

TEXTO PARA DISCUSSÃO N° 49

JURO, MOEDA E INCERTEZA:
PEQUENA REVISÃO DA ARGUMENTAÇÃO DE KEYNES

João Heraldo Lima

Outubro de 1988

Esta publicação foi impressa
com a colaboração da ANPEC
e o apoio financeiro do PNPE

330.101.51

L732j Lima, João Heraldo.

1988 Juro, moeda e incerteza: pequena revisão da argumentação de Keynes. - Belo Horizonte: CEDEPLAR/UFGM, 1988.
13p. - (Texto para Discussão/CEDEPLAR; 49).

i. Macroeconomia. 2. Economia Monetária. I. Título.
II. Série. (Texto para Discussão/CEDEPLAR; 49)

CDU 330.101.51

CENTRO DE DESENVOLVIMENTO E PLANEJAMENTO REGIONAL

C E D E P L A R

JURO, MOEDA E INCERTEZA:

PEQUENA REVISÃO DA ARGUMENTAÇÃO DE KEYNES

João Heraldo Lima

Outubro de 1988

SUMÁRIO

	Página
1. INTRODUÇÃO	1
2. A ORGANIZAÇÃO DO ARGUMENTO	3
BIBLIOGRAFIA	13

JURO, MOEDA E INCERTEZA: PEQUENA REVISÃO DA
ARGUMENTAÇÃO DE KEYNES

JOÃO HERALDO LIMA*

I) INTRODUÇÃO

Ao comentar a **Teoria Geral** Schackle observa que "a book which concludes by difficult and entangled steps that stable curves and functions are allergic to the real human scheme of things proceeded to state this idea in terms of stable curves or functions" (Schackle, 1973, p.517-18). Este tipo de posição inclina-se por considerar que as implicações da incerteza para a teoria econômica são altamente negativas. A interpretação de que a incerteza conduz a conclusões nihilistas do ponto de vista da teoria econômica, não parece encontrar suporte em Keynes. A sua atitude diante desta questão é bem mais positiva, pois, na **Teoria Geral**, principalmente no Livro IV, ele esforça-se por demonstrar que a noção de incerteza é parte integrante de sua teoria, apesar das dificuldades que isto possa acarretar.

O artigo do *Quarterly Journal of Economics* de 1937 reforça este tipo de entendimento. Nele está contida uma longa seção sobre a precariedade de nosso conhecimento do futuro e a fragilidade da base factual sobre a qual tomamos decisões. Quando

* Prof. da FACE/CEDEPLAR/UFGM.

Keynes discute a incapacidade de um economista clássico em reconhecer as implicações da incerteza assinala que "he has overlooked the precise nature of the difference which abstraction makes between theory and practice ... This is particularly the case in his treatment of money and interest" (Keynes, 1937, p.218). A natureza da incerteza, problema rotineiro na vida prática, é, sem dúvida, enfatizada neste artigo, porém, enfatiza-se igualmente o fato de que as implicações decorrentes da incerteza estão totalmente relacionadas com a teoria do juro. Isto é, na opinião de Keynes a ausência da incerteza não impediu que a escola clássica tivesse uma teoria do juro, todavia fez com que esta fosse "a mistaken theory of the rate of interest" (Keynes, 1937, p.224). Neste artigo ele está dizendo que na sua concepção a teoria do juro é o **locus** para onde convergem e onde se expressam os efeitos da incerteza.

À primeira vista, o tom geral da argumentação desenvolvida nos capítulos 12 e 17 poderia soar como justificativa da impossibilidade de incorporar-se a incerteza ao corpo teórico da Teoria Geral. Mais uma vez, entretanto, esta interpretação niilista não parece encontrar respaldo em Keynes. Ao que tudo indica ele não via a sua teoria do investimento como uma ruptura com a teoria clássica, tanto é que conclui o capítulo 12 observando que "... ainda devemos voltar à taxa de juro, que exerce, de qualquer modo, em circunstâncias normais, grande influência, embora não decisiva, sobre o fluxo de investimento" (Keynes, 1964, p.164). Mais adiante, no momento em que sintetiza a Teoria Geral (capítulo 18), nenhuma ênfase especial é atribuída

à volatilidade da eficiência marginal do capital. Além disto, a Teoria Geral é uma obra que contém diversas condições de equilíbrio e isto é indício expressivo de que o tratamento dispensado à incerteza não poderia conduzir à conclusões nihilistas do ponto de vista da teoria econômica.

No Livro IV da Teoria Geral Keynes apresenta suas idéias sobre juro, moeda e incerteza. Nos diversos capítulos ali apresentados ele critica a teoria clássica da taxa de juro e delinea sua própria teoria, expõe sua concepção de demanda por moeda, discute os incentivos à liquidez, examina as propriedades da moeda, etc. O objetivo deste artigo é bem restrito. Procurará apenas organizar uma pequena revisão da argumentação de Keynes sobre estes pontos. A principal preocupação será mostrar que as noções de juro, moeda e incerteza formam um todo logicamente indivisível na concepção deste autor.

II) A ORGANIZAÇÃO DO ARGUMENTO

No capítulo 13 da Teoria Geral Keynes argumenta que ao decidir entre o consumo presente e o futuro o indivíduo se depara com duas decisões. Em primeiro lugar, deverá decidir que proporção de sua renda corrente destinará ao consumo e, portanto, à poupança. Em segundo, em que forma, líquida ou ilíquida, deverá manter a sua poupança. Na sua opinião, a relevância da taxa de juros, está na influência que exerce sobre a segunda decisão, contrastando com a teoria clássica cuja relevância recai na

influência exercida sobre a primeira.¹ Keynes observa que lhe parece razoavelmente óbvio o fato da taxa de juros não significar recompensa pela espera justamente porque alguém que decidisse entesourar sua poupança, isto é, mantê-la na forma de moeda, estaria poupando tanto quanto se houvesse adquirido ativos financeiros, porém, não estaria recebendo juros. Ele vê o juro como uma "... medida de relutância dos que possuem dinheiro em alienar o seu direito de dispor do mesmo" (Keynes, 1964, p.167).

Isto conduz ao problema de explicar porque os indivíduos podem preferir manter sua riqueza na forma de ativos que não rendem juros. Keynes assinala que esta explicação necessariamente envolve a incerteza sobre a trajetória da taxa de juro. Observa que muito provavelmente haverá diferença de opinião sobre o curso futuro da taxa de juros. Aqueles cuja opinião difere do mercado talvez se manterão líquidos na expectativa de obter ganhos, caso o preço dos títulos se move na direção por eles antecipada.

No capítulo 14 Keynes expõe o que considera ser a sua versão da teoria clássica: "O investimento representa a demanda por recursos para investir, a poupança representa a oferta, e a taxa de juros é o 'preço' dos recursos a serem investidos que torna estas duas quantidades iguais" (Keynes, 1964, p.175).² Ele considera tal teoria incompatível com a teoria de determinação do

¹ Keynes (1964), p.167.

² Keynes adverte que não há nenhuma versão explícita sobre a teoria clássica, porém considera que a sua interpretação da mesma é plausível e justa. Não se pode negar que ele conhecia bem aquilo que estava atacando, pois tratavam-se de noções que ele manteve, acreditou e ensinou durante anos.

nível de produto desenvolvida até aquele momento na Teoria Geral. De acordo com o instrumental de oferta e demanda agregada até então elaborado, uma alteração do nível de investimento implica em uma alteração do nível de renda. Admitindo que o nível de renda é um dos argumentos da função poupança, ocorrerá, então, um deslocamento desta última. Assim, um movimento ao longo de uma das curvas (no caso, a curva de investimento) resultará no deslocamento da outra (a curva de poupança). Desta maneira, um dos pressupostos da análise de equilíbrio parcial, a independência das curvas, não se manterá, inviabilizando a determinação da taxa de juros.

É necessário reconhecer que a análise clássica possui o mérito limitado de permitir que a taxa de juros de pleno emprego seja determinada, desde que a curva de poupança esteja representando o volume de poupança de pleno emprego. Mas, ela não permite a determinação da taxa fora da situação de pleno emprego, quando o investimento é um dos determinantes do nível de renda. Como Keynes bem assinalou:

"A teoria clássica da taxa de juros parece supor que se a curva de demanda por capital se desloca ou a que liga a taxa com os montantes poupadados de dada renda se desloca ou se ambas se deslocam, a nova taxa de juros será determinada pelo ponto de interseção das novas posições das duas curvas. Mas essa teoria é 'nonsense', pois a hipótese de que a renda seja constante não é compatível com a de que estas duas curvas podem deslocar-se independentemente uma da outra. Se qualquer delas se desloca, em geral, a renda varia também e, por consequência, todo o esquema baseado na hipótese de uma renda dada não se sustenta" (Keynes, 1964, p.179).

Talvez Keynes tenha sido muito severo ao caracterizar a teoria clássica do juro como '*nonsense*', porque parece não haver nada de errado com ela, desde que respeitada a hipótese clássica de que o pleno emprego é continuamente mantido. Entretanto, a teoria do produto e emprego desenvolvida por Keynes é incompatível com a concepção clássica, justificando assim, a necessidade da construção de uma nova teoria na qual a taxa de juro seja um argumento da demanda por moeda.

No capítulo 15 Keynes delineia a sua teoria de demanda por moeda. Como se sabe ele apresenta os três motivos, transação (mais tarde subdividido em "*income-motive*" e "*business-motive*"), precaução e especulação. Postula que o montante de moeda requerido para satisfazer os dois primeiros depende do nível de renda e que, embora a taxa de juros possa ter alguma influência sobre eles, é provável que sua importância seja "...secundária, salvo em caso de grandes alterações no custo de retenção de recursos líquidos" (Keynes, 1964, p.196). Todavia, o motivo especulação depende fortemente da taxa de juros sendo que através dele as alterações na oferta de moeda afetam todo o sistema econômico. Keynes afirma que "... a experiência mostra que a demanda por moeda para satisfazer o motivo-especulação varia de modo contínuo sob o efeito de uma alteração gradual na taxa de juros..." (Keynes, 1964, p.197). Assim, através de operações de mercado aberto as autoridades monetárias podem controlar a taxa de juros via alterações na oferta de moeda.

Neste capítulo é assinalado que "... a incerteza de futuras variações na taxa de juros é a única explicação inteligível da preferência pela liquidez ... o que justifica a manutenção de recursos líquidos..." (Keynes, 1964, p.201). Embora Keynes observe que o relevante talvez não seja o nível absoluto da taxa, e sim a divergência com relação a um possível nível considerado "seguro", ainda assim, existem razões relacionadas com a incerteza, que permitem supor que uma queda do juro resultará em maior demanda especulativa por moeda.

A primeira delas refere-se à existência de expectativas inelásticas quanto à taxa de juro considerada "segura": "... se o nível de r que a opinião geral considera 'seguro', permanece invariável, cada baixa de r diminui a taxa de mercado com relação ao nível considerado seguro e, portanto, aumentam os riscos da iliquidez..." (Keynes, 1964, p.202). A segunda, envolve o seguro contra perda de capital representado pela taxa de juros. Se esta última é muito baixa ela só será capaz de compensar uma pequena queda esperada do preço dos títulos, ao passo que se for elevada, proporcionará uma cobertura maior, sendo este "o principal obstáculo para uma queda acentuada da taxa de juros" (Keynes, 1964, p.202).

As razões para se esperar uma função de demanda por moeda sensível ao juro apresentadas no capítulo 15, por um lado, complementam as do capítulo 13 e por outro, são ligeiramente diferentes. Contudo, todos os argumentos arrolados por Keynes contêm o elemento incerteza. Ele apresenta uma série de razões

para justificar a sensibilidade-juro da demanda por moeda e todas elas envolvem a incerteza. A sua visão contempla ambas as possibilidades: a da taxa de juro permanecer, sob certas circunstâncias, razoavelmente estável, e a de estar em um patamar difícil de ser reduzido. De qualquer maneira, o que é importante para Keynes é o fato de que a taxa de juros afeta a demanda por moeda e a incerteza é a razão que ele apresenta para pensar assim.

No início do capítulo 17 é observado mais uma vez que o juro sobre a moeda desempenha um papel muito especial na teoria do emprego.⁹ O propósito de Keynes neste capítulo é o de examinar porque isto é assim, e ao fazê-lo acaba transformando o mesmo num belo ensaio especulativo acerca da natureza da moeda e de certas características de uma economia monetária.

É relembrado que a taxa de juros nada mais é do que "...a percentagem de excedente de uma soma de dinheiro contratada para entrega futura..." (Keynes, 1964, p.222), não havendo, portanto, nenhuma razão para que tal conceito não possa ser aplicado a qualquer outro tipo de ativo (financeiro ou real), cada um deles com sua própria taxa de juros. Na opinião de Keynes, essas taxas de juros -chamadas de taxas próprias de juros- podem

⁹ As observações do capítulo 16 não parecem estar diretamente relacionadas à estrutura teórica do argumento de Keynes. Aparentemente vinculam-se muito mais à necessidade de tornar persuasivas as novas idéias apresentadas no livro. A idéia mais importante que aparece neste capítulo e que, naquela altura, já não é novidade no livro, refere-se ao fato de que um ato de poupança hoje destinado à expandir o consumo futuro, não conduz, necessariamente, ao emprego de recursos produtivos na preparação do consumo futuro.

ser mensuradas em termos do próprio ativo, em termos monetários ou em termos de qualquer outro produto.⁴ Elas podem diferir, dependendo da valorização (desvalorização) dos preços relativos dos diferentes ativos ou produtos. Assim, de acordo com Keynes, existe um grande número de taxas de juro e o problema reside em explicar porque o volume de produto e emprego é mais "...intimamente vinculado à taxa monetária de juros do que à taxa de juros do trigo ou à taxa de juros do imóvel residencial..." (Keynes, 1964, p.225).

A seguir Keynes aponta os diferentes tipos de retornos que os ativos possuem. Em primeiro lugar, há o rendimento (q) ou ganho (yield) que o ativo pode gerar, em segundo, o custo de manutenção (c) decorrente do desperdício ou da simples passagem do tempo e, em terceiro, o prêmio de liquidez (l) específico de cada tipo de ativo.

A taxa de retorno medida em termos do próprio ativo será dada por $q = c + l$. Quando medida em termos monetários será acrescida da valorização esperada do ativo. Uma vez que é razoável supor que a demanda dos detentores de riqueza será dirigida para os ativos de maior valorização esperada, haverá, naturalmente, uma tendência de nivelamento das diversas taxas de retorno. Estas últimas estarão associadas aos respectivos preços de mercado dos ativos e quando estes excederem seus preços de oferta, deverão ter a sua oferta ampliada. Na medida em que o estoque destes ativos aumenta seus preços de mercado tenderão a

⁴ Sobre este ponto ver Lerner (1952).

cair e caso a taxa de juro não caia, atingirão um ponto a partir do qual não será mais lucrativo sua produção. Keynes admite então, que a existência de um ativo cujo retorno não cai, ou o faz mais vagarosamente do que os outros, poderá causar problemas na economia e sugere que existem muitas razões para acreditar que este ativo é a moeda.

Em primeiro lugar, devido à sua baixa elasticidade de produção. Isto significa dizer que quando o preço da moeda sobe (isto é, quando o nível geral de preços declina) em relação ao salário nominal, não são desviados recursos adicionais para a sua produção. Portanto, diferentemente dos outros ativos a taxa de retorno da moeda não tende a declinar com a expansão da produção. Entretanto, esta propriedade não é suficiente para conferir à moeda uma condição exclusiva, porque de acordo com Keynes ela é compartilhada por todos os chamados "pure-rent factors".

Em segundo, porque a elasticidade de substituição da moeda é igual ou próxima de zero. Na qualidade de meio de troca a moeda "... possui uma elasticidade de substituição igual, ou quase igual a zero, o que significa que, quando o seu valor de troca se eleva não aparece nenhuma tendência para substituí-la por algum outro instrumento..." (Keynes, 1964, p.231).

Todavia, este argumento não parece correto. Na medida em que o nível de preços se altera, então, ceteris paribus, a quantidade de encaixes reais que os agentes econômicos desejam manter pode permanecer constante. Se isto é verdade, a quantidade de encaixes nominais que eles desejam manter pode mudar na

proporção da alteração ocorrida no nível de preços. Assim, uma elevação no preço da moeda (isto é, uma queda no preço das mercadorias) pode conduzir a uma queda nos encaixes desejados. É razoável admitir então, que os agentes econômicos podem alcançar este resultado substituindo moeda por ativos não-monetários. Neste sentido, a segunda propriedade da moeda apontada por Keynes parece estar baseada em uma confusão entre encaixes nominais e reais, mas isto não compromete em nada os resultados de sua análise.

Keynes desenvolve ainda algumas observações indagando se as conclusões obtidas até então precisariam ser modificadas diante do fato da quantidade real de moeda poder ser aumentada via queda do nível de preços. Ele sugere que existem várias razões para pensar que este aumento não permitiria uma queda adequada da taxa de juros. Primeiro, porque uma queda dos preços poderia induzir a expectativas de novas quedas reduzindo assim, o retorno dos ativos não-monetários. Mesmo que isto induzisse uma queda da taxa de juro, esta redução poderia não ser suficiente uma vez que o relevante é a diferença entre as taxas de retorno dos ativos não-monetários e a taxa de juro. Segundo, porque a armadilha da liquidez poderia fazer com que a taxa de juro fosse insensível a variações na quantidade de moeda.

Desta maneira, mesmo que fosse possível uma substancial queda do nível de preços e que a mesma não tivesse efeitos adversos sobre a eficiência marginal dos outros ativos, ainda assim, não seria possível reduzir a taxa de juro abaixo de um

certo nível capaz de expandir o produto. Neste contexto, o baixo custo de manutenção da moeda é importante porque somente um ativo com esta característica faria com que um pequeno estímulo devido às vantagens da liquidez ocasionasse um grande aumento na quantidade que dele se deseja manter. De um lado, o prêmio de liquidez não tenderia a cair com a expansão da quantidade de moeda e, de outro, o custo de manutenção não se elevaria. Estas duas condições dariam oportunidade para o surgimento da armadilha da liquidez.

Assim, Keynes conclui sua argumentação traçando o seguinte cenário: existem inúmeros ativos na economia, alguns reproduzíveis, outros não; as taxas de retorno destes ativos tendem a igualar-se; aqueles ativos cujos preços de mercado superarem o preço de oferta terão sua produção aumentada; o estoque de ativos, portanto, se alterará e isto afetará as taxas de retornos; um ativo não-reproduzível poderá deter a expansão do produto se a sua taxa de retorno não declinar com a expansão da produção; a moeda é este ativo e a taxa de juros, eventualmente, pode fixar limites para a expansão da produção. Estas conclusões, segundo Keynes, não são contrariadas pelo fato da quantidade de moeda poder se elevar caso o nível de preços seja flexível para baixo.

BIBLIOGRAFIA

KEYNES, J. M. (1937), "The general theory of employment", *Quarterly Journal of Economics*, February.

KEYNES, J. M. (1964), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Harcourt, Brace & World, Inc., New York.

LERNER, A. (1952), "The essential properties of interest and money", *Quarterly Journal of Economics*, May.

SHACKLE, G. L. S. (1973), "Keynes and today's establishment in economic theory: a view", *Journal of Economic Literature*, June.