

CONSIDERAÇÕES SOBRE OS DETERMINANTES DO INVESTIMENTO EM KEYNES E EM KALECKI

*Fernão Pompêo de Camargo Neto*¹

O objetivo do presente artigo é tecer, de forma simples e despreziosa, algumas considerações sobre as concepções de Keynes e de Kalecki a respeito dos fatos e circunstâncias que motivam os empresários a investirem na criação ou na expansão de capacidade produtiva. Ao final do trabalho, são feitas algumas comparações que mostram certos aspectos distintivos das abordagens teóricas dos dois autores sobre os determinantes do investimento.

1. A ABORDAGEM DE KEYNES

Keynes considera que, nas economias capitalistas, quando unidades econômicas – famílias, empresas e instituições financeiras – possuem mais renda ou riqueza do que necessitam utilizar no seu consumo corrente, podem se decidir a acumular o excesso através de inversões, empréstimo de dinheiro ou entesouramento de dinheiro conforme as vantagens relativas que possam decorrer da escolha de cada uma dessas alternativas.

1 Professor Titular do Departamento de Economia da Faculdade de Ciências Econômicas, Contábeis e Administrativas da Pontifícia Universidade Católica de Campinas (FCECA/PUCCAMP). Doutorando em História Econômica do Instituto de Economia da UNICAMP.

Ao optarem pelo empréstimo de seu dinheiro, ou pela inversão em ativos produtivos, logram obter rendimentos, o que permite ampliarem o valor de sua riqueza, enquanto que a decisão de entesourar dinheiro, por não produzir rendimentos, se mostra uma forma estéril de acumulação de riqueza.

Assim, homens de negócios e outros possuidores de riqueza, uma vez decididos quanto à posse de diferentes quantidades de distintas formas de ativos, para a qual, algumas vezes, se vêem obrigados a assumir compromissos financeiros, vêm a constituir carteiras de ativos e passivos (**portfolios**), que administram visando, respeitados certos critérios que possam garantir um razoável grau de segurança, o permanente e o maior possível incremento do valor de sua riqueza.

Desse modo, dentro da lógica capitalista, a escolha das alternativas inerentes à formação, ao financiamento e à gestão dos **portfolios** envolve considerações sobre a rentabilidade prevista, o risco e a liquidez que correspondem a cada uma delas.

Entre as possíveis utilizações, pelos agentes econômicos, da renda disponível não utilizada em consumo na constituição de posições ativas em seus **portfolios**, está o investimento – ou seja, a aquisição ou a construção de equipamento produtivo novo –, que, para Keynes, em termos agregados, tem influência direta e indireta na determinação do nível de emprego e tem profundas implicações na sustentação da atividade econômica.

A visão de Keynes do que venha a ser o equipamento produtivo é ampla, uma vez que, por equipamento produtivo, entende ele não somente capital fixo, mas, também, capital circulante e, até mesmo, capital líquido. Para ele, a decisão de investir deve ser tratada no

longo prazo e o gasto com a compra de um equipamento não se refere ao preço vigente no mercado no momento da sua aquisição e sim ao preço de oferta desse equipamento naquele momento, que é equivalente à soma dos rendimentos esperados ao longo de sua vida útil descontados através do emprego de uma taxa – que indica os valores que teriam esses rendimentos no momento da compra do equipamento – que corresponde à eficiência marginal do capital (relação entre a renda esperada da operação de uma unidade adicional de um dado bem de capital e seu preço de oferta ou custo de reposição).

A expectativa de um empresário, ao investir na compra de um equipamento produtivo, é de recuperar, através de provisões para depreciações, o capital que desembolsou e de alcançar, pelo menos, um retorno sobre o capital investido equivalente ao que obterá através de outras aplicações alternativas de seu dinheiro. Em outras palavras, um investimento só se efetivará se o seu preço de procura – que corresponde à soma dos rendimentos esperados ao longo da vida útil do equipamento comprado descontados pela taxa de juros esperada para prazo e risco análogos aos da obtenção dos rendimentos – superar, ou, no mínimo, igualar seu preço de oferta, ou, o que dá no mesmo, se a eficiência marginal do capital for igual ou maior que a taxa de juros.

É importante notar que Keynes, na sua "A Teoria Geral...", trata, fundamentalmente, da tomada de decisões em condições de incerteza.²

2 A incerteza – quanto ao comportamento que adotarão concorrentes, clientes, fornecedores e agentes financeiros – tem origem no caráter descentralizado e na interdependência no tempo das decisões tomadas pelos diversos agentes econômicos.

O capitalista, ao comprar um bem de capital, está jogando com um horizonte temporal muito grande – e, portanto, com um elevado grau de incerteza –, pois desconhece como se comportarão efetivamente, no futuro, os preços dos bens que venham a ser produzidos pelo equipamento por ele adquirido, o que acontecerá com as taxas de juros, como evoluirão os preços absolutos e qual o comportamento dos preços relativos, e, além disso, desconhece ele qual será a situação da concorrência ao longo da vida produtiva do equipamento, não tendo quaisquer parâmetros que lhe permitam avaliar quantos competidores se estabelecerão no mesmo ramo de negócios, desconhecendo, portanto, a fatia de mercado que lhe pertencerá, o grau de evolução que terá o conhecimento técnico que virá a ser aplicado na produção pela concorrência potencial, etc.

Minsky, em seu livro "*John Maynard Keynes*", parte da análise de uma série de "facetadas negligenciadas ou perdidas de 'A Teoria Geral...'"³ para intentar a formulação de uma teoria keynesiana do investimento.

Minsky busca, em sua obra, desenvolver a concepção de Keynes de que, no capitalismo, a atividade econômica flutua, e essa flutuação se deve à irregularidade do fluxo dos investimentos – e, portanto, à incerteza dos capitalistas quanto à composição ideal, num dado momento, do conjunto de ativos em que estaria materializada a sua riqueza e de eventuais passivos assumidos para sua posse – a qual está relacionada com a instabilidade dos **portfolios**.

Cada agente econômico mantém carteiras específicas de ativos e de passivos que, ao serem administradas, geram fluxos de caixa, que

3 Hyman P. Minsky, *John Maynard Keynes*, pg. 54

compreendem recebimentos e pagamentos devidos à compra e à venda ou à posse e ao uso de ativos, bem como à contração de débitos e de compromissos, ou à liquidação de posições passivas e ao pagamento dos serviços financeiros delas decorrentes.

A gestão de seus respectivos **portfolios** pelos agentes econômicos implica na tomada de decisões que objetivam aumentar o valor da riqueza por eles possuída, as quais levam em conta o risco, a liquidez e a rentabilidade dos ativos que detêm ou com os quais transacionam.

Para Minsky, a decisão especulativa fundamental do capitalismo seria sobre que parcela do fluxo de caixa associado às operações normais de um agente econômico poderia ser comprometida com o pagamento do serviço de débitos assumidos para financiar a aquisição de um equipamento produtivo e a sua operação.

A decisão de investir na compra de um equipamento é tomada, pelos detentores de riqueza, dentro de uma lógica capitalista de cálculo financeiro, que subentende todo um complexo de decisões que os leva a comporem suas carteiras de investimentos com uma variada gama de ativos, combinados, em diferentes qualidades e proporções, através de critérios que consideram certos padrões de rentabilidade, risco e liquidez.

Ao mesmo tempo, deve-se ter em conta que, para que um empresário possa adquirir ativos produtivos, é necessário que ele se disponha a enfrentar um período em que os seus recebimentos serão menores que os pagamentos que deva fazer. Para atravessar esse período, haverá a necessidade de que esse empresário se desfaça de recursos em caixa e/ou de ativos financeiros – o que reduz o grau de liquidez do seu ativo – ou de que aumente o seu passivo, endividando-se.

Entretanto, a aceitação de uma estrutura passiva para a aquisição ou para a continuidade da posse de ativos fixos pode se constituir numa aposta contra o futuro.

Assim sendo, agentes avessos ao risco ⁴ só tomarão a decisão de investir em equipamento produtivo se a projeção do fluxo de caixa que esta decisão possa vir a determinar mostrar que, ao se iniciar a produção, os rendimentos esperados poderão ser suficientes para cobrir os juros e a amortização do principal que deva ser investido.

Por outro lado, dentro dessa mesma lógica, quando uma empresa, ao não se confirmarem as expectativas de rendimento que tinha o empresário ao investir, fica com o seu passivo sobrecarregado, para sanear suas finanças, pode ela se ver obrigada a desinvestir, gerando, pela venda de ativos produtivos, recursos a serem utilizados para pagar débitos ou para comprar ativos líquidos, o que contribuiria para melhorar sua situação de liquidez.

4 Quando a compra de um ativo é financiada por um empréstimo, Keynes destaca a existência de dois tipos de risco:

1) Risco do Tomador - que pode ter duas causas distintas:

a) concentração da carteira em um único tipo de ativo (a diversificação reduz o risco);
b) o fato de que os compromissos contratuais são certos enquanto que o rendimento esperado é incerto; assim, o risco aumenta na medida em que cresce o volume de investimento financiado por débito.

2) Risco do Emprestador - que pode ser atribuído a:

a) contingência moral - devida a falta voluntária ou a outras circunstâncias, talvez até lícitas - que permita ao devedor fugir ao cumprimento da obrigação;
b) possível insuficiência da margem de segurança, que pode ocasionar o não cumprimento involuntário da obrigação assumida pelo devedor, caso malogrem as suas expectativas de rendimentos.

2 . A VISÃO DE KALECKI

Para Kalecki, a dimensão do capital próprio da firma se apresenta como o principal fator limitador (ou estimulador!) do montante do investimento que ela possa ter condições de efetuar. Isto por dois motivos: primeiro, porque o montante do capital possuído pela firma – que servirá como garantia para eventuais empréstimos que ela pretenda contratar – determina o acesso que ela possa ter ao mercado de capitais; e, segundo, porque ele determina o grau de risco do investimento pretendido, que será tanto maior quanto maior for a grandeza do empréstimo que ela tomou, em virtude de, com o crescimento do seu grau do endividamento, se tornar ela mais vulnerável ao risco de prejuízos, na hipótese de haver uma queda na taxa de lucro ao ponto desta se tornar menor que a taxa de juros que deva ser paga pela dívida contraída (princípio do risco crescente).

Vê-se, pelo exposto, que a dimensão do capital de uma firma determina o montante de empréstimos que ela pode obter para financiar seu investimento.

Isto leva Kalecki a concluir que "o pré-requisito mais importante para alguém se tornar empresário é a **propriedade de capital**".⁵

Verifica-se, portanto, que a acumulação de capital pelas firmas, a partir dos lucros correntes, vem a se constituir num dos fatores relevantes no que se refere às decisões de investir.

Kalecki relaciona, no capítulo 9 da *Teoria da Dinâmica Econômica*, como determinantes das decisões de investir, três fatores:- 1) a acumulação interna de capital pelas empresas S; 2) as variações nos lucros $\Delta P/\Delta t$ (cuja expansão estimula a decisão de investir); e 3) as

⁵ Kalecki, *Teoria da Dinâmica Econômica*, pg 130, grifo no original.

variações do estoque de capital fixo $\Delta K/\Delta t$ (cujo crescimento líquido é inibidor do investimento).

Há uma estreita vinculação entre a acumulação interna de capital por parte das empresas e o nível de atividade econômica. Quanto mais elevado se apresentar este nível, tanto maior deverá ser a poupança bruta das empresas – composta pela reserva para depreciação e pelos lucros líquidos não distribuídos –, a qual tende a ser acumulada internamente, aumentando o capital empresarial (o que vem a ampliar a possibilidade de obtenção, pela firma, de recursos externos que possibilitem tornar maior seu investimento).

A essa poupança bruta das empresas, acrescenta Kalecki a poupança pessoal dos empresários que integram os grupos que as controlam, que tende a ser investida nas próprias firmas. Assim sendo, considera ele, em sua análise das decisões de investir, a poupança dos capitalistas como um todo (que inclui as firmas e os capitalistas a ela vinculados).

Por outro lado, há uma grande influência das variações da taxa de lucro na decisão, por parte das empresas, de efetuar investimentos, pois, mesmo havendo poupanças disponíveis para investir, elas só se decidirão a investi-las diante de variações favoráveis na taxa de lucro.

Como a taxa de lucro corresponde a uma relação entre o lucro P e o estoque de capital fixo K – ou seja, P/K –, as variações que ocorram com a taxa de lucro são resultantes de mudanças que ocorram em P e/ou em K . Se K for considerado constante, um acréscimo de P elevará a taxa de lucro, e, se P for tido como dado, o crescimento de K reduzirá a taxa de lucro. Considerando-se que as decisões de investir variam no mesmo sentido da taxa de lucro, então o investimento cresce com o aumento do lucro $\Delta P/\Delta t$ e diminui com o crescimento do estoque de capital fixo $\Delta K/\Delta t$.

A partir dessas considerações, pode-se construir a seguinte relação:

$$D = a S + b \frac{\Delta P}{\Delta t} - c \frac{\Delta K}{\Delta t} + d \quad (1),$$

onde o parâmetro d é um termo que é considerado constante a curto prazo, mas que pretende captar efeitos de longo prazo, como os decorrentes da introdução de progresso técnico e de inovações.

Levando-se em conta, por outro lado, que há uma defasagem de tempo (hiato temporal) – que pode ser atribuída especialmente ao período de construção do equipamento, mas que, também, reflete fatores como, por exemplo, decisões empresariais retardadas – entre a taxa de decisões de investimento (quantidade de decisões de investir tomadas por unidade de tempo) D e os investimentos em capital fixo F , tem-se que:

$$F_t + \gamma = D_t \quad (2),$$

onde γ é o hiato temporal.

Da comparação das relações (1) e (2) pode-se concluir que:

$$F_t + \gamma = a S_t + b \frac{\Delta P_t}{\Delta t} - c \frac{\Delta K_t}{\Delta t} + d \quad (3)$$

3. ALGUNS ASPECTOS DISTINTIVOS ENTRE AS TEORIAS DO INVESTIMENTO DE KEYNES E DE KALECKI

Recapitulando, foi visto que, na visão de Keynes, a decisão de investir na compra de um equipamento produtivo é tomada dentro de uma lógica capitalista de cálculo financeiro, em que o empresário, para transacionar com ativos, financiar a aquisição de novos ativos, gerir

sua carteira de investimento – produzindo rendimentos, no sentido de ampliar sua riqueza – e administrar os seus compromissos financeiros, leva em conta critérios que permitem otimizar a aplicação do capital em diferentes quantidades e qualidades de ativos, baseando-se, para tomar essas decisões, nas condições de rentabilidade prospectiva, risco e liquidez inerentes a cada um desses ativos.

Assim, nessa perspectiva, para que haja incentivo ao investimento produtivo, faz-se necessário que o preço de procura do equipamento a ser adquirido supere ou iguale o seu preço de oferta, ou, o que vem a ser a mesma coisa, que a eficiência marginal do capital seja superior ou igual à taxa de juros. Caso isto não ocorra, poderá ser mais lucrativo para o agente detentor de riqueza adquirir direitos sobre bens de capital já em uso (quotas ou ações) ou títulos de crédito.

Viu-se, também, por outro lado, que, para Kalecki, tanto a taxa de decisão de investimento (D) quanto o investimento em capital fixo (F) se constituem em funções crescentes da poupança bruta das empresas (S) e das variações do montante dos lucros ($\Delta P/\Delta t$), ao mesmo tempo que são funções decrescentes das variações do estoque de capital fixo ($\Delta K/\Delta t$).

Cotejando-se a abordagem de Kalecki sobre os determinantes do investimento com a teoria das decisões de investir de Keynes (reinterpretada sob a ótica financeira), pode-se fazer, dentre outras, as seguintes observações:-

- 1) A teoria do investimento de Keynes é bem mais geral e conceitualmente mais densa que a de Kalecki.
- 2) Na teoria de Kalecki não há consideração explícita das expectativas de comportamento de certas variáveis econômicas, que

são determinadas por projeções do comportamento por elas apresentado em termos recentes ou correntes.

Keynes, por seu lado, considera que o empresário, ao tomar a decisão de investir, reage diante da incerteza relativa às expectativas de longo prazo, adotando um **comportamento convencional**, pautando-se na opinião predominante entre seus concorrentes, que pode ser compulsada pela análise dos planos de investimento em andamento. Segundo Possas, "a convenção fornece os parâmetros da rotina empresarial frente a um futuro necessariamente incerto, cujo prêmio é a manutenção da posição relativa de mercado e de lucros – o que não é pouco; ao passo que afastar-se dela implica riscos em maior ou menor grau de perder posição, lucros e mesmo capital, amplificado em condições de oligopólio"⁶.

Keynes negligencia, ao delinear o horizonte de incerteza que cerca as decisões empresariais a longo prazo, as expectativas referentes às condições de concorrência e de crescimento vigentes nos mercados – que teriam bastante importância no que tange à análise dinâmica –, as quais deveriam ser objeto de avaliação dentro dos mesmos critérios convencionais.⁷

- 3) A teoria do investimento de Keynes traduz muito mais o comportamento de uma empresa do que uma visão macroeconômica global.⁸

6 Mário Luiz Possas, *Dinâmica da Economia Capitalista: uma Abordagem Teórica*, pg. 134, nota 205

7 cf. idem, op. cit., pg. 133

8 cf. Antonio Jaime Gama Jobim, *A Macrodinâmica de Michal Kalecki*, pg. 92

- 4) Keynes, em sua análise, não leva em conta o efeito do investimento em termos da criação de capacidade produtiva, o que tornaria necessário, para que se pudesse manter o pleno emprego, que o investimento crescesse a cada período. Enquanto isto, Kalecki aponta como o investimento influi sobre os lucros e a capacidade produtiva, com um hiato temporal entre eles, e, concomitantemente, mostra como a taxa de lucro e a capacidade de produção disponível vêm a ter influência nas decisões posteriores de investimento.⁹
- 5) Keynes considera, como uma das causas da diminuição da eficiência marginal do capital, a existência de custos marginais crescentes na produção de bens de investimento. Em Kalecki, os custos marginais aparecem, preponderantemente, como constantes.¹⁰
- 6) Keynes, apesar de distinguir a taxa de juros de curto prazo da de longo prazo, considera, na sua teoria do investimento, apenas a de curto prazo, que é uma função da oferta de moeda e do estado de preferência pela liquidez.

Para Kalecki, de outro lado, só é realmente importante, para orientar as decisões de investir em capital fixo, a taxa de juros de longo prazo. Todavia, em função de julgá-la praticamente estável, dá maior relevância, na sua análise dos determinantes das inversões, à capacidade de endividamento das empresas, transferindo, assim, o risco do lado da demanda por investimento para o da relação entre o capital emprestado de terceiros e o capital próprio.¹¹

9 cf. idem, pg. 93.

10 cf. idem, pg. 93.

11 cf. idem, pgs. 93 e 94.

BIBLIOGRAFIA

- JOBIM, A.J.G., *A Macrodinâmica de Michal Kalecki*, Rio de Janeiro, Graal, 1984
- KALECKI, M., *Teoria da Dinâmica Econômica*, São Paulo, Abril Cultural, Coleção Os Pensadores, 1986
- KEYNES, J.M., *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, São Paulo, Nova Cultural, Coleção Os Economistas, 1988
- MIGLIOLI, J., *Acumulação de Capital e Demanda Efetiva*, São Paulo, T.A. Queiroz, 1987
- MINSKY, H.P., *John Maynard Keynes*, New York, Columbia University Press, 1975
- POSSAS, M.L., *Dinâmica da Economia Capitalista: uma Abordagem Teórica*, São Paulo, Brasiliense, 1987
- POSSAS, M.L. e BALTAR, P.E., *Demanda Efetiva e Dinâmica em Kalecki*, in: "Pesquisa e Planejamento Econômico", 11(1), Abril de 1981