco. Mas sim que a avaliação da riqueza (as expectativas de longo prazo) e a incerteza radical (não o risco) paralisam e negam os novos fluxos de investimento, a produção corrente e o emprego, ainda que os efeitos-riqueza pudessem estar presentes. Keynes não negou validade ao efeito Pigou. Não o considerou relevante, porquanto a desvalorização dos ativos outros que não o dinheiro teria que ser muito drástica e rápida e, além disso, não haveria garantias de que isto fizesse retroceder o pânico e a busca de "segurança". Muito ao contrário. Os fatores que "premiavam a liquidez" deprimem a eficácia marginal do capital.

Keynes não confiava na política monetária pelas mesmas razões que o faziam desconfiar do efeito-riqueza, numa situação de ruptura das expectativas (armadilha da liquidez). Neste caso, porém, as políticas do Estado de geração de déficits e manejo da dívida pública — enquanto formas de sustentação dos lucros correntes e salvaguarda dos *portfólios* privados, respectivamente — encontrarão um estado de expectativas de longo prazo insensível aos estímulos convencionais.

Nesta economia em crise, o desequilíbrio em conta corrente do governo e o crescimento do débito público na composição dos patrimônios privados tendem a se tornar um fenômeno permanente. Com isto, o endividamento e os riscos do setor privado diminuem, a produção corrente oscilará em movimentos espasmódicos e os ativos de capital manterão os seus valores escriturais. A crise privada é transformada numa crise financeira do Estado, cujo limite pode ser a percepção dos agentes de que a política fiscal e de endividamento público são insustentáveis. A desconfiança privada atinge o âmago da soberania estatal, comprometendo a legitimidade do Estado como gestor da moeda. Diante das tensões inflacionárias desencadeadas pela ação "estabilizadora" das políticas, o Estado poderá ser levado à tentativa de preservar os valores dos ativos e da riqueza financeira privada, através da indexação. Sancionará, assim, o encurtamento do horizonte temporal que preside a fixação dos compromissos do setor privado, elevando o prêmio de liquidez e tornando praticamente inexistentes os mercados de contratos de prazo mais

(7) No estado de expectativas convencionais, os agentes se comportam como se a incerteza não existisse e como se o presente fosse a melhor avaliação do futuro. Ver, a respeito, o capítulo 12 da *Teoria Geral*.

Luiz G.M. Belluzzo é professor titular de Economia da Unicamp.
Júlio S.G. Almeida é professor do Instituto de Economia Industrial da UFRJ.

longo, o que acabará atingindo sua própria capacidade de emitir dívida nova e de administrar o estoque de endividamento existente. Isto reduz ainda mais as possibilidades de atuação da política monetária, submetendo-a ao constrangimento de taxas de juros reais elevadas, com efeitos negativos sobre o déficit corrente, no propósito de impedir o colapso abrupto do padrão monetário.

Novos Estudos
CEBRAP
Nº 23, março de 1989
pp. 120-127
