

## **Crédito, capital e o finance-funding: Hilferding antecipou Keynes?**

André Luis Campedelli e Pedro Rossi

Respectivamente Professor da Unip, doutorando em Economia pelo IE/Unicamp, mestre em Economia Política pelo PEPGEP da PUC-SP e bolsista do Programa de Excelência Acadêmica da CAPES.; Professor do IE/Unicamp, Pesquisador do CECON/Unicamp

### **Resumo**

A teoria do *Finance-Funding* é uma importante contribuição da teoria pós-keynesiana a partir dos escritos de Keynes. A diferenciação da natureza dos financiamentos de curto e de longo prazo, o papel do sistema bancário e a institucionalidade necessárias para esses processos se apresentam como um instrumental teórico significativo para pensar o desenvolvimento econômico. Esse artigo busca recuperar os aspectos gerais dessa teoria e mostrar suas semelhanças com os escritos sobre “crédito de circulação” e o “crédito de capital” de Hilferding, autor da tradição marxista. Conclui-se que apesar de diferenças pontuais há semelhanças importantes entre os dois autores o que reforça as possíveis aproximações entre as visões marxista e keynesina no que se refere às interpretações do papel da moeda, do crédito e do capital.

### **Abstract**

The Finance-Funding theory is an important contribution of Post Keynesian theory from Keynes' writings. The differentiation of the short and long term financing nature, the banking system role and the necessary institutionality for those process are presented as significant theoretical instrument to reflect upon the economic development. This paper aims to recover the general aspects of this theory and shows its similarities with the “circulation credit” and “capital credit” from Hilferding writings, author of Marxist tradition. It is concluded that, despite specific differences there are important similarities between the two authors that reinforces the possible approaches between the Marxist and Post Keynesian visions regarding the interpretations about currency role, credit and capital.

### **Palavras-chave**

Moeda - Crédito de circulação – Crédito de capital – *Finance – Funding*.

## **Keywords**

Money – Circulation credit – Capital credit – Finance – Funding.

## **Introdução**

A teoria do Finance-Funding é uma importante contribuição da teoria pós-keynesiana a partir dos escritos de Keynes. A diferenciação da natureza dos financiamentos de curto e de longo prazo, o papel do sistema bancário e a institucionalidade necessárias para esses processos se apresentam como um instrumental teórico importante para pensar o desenvolvimento econômico. No campo pós-keynesiano, no entanto, poucos conhecem o trabalho de Hilferding que, décadas antes e por meio de outras referências teóricas chegou a formulações próximas as de Keynes.

Nesse contexto, esse artigo busca recuperar os aspectos gerais dessa teoria e mostrar suas semelhanças com os escritos sobre “crédito de circulação” e o “crédito de capital” de Hilferding, autor da tradição marxista. Essa aproximação por um lado, se preocupa em marcar as diferenças inerentes a campos teóricos tão distintos, mas por outro lado, reforça interpretações que transitam entre as visões marxista e keynesina no que se refere às interpretações do papel da moeda, do crédito e do capital.

Para isso, esse artigo apresenta três seções para além dessa introdução e de breves considerações finais. Na primeira seção busca-se analisar o papel da moeda e do crédito, não apenas nas visões de Hilferding e Keynes, mas nas tradições marxistas e pós-keynesianas. Já a segunda seção trata das formulações de Hilferding acerca do “crédito de circulação” e do “crédito de capital” e da teoria do Finance Funding de Keynes. Por fim, a terceira seção busca ressaltar as semelhanças e diferenças entre as teorias de funcionamento do crédito nas duas visões.

### **1 – Moeda e Crédito em Hilferding e Keynes.**

O objetivo desta seção é elencar as principais características das teorias marxista e pós-keynesiana sobre a função da moeda e a origem do crédito na economia. Isto servirá de base para a consolidação da explicação do funcionamento do sistema bancário dentro da lógica capitalista.

Hilferding tem sua base de teoria monetária apoiada na visão clássica marxista. Segundo Brunhoff (1976), Marx apresenta uma teoria que relaciona a produção capitalista

diretamente com o dinheiro, sendo que este é o que determina as relações sociais do sistema. O dinheiro passa a ter um duplo caráter, sendo inseparável da produção, porém com características distintas das outras relações, sendo algo distinto da mercadoria em si. Sua circulação só é possível devido a uma aceitação social, se tornando a expressão das relações de troca.

Marx (2008) define três características próprias do dinheiro: a medida de valor, o meio de circulação e a função própria do “dinheiro” em si. Cada uma destas é que vai explicar o porquê de uma mercadoria ser elevada ao posto de dinheiro devido aos seus determinantes sociais.

Brunhoff (1976) coloca que o dinheiro como medida de valor ou em sua forma preço é o elo de sua origem como equivalente geral. Marx parte de uma simplificação geral, elegendo o ouro nesta etapa como a medida de valor de todas as outras mercadorias, e mede este por seu tempo de trabalho. Nesta etapa, o dinheiro já passa a ser uma mercadoria especial, porém ainda sendo somente um meio de troca em seu valor equivalente. O dinheiro serve como meio de conta das demais mercadorias e o equivalente geral destas.

Como meio de circulação, Marx (2008) explica que existe ao mesmo tempo uma distinção e conexão entre ambas as formas de dinheiro, presentes numa ordem irreversível. De um lado, o dinheiro serve como meio de circulação uma vez que são estabelecidos preços padrões e medidas de valores das mercadorias. De outro lado, somente o dinheiro atuando como meio de circulação que garante as características de medida de valor do dinheiro.

Segundo Brunhoff (1976), ao mesmo tempo em que somente pela aceitação social e definição previa de preços que o meio da circulação existe, o próprio meio de circulação que garante sua aceitação social como medida de valor, evidenciando a contradição de sua existência.

A última função, dinheiro como “dinheiro”, parte do entesouramento para o seu entendimento. Segundo Brunhoff (1976), entesourado, este não funciona como sua função ideal de medida de valor nem consegue ser capaz de representar seu papel na função de circulação. O dinheiro é utilizado unicamente devido a vontade das pessoas em possuir o dinheiro em sua posse. É o desejo de se ter dinheiro somente pelo fato deste ser dinheiro.

Para Hilferding (1981) o dinheiro passa a assumir a função de meio de pagamento no momento em que ocorre o hiato entre a transferência da mercadoria ao seu comprador e sua conversão em dinheiro. O dinheiro passa a assumir o papel social de circulação de mercadorias com o objetivo de finalizá-lo. Quando a mercadoria entra em circulação antes que seu valor seja convertido em dinheiro, passa-se a existir uma relação privada dívida que se encerra com a efetivação do pagamento desta. Forma-se na economia a figura do credor e do devedor, que intermediam suas relações sociais

com utilização do dinheiro. O dinheiro passa a não ser mais meio, mas o fim do processo de circulação.

A partir deste ponto, segundo Hilferding (1981), o dinheiro deixa de ser somente um elo de ligação que une a circulação de mercadorias e passa a ser a parte essencial do processo. Esta nova função do dinheiro passa a significar um acordo recíproco entre compradores e vendedores em adiar o pagamento, o credor passa a receber uma promessa de pagamento apoiada em uma garantia particular, uma garantia de pagamento futuro. Isto tudo gera um encadeamento, já que o devedor de certa relação pode ser o credor em outra, dependendo inclusive do recebimento desta para cumprir com suas obrigações. Tais obrigações geram a criação de uma moeda fiduciária, que possui garantias privadas, e sua aceitação se dá pela crença em convertibilidade em dinheiro futuro.

Segundo Hilferding (1981), a moeda fiduciária surge da função do dinheiro como meio de pagamento, depois passa a substituí-lo mediante a relação privada entre os agentes. É neste ponto que surge o crédito na economia.

Hilferding (1981) explica que a evolução do sistema capitalista torna mais complexa as condições de circulação e impõe uma prevalência do dinheiro meio de pagamento sobre o dinheiro meio de circulação, com a predominância de pagamentos via moeda fiduciária. Esta, diferente do que ocorre com o dinheiro estatal, se torna independente dos limites impostos pela conversibilidade de ouro existente. Isto faz com que a produção siga o mesmo caminho. A evolução deste e do crédito, que agora ocorre acima da ocorrência de dinheiro “real”, faz com que os limites anteriormente observados fossem ignorados.

A confiança é questão central, portanto, para o funcionamento da dinâmica capitalista, já que o dinheiro fiduciário e a produção decorrente deste só se dá devido a crença dos agentes por sua conversão futura. Hilferding (1981) aponta que este é o motivo de que uma crise comercial acaba gerando conseqüentemente uma crise creditícia. Esta depende basicamente da quantidade de mercadorias e dos preços destas para que a confiança dos agentes se mantenha. Caso ocorra uma redução dos preços, tal confiança é abalada, devido a desconfiança dos agentes em relação ao cumprimento das obrigações dos devedores. A busca por papel moeda do Estado se eleva nestas situações. O movimento contrário também se mostra verdadeiro, já que em épocas de expansão da produção, a busca por moeda fiduciária e crédito se elevam, fazendo com que o papel moeda estatal tenha sua demanda reduzida.

Uma figura nova surge a partir disto, o banco. Hilferding (1981) coloca que este inicialmente serve como intermediário deste processo. Ao invés de notas promissórias individuais,

agora o meio de circulação pode ser feito através de notas bancárias. Os bancos primeiramente atuam como forma de “câmeras de compensação”, facilitando que credores e devedores se encontrem e dinamizem a produção capitalista.

O caminho da definição da moeda em Keynes pode ser visto em sua obra anterior à Teoria Geral. Em *Treatise of Money*, Keynes (2013) classifica as diferentes naturezas da moeda. O autor começa com o que chama ser a origem da moeda como tal, a moeda de conta. Este surge da existência de débitos. A moeda em si, inclusive, surge desta característica particular do dinheiro, de sua capacidade de expressar débitos e preços em contratos e outros bens. A moeda só pode existir dentro da economia atual devido a sua relação com o dinheiro de conta. Isto dá embasamento para Keynes colocar a origem do dinheiro no Estado, ou seja, o reconhecimento de dívidas e contratos só se torna válido com a chancela do Estado nesta relação.

Outra natureza peculiar da moeda é a moeda bancária. Segundo Keynes (2013), esta é o simples reconhecimento de débitos privados utilizados como forma de transação, expressas na forma de dinheiro de conta. Quando o Estado reconhece esta dívida, ou seja, o dinheiro bancário como um próprio débito do Estado, este pode usar de tal para declarar este débito como aceitável para transações, sancionando este como moeda. Isto faz parte do que é chamado de dinheiro representativo, que é parte dinheiro bancário e parte dinheiro estatal.

A análise prossegue com as formas que o dinheiro assume na economia. Keynes (2013) coloca três diferentes categorias: dinheiro mercadoria, dinheiro fiduciário e dinheiro administrado. O dinheiro mercadoria é sua forma como uma mercadoria eleita como meio de troca, cujo preço reflete seus condicionantes de oferta e demanda. O ouro seria um exemplo desta forma. O dinheiro fiduciário é meramente representativo, geralmente feito de papel, criado e chancelado pelo Estado. Este não possui valor por si só e nem lastro com outras mercadorias. A mistura destas duas categorias o dinheiro administrado. Este é similar ao dinheiro fiduciário, com a diferença que este é administrado pelo Estado para possibilitar sua conversibilidade em termos de certo lastro.

A soma de todos estes agregados é o que dá o total da moeda em circulação na economia. Devido a peculiaridades do sistema bancário, que atua com compra e venda de débitos entre si, Keynes (2013) pontua este possui a capacidade de criar constantemente dinheiro bancário, que é o maior influenciador sobre o montante de dinheiro em circulação na economia.

A partir deste ponto, Keynes (2013) aprofunda sua discussão sobre o dinheiro bancário. Este tem origem de duas formas distintas. Pode ser criado a partir de depósitos individuais realizados pelos seus clientes, ou podem ser criados a partir de débitos contra si próprios, aumentando

seus ativos. Este pode ocorrer em favor de um terceiro agente, como é o caso de outro banco ou até mesmo uma pessoa que deseja um crédito para tal, ou feito na aquisição de novos ativos, como aplicações financeiras ou investimento.

Em uma economia fechada sem banco central, tal situação pode parecer sem limites, já que a capacidade do banco de criar moeda bancária a partir de débitos próprios dentro do próprio sistema parece infinito. Porém, devido a atuação do banco central e do montante de reserva de moeda colocada pelos clientes, este mecanismo possui certa rigidez, o que garante uma menor instabilidade do sistema como um todo.

Um último apontamento levantado por Keynes (2013) é sobre a diferença entre os depósitos realizados no sistema bancário, que acabam tendo finalidades distintas. O primeiro seriam os *income deposits*, aqueles realizados pela classe trabalhadora, que ocorrem devido a certa diferença temporal entre o recebimento de suas rendas e o pagamento de suas dívidas. Muito similar a tal, são os chamados *business deposits*, que são aqueles realizados pela classe empresarial devido ao mesmo problema de diferença entre a data de recebimento de seus rendimentos e o pagamento das dívidas das empresas. É possível condensar ambas as categorias numa chamada *cash deposits*, devido a similaridade de suas funções. A última categoria são os *saving deposits*, que seriam aqueles feitos devido a atratividade de rentabilidade de taxas de juros bancárias. Estes são reservas constituídas pelos agentes econômicos, que podem não querer gastar no momento presente, seja em consumo, investimento ou especulação.

Keynes trata com mais propriedade sobre a questão do crédito, incorporando a figura do banco em um de seu artigo Teorias Alternativas da Taxa de Juros. Neste trabalho, Keynes (2010a) coloca que existe certa confusão sobre o conceito de crédito na visão ortodoxa, confundindo o termo com financiamento, empréstimos bancários e com poupança. Quando tratamos de financiamento, este trata de um fluxo de investimento à fundo rotativo que pode ser utilizado quantas vezes for necessário. Neste caso, não existe o pré-requisito de um estoque de dinheiro para ser utilizado como lastro, já que não absorve nem exaure recursos de qualquer natureza. Um maior aprofundamento da questão para o autor surge quando este entra em sua evolução, a partir do sistema *finance-funding*.

Estas são, portanto, as teorias monetárias e da origem do crédito a partir das visões marxistas e pós-keynesianas. A partir de agora iremos abordar a evolução deste dentro da economia capitalista, a partir do desenvolvimento do sistema bancário, mostrando a visão de Hilferding sobre o tema e o sistema *finance-funding* dos pós-keynesianos.

## **2 – Crédito de circulação, capital e o sistema *finance-funding*.**

O objetivo desta seção é observar como se dá a evolução do sistema bancário e a forma de se conceder crédito a partir da visão de Hilferding, e da visão pós-keynesiana, com os comentários posteriores à Teoria Geral e dos autores desta escola econômica.

### **2.1 – Crédito de circulação e crédito de capital.**

Para Hilferding (1981), o processo cíclico do capital se dá em dois estágios de circulação e um de produção. Na esfera da circulação este se apresenta como capital monetário e capital mercantil, e na produção como capital produtivo. O capital monetário é aquele que adquire os meios de produção, paga a força de trabalho e se transforma em capital produtivo. Porém, existe a possibilidade de se comprar os meios de produção à prazo, com a garantia de moeda fiduciária. Neste momento, o crédito passa a constituir papel importante, permitindo com que a produção seja adiantada, não interrompendo o processo de reprodução contínua do capital produtivo. Tal processo permite que o capitalista produza acima do que seu capital próprio permitiria, além de adiantar o processo de produção de novo capital. Caso contrário, este necessitaria esperar o final do circuito do capital industrial para poder iniciar um novo ciclo produtivo.

Hilferding (1981) aponta que, sendo que existe compensação entre os pagamentos, o crédito diminui a necessidade de dinheiro metálico, sendo agora a moeda fiduciária atuando como dinheiro estatal na liquidação dos compromissos. Porém, este circuito de crédito também gera a possibilidade dos capitalistas entesourarem seu dinheiro, devido a necessidade futura que agora os capitalistas possuem de honrar compromissos futuros e também buscando guardar reservas para futura compra de meios de produção. Isto gera o chamado capital ocioso.

Até este momento detalhamos o que seria o crédito de circulação na visão de Hilferding. Este seria uma evolução natural do sistema bancário, onde os agentes deste mercado, sem a necessidade de se utilizar fundos prévios, atuam para dar liquidez ao processo de circulação do capital, antecipando a compra de meios de produção e da própria produção capitalista. Porém, tal processo também gera capital monetário ocioso, que não entra no circuito de produção capitalista. A partir deste ponto é que começaremos a entender a questão do crédito de capital, que vai distribuir estes fundos ociosos buscando dinamizar ainda mais a produção capitalista.

Com a evolução do sistema bancário, segundo Hilferding (1981), o excedente de dinheiro que não vai para a produção acaba indo para os bancos. Neste momento o crédito bancário

substitui o crédito comercial, sendo agora os bancos a realizar tal intermediação. O capital ocioso, antes entesourado, agora passa a ser alocado para capitalistas dispostos à produzir porém que não possuem o capital necessário para tal no momento presente. Agora temos uma nova categoria, o crédito de capital.

Segundo Hilferding (1981), o crédito não faz outra coisa a não ser lançar em circulação a parte do dinheiro não circulante. Isto dinamiza a circulação do capital, impedindo interrupções no processo de circulação, mantendo a produção de mercadorias em um ritmo constante.

Além de tudo isto, o sistema financeiro passa a incorrer em nova função, que é a de juntar o dinheiro de outras classes sociais e o coloca à disposição do processo produtivo em forma de crédito. Assim, o crédito de capital passa a exercer papel fundamental na dinâmica capitalista, sendo responsável não só responsável pela dinamização do processo produtivo, mas passando a ser o maior influenciador da dinâmica capitalista. Isto gera um processo que resulta tanto na concentração bancária quanto na consolidação de um oligopólio industrial.

Vemos, portanto, que existem duas formas distintas de crédito na dinâmica capitalista segundo Hilferding. A primeira, o crédito de circulação, atua no curto prazo, sem a necessidade de fundos prévios, e que facilita o processo de circulação contínua do capital. O crédito de capital atua mais na área de investimentos, utilizando a parcela ociosa do capital monetário, juntando a poupança de todas as classes sociais disponíveis através do sistema bancário, e passa a realocar tais recursos para capitalista que procuram recursos para sua produção. Nesta segunda etapa, o capital a crédito passa a comandar o processo de produção capitalista, sendo este o responsável pela dinâmica como um todo.

## **2.2 – O sistema *finance-funding*.**

No caso pós-keynesiano, podemos observar primeiro como se dá a evolução do sistema bancário. Segundo Chick (2010), com o passar do tempo, os bancos passaram a contar com uma maior confiança do público. Isto gerou tanto uma redução do número de concorrentes, mais uma elevação do tamanho das empresas do ramo. A partir deste momento, os bancos passam a emprestar sem a necessidade de poupança prévia.

Porém, este sistema se encontra em constante evolução, como coloca Chick (2010), e começa-se numa etapa posterior a ocorrer o uso eficiente das reservas bancárias como um todo. Passa-

se a observar o sistema como um todo, ao invés da maneira individual. A interligação bancária permite tal movimento.

Isto também dá a margem para que os bancos possam tomar mais riscos, alongando suas dívidas, tornando os empréstimos não somente derivados da capacidade de curto prazo do banco, mas também devido a solidez de longo prazo que este banco possui.

Portanto, como coloca Keynes (2010a), vai existir dois tipos de empréstimo, um ligado ao curto prazo, que não depende de reservas, e um ligado a uma poupança prévia, isto está referido a um estoque de dinheiro previamente acumulado. Cada novo investimento possui uma nova poupança ligada a ela, sendo utilizada uma única vez e com utilização dos recursos somente sendo repostos num segundo momento.

Resende (2007) coloca que o financiamento para Keynes é dividido em duas etapas. A primeira seria referente ao investimento planejado, momento anterior ao multiplicador, que corresponde ao crédito de curto prazo demandado, mais destinado a financiar a produção de bens de capital. Porém, o investimento propriamente dito, que corresponde a poupança criada pelo multiplicador de gastos, consolida as dívidas de curto prazo, transformando-as numa relação de longo prazo, permitindo a continuidade do processo de investimento.

Isto dá a base para o chamado circuito *finance-funding* que mostra a diferença entre o crédito que não necessita de fundos para ser fornecido e aquele que necessita de recursos para tal.

O autor se aprofunda num texto do mesmo ano, chamado A Teoria *Ex Ante* da Taxa de Juros. Keynes (2010b) coloca que o investimento normalmente ocorre *ex ante*, já que as decisões devem ser tomadas e o crédito ou financiamento do projeto deve ocorrer bem antes do processo efetivo do investimento. Porém, não existe a necessidade de que os empresários decidam ao mesmo tempo o quanto irão poupar de sua renda futura e o quanto planejam gastar no aumento de sua produção. Isto nem seria possível, pois o empresário não é capaz de assegurar com certeza sobre sua lucratividade futura.

Keynes (2010b) explica como se dá este financiamento a partir da noção de taxa de juros *ex ante*. O empresário quando investe precisa se assegurar de dois pontos: primeiro que este pode obter recursos suficientes no curto prazo enquanto o investimento é realizado, e segundo que este poderá financiar suas obrigações de curto prazo via um empréstimo de longo prazo. Neste caso, o fator determinante para a oferta de crédito é o estado presente das preferências pela liquidez. Isto significa que os recursos serão dispostos aos empresários não devido a quantidade de recursos em

estoque disponível, mas sim pelo nível pelo qual os bancos estão dispostos à abrir mão de possuir moeda em suas posses.

Para Keynes (2010b) financiamento constitui essencialmente um fundo rotativo, sem se empregar a poupança em sua atividade. É apenas uma mudança contábil que acontece entre bancos, que no agregado do sistema como um todo nada se modifica.

Este pode ser caracterizado pelo que ficou conhecido como a parte *finance* do crédito para investimento. Esta é aquela que não necessita de poupança prévia, e com maior eficiência nas transações de curto prazo.

Segundo Studart (1995), numa economia empresarial poupança não financia todo o investimento, sendo que este precede a própria poupança. Somente nos momentos mais anteriores do sistema bancário em que os bancos dependiam de uma poupança prévia para realização de empréstimos e concessão de crédito. No estágio atual, com a importância da moeda bancária e seu poder de troca, tal realidade não faz sentido. Sendo assim, a parcela na qual o próprio sistema bancário fornece dinheiro aos investidores sem a necessidade de fundos prévios é o chamado momento *finance* do circuito de financiamento.

Para Carvalho *et. al* (2000), o produtor somente necessita de meios de pagamento para iniciar o processo de investimento. Para tal, pode-se utilizar três meios básicos: ativos monetários previamente acumulados, emissão de obrigações securitizadas ou tomando empréstimos bancários. Este último item, num sistema bancário moderno, não necessita de poupança prévia, já que os bancos possuem capacidade de criar depósitos através de operações bancárias. Os financiamentos, portanto, se dá totalmente neste momento pela expansão de depósitos, sendo que a disposição de emprestar dos agentes deste mercado é que vai definir a quantidade de crédito na economia. Este é o momento *finance*.

Porém, Keynes alerta para uma especificidade em relação a questão que faz com que uma parte necessariamente precise abrir mão temporariamente de sua liquidez para realizar tal procedimento. Esta seria o que é descrito como *funding*.

Segundo Keynes (2010b), existe certo espaço de tempo entre a data que o empresário consegue os recursos via crédito e aquele no qual o investimento é efetivado onde ocorre uma demanda adicional por liquidez sem que nova oferta desta se manifeste. Isto significa que para suprir tal cenário, os ofertantes necessariamente terão que renunciar sua liquidez para que os demandantes se sintam confortáveis para continuar com seu empreendimento. Este é suprido pelos bancos, que reduzem neste interim seus montantes em moeda, mas visando no futuro uma recomposição desta.

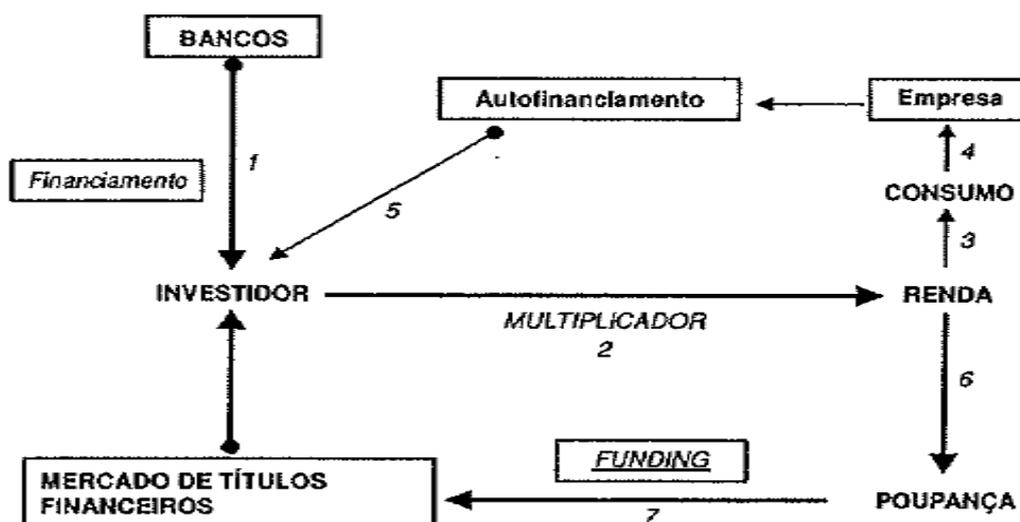
Davidson (1986) coloca esta questão de maneira mais clara. Numa economia monetária, as empresas compram equipamentos de firmas especializadas para a produção de suas próprias pesquisas específicas. Porém, a manufatura destes bens de capital, costumam levar mais tempo para sua finalização que os demais. Por isto, são assumidos contratos longos, que garantam ao mesmo tempo que a venda deste equipamento como o pagamento deste no longo prazo. Caso o comprador não possua liquidez suficiente pra honrar seus compromissos, ele vai necessitar de fundos externos para tal. Será necessária a atuação de bancos de investimento que garantam o pagamento destas obrigações no longo prazo. Porém nesta negociação de longo prazo, o banco não pode se utilizar da tática de curto prazo, necessitando agora de uma reserva *ex-ante*, o *funding* na visão pós-keynesiana.

Segundo Studart (1995), *funding* é o processo de transformação das obrigações de curto prazo em dívidas de longo prazo. É o que permite as empresas a lidar com os problemas de financiamento de equipamentos de longa durabilidade.

Carvalho *et. al* (2000) coloca que existe duas formas de se entender a poupança na economia na visão de Keynes. Existe a *ex-post*, que significa qualquer superávit financeiro representando a diferença entre renda e consumo, e a desejada, que representa a decisão de comprar ativos financeiros para preservação de valor no tempo. Esta última seria a chamada propensão a poupar que Keynes coloca na Teoria Geral. Esta é que está sendo alocada em forma de títulos de longo prazo de empresas, gerando um fundo que pode ser utilizado para investimentos de maior tempo de maturação, gerando liquidez ao sistema financeiro. Assim temos o que é chamado de *funding* dentro da teoria pós-keynesiana.

Em resumo, De Paula (2013) coloca que numa economia empresarial, a visão de Keynes é que a poupança não é condição previa para a realização de investimento. Por esta razão é que este, mesmo sendo contabilmente idêntico ao nível poupado, é induzido pelas expectativas empresariais de longo prazo em relação a lucratividade futura. A oferta de financiamento, portanto, deriva do desejo dos bancos em criar crédito. Esta possui duas etapas, a primeira na qual a demanda por moeda provida pelo setor bancário permite a implementação do investimento, que seria o momento *finance* e a segunda no qual uma poupança prévia é utilizada para consolidar as dívidas com investimento, que seria o momento *funding*. Portanto, o *funding* seria a transformação da dívida de curto prazo em obrigações de longo prazo, que faz com que as obrigações financeiras das firmas se tornem compatíveis com o retorno esperado dos investidores.

Figura 1 – Circuito *Finance-Funding*.



Fonte: Carvalho et. al, 2000, p. 397

A figura 1 acima mostra o resumo do circuito *finance-funding*. O investimento pode ocorrer sem a necessidade de poupança prévia, seja via financiamento bancário ou por autofinanciamento, ou por uma reversa desejada, que se encontra no mercado de títulos financeiros. A grande diferença é que, usualmente os investimentos de maior maturação são realizados via *funding*, enquanto os de menor prazo são realizados via *finance*.

Assim que se da a visão entre a questão de crédito tanto na visão Marxista quanto na visão pós-keynesiana. A partir de agora iremos abordar tanto as diferenças quanto as semelhanças entre ambas escolas.

### 3 – Semelhanças e diferenças entre as visões de Hilferding e Keynes.

Conforme desenvolvido nas seções anteriores, há aproximações evidentes nas teorias de Hilferding e Keynes. Nesta seção aprofundaremos o comparativo entre as visões de Hilferding e Keynes sobre suas teorias de crédito tanto em relação a origem de suas teorias quanto ao funcionamento do mecanismo de crédito no sistema capitalista.

Carneiro (2009) coloca a teoria marxista melhor explicada por Hilferding e o circuito *finance-funding* de Keynes como esquemas analíticos seminais, pouco compreendidos e utilizados atualmente. Coloca que é possível caracterizar ambos como um binômio, já que na primeira visão temos o crédito de circulação e o crédito de capital e no segundo temos a separação entre o financiamento e o fundo para investimento.

Começamos a análise a partir das semelhanças entre ambas as visões. Tanto Hilferding (1981) quanto Keynes (2010b) separa o crédito em duas partes. A primeira é fruto de movimentações financeiras entre os diferentes agentes do sistema bancário. Este é utilizado primordialmente para o cumprimento das obrigações de curto prazo dos empresários. O crédito de circulação de Hilferding e o *finance* de Keynes cumprem papel semelhante, de fornecer liquidez para a produção sem se utilizar o estoque de dinheiro disponível na economia capitalista.

A segunda tem em comum a necessidade de certo fundo monetário a ser utilizado pelo sistema bancário para tal. Tanto o crédito de capital quanto o *funding* necessitam que o sistema bancário abra mão de dinheiro por certo período de tempo para fornecer a liquidez necessária. No caso de Hilferding (1981) seria para ampliar a capacidade produtiva do capital, para Keynes para alongar os passivos de curto prazo dos empresários para o longo prazo.

Aqui começamos a observar uma primeira diferença entre ambas às visões. Mesmo sendo mais plausível que o *funding* de Keynes (2010b) seja utilizado para investimentos com maior tempo de maturação, este na verdade somente coloca a necessidade de alongamento de compromissos de curto prazo, enquanto para Hilferding (1981) esse fundo tem função específica, aumentar a capacidade produtiva. A questão temporal também aparece em outro ponto de divergência entre as teorias.

A teoria de crédito de Keynes, segundo Carvalho (1997), coloca uma distinção entre suas obrigações de curto prazo e de longo prazo. Neste curto prazo, o empresário precisa obter recursos de curto prazo suficiente durante o período de produção do investimento, enquanto no longo prazo este necessita de fundos que permitam alongar seus compromissos de curto prazo para um prazo maior. Existe certa necessidade temporal nesta questão, já que a maturação do investimento pode ser longa, o que faz com que sua preferência pela liquidez seja elevada neste período.

Em Hilferding, não vemos esta questão temporal. Germer (1994) coloca que a distinção está na função do sistema bancário. É necessário que parte deste crédito seja destinada para as operações monetárias rotineiras do capitalista, enquanto outra parte deve ser destinada para administrar o capital monetário do conjunto dos capitalistas, reativando as parcelas inativas e entesouradas, realocando estes recursos para capitalistas que busquem ampliar sua produção capitalista.

Para Hilferding, o crédito de circulação aparece como mera transferência contábil enquanto o crédito de capital como recursos inativos que são realocados entre os capitalistas que queiram utiliza-lo prontamente. Já para Keynes, a questão passa mais pela preferência pela liquidez,

já que no curto prazo o sistema bancário não necessita abrir mão de dinheiro para realizar empréstimo, somente fazendo isto em prazos mais longos.

A diferença parece estar na maneira como os autores chegam em suas conclusões acerca do tema. Enquanto Keynes (2010b) parte da preferência pela liquidez para explicar a concessão de crédito no sistema econômico, Hilferding (1981) sai da visão marxista de dinheiro, entendendo esta como parte do processo de reprodução do capital e realiza suas observações a partir da própria necessidade do sistema em se expandir constantemente da maneira mais rápida possível.

Outro ponto de divergência a ser analisado neste trabalho é em relação à origem destes fundos a serem utilizados em certas categorias de crédito. Segundo Carvalho (1997), na visão de Keynes pouco importa a discussão que este tinha com os ortodoxos sobre a necessidade de fundos para financiamento dos investimentos, pois o agente formador destes fundos era justamente em sua fase inicial o investimento previamente realizado. É o investimento que gera a poupança, devido a sua capacidade deste gerar renda via multiplicador. O problema do estoque, portanto, não existe para o *finance* em um primeiro momento. O estoque que serve como o *funding*, portanto, sai da decisão de poupar dos agentes econômicos. O próprio ato de poupar, entretanto, tem ligação direta com o ato de investir no primeiro momento. O resultado é que, seja em forma de fluxo ou em estoque, o que temos é que a poupança só é possível devido ao ato inicial de investir.

Para Hilferding (1981), a origem deste fundo tem a ver com a característica do dinheiro em si, que é o objetivo final da produção capitalista, o que leva inclusive a alguns capitalistas a realizar o ato de entesouramento. Segundo Gemma (1994), com a evolução do sistema bancário, este passa a centralizar e redistribuir estes recursos antes inutilizados temporariamente dentro do sistema econômico, repassando para outros empresários. A origem do fundo a ser emprestado pelo autor, portanto, parte da vontade dos agentes de possuir dinheiro em sua posse, pelas próprias características da moeda em si.

Vemos, portanto, que nesta questão novamente o grande diferencial para estas pequenas mudanças de entendimento partem da origem de análise dos autores. A visão de Keynes, que desejava refutar os argumentos ortodoxos por dentro, sai da questão do multiplicador e da atuação dos agentes, devido a suas expectativas, no fato de poupar ou não moeda. E mesmo assim, o volume poupado só tende a aumentar quanto maior for o investimento. Na visão marxista, o entendimento passa mais por questões de entendimento sobre o dinheiro como parte integral do processo de produção capitalista, suas peculiaridades e sua atuação na economia como um todo. A necessidade passa a ser não permitir que exista dinheiro parado, que o capital se amplie da maneira mais rápida possível para atender à lógica intrínseca do sistema.

Mesmo assim, as diferenças são muito sutis neste caso, já que o próprio Keynes coloca que o objetivo máximo da produção capitalista é a obtenção de moeda. O investimento só ocorre devido a vontade do empresário em conseguir lucros futuros. Portanto, a diferença maior mesmo está na questão metodológica de ambas as escolas, acabando por fazer um diagnóstico muito parecido também nesta questão.

Um último ponto fundamental na questão é que Keynes coloca tal situação do sistema *finance-funding* como uma consequência natural, fazendo parte da evolução do sistema financeiro como um todo. Como teorizado por Chick (1993), a evolução do sistema bancário torna possível a utilização dos passíveis de maneira eficiente, sendo que os fundos emprestáveis sejam utilizados para a concessão de crédito na economia.

A visão de Hilferding coloca o poder que o sistema bancário e financeiro ganha com tal situação. A partir do ponto em que os bancos agem como captador do capital ocioso de todas as classes sociais, e utilizam suas reservas para gerar investimentos na economia, estes passam a ter poder sobre todo o processo de circulação do capital, definindo inclusive quais são os investimentos a serem realizados. Isto gera uma concentração de poder neste setor, que passa a gerar oligopólios tanto no setor financeiro quanto no setor industrial. A característica própria desta lógica é que torna a consequência posterior do processo, a financeirização da economia capitalista.

Temos, portanto, algumas pequenas diferenças entre a visão de ambos os autores, mas com mais semelhanças entre ambos nos finais. A grande parte destas divergências se encontra no fato de serem escolas econômicas distintas, com metodologia e visão com suas próprias peculiaridades. Porém, mesmo em locais diferentes no tempo e com arcabouço tão distinto, o resultado final é muito semelhante entre ambas as teorias abordadas neste trabalho.

## **Conclusão**

A teoria marxista da moeda explica suas funções a partir do processo de circulação das mercadorias, evidenciando as especificidades do dinheiro em relação às demais, o que o torna o objetivo final da produção capitalista. Este passa a comandar as relações sociais e econômicas da sociedade e sua reprodução acelerada passa a ser essencial neste contexto.

O crédito surge nesta visão como forma de acelerar o processo de reprodução e ampliação do capital, fazendo com que seja possível para os capitalistas manterem sua produção sem a necessidade prévia da posse do dinheiro além de tentar garantir que o dinheiro seja utilizado como

capital, não sendo entesourado pelos agentes do sistema. Este serve, portanto, para manter o capital em circulação constante, acelerando e ampliando constantemente o capital.

Nesta visão, o crédito possui dupla função, uma função de circulação e uma função de ampliação do capital. O crédito de circulação realiza a primeira parte, garantindo a manutenção da produção capitalista, sem que sejam exauridos recursos do sistema bancário, realizando somente trocas contábeis entre os agentes deste. Porém, no caso do crédito de capital, que garante a segunda parte, é utilizado os recursos inativos dos capitalistas, que ao invés de entesourar seu dinheiro, depositam nos bancos, que utilizam tal fundo para garantir a ampliação do capital no sistema econômico.

Keynes já possui uma visão distinta da moeda, colocando esta como possível devido à chancela do Estado, mas elencando esta como o objetivo de todos os empresários a realizar sua produção. O autor também admite a presença de uma moeda bancária, que criada de forma privada pelo sistema bancário como um todo, sendo importante para o entendimento da questão monetária como um todo.

Na sua teoria de crédito, Keynes coloca a existência de dois tipos distintos deste: Um que é utilizado no curto prazo para começar o processo produtivo e o investimento inicial, chamado *finance*, e um que serve para alongar os compromissos de curto prazo, chamado *funding*. O primeiro não necessita que os agentes fornecedores abram mão de sua liquidez para seu fornecimento, já que para o sistema bancário no agregado este não passa de uma mera manobra contábil, não mudando nada em termos gerais. Já a segunda categoria faz com que necessariamente alguém abra mão de sua liquidez, mesmo que por certo tempo, para tal. Enquanto o primeiro está mais ligado a obrigações de curto prazo, o segundo é mais presente em necessidades de longo prazo dos empresários.

Vemos diversas semelhanças entre ambas às teorias, primeiro em uma separação em duas categorias de crédito, um mais utilizado para os problemas diários e de circulação das empresas enquanto o segundo está mais ligado a questões de ampliação da produção capitalista. Porém, algumas divergências ocorrem quando comparadas ambas as visões.

As diferenças vêm em boa parte da questão de diferentes pontos de partida das duas teorias. Enquanto Hilferding parte da visão marxista sobre o entendimento da questão, a tradição de Keynes e dos pós-keynesianos buscava uma quebra de paradigma da visão ortodoxa, sendo que seus apontamentos são muitas vezes respostas a velha tradição economia.

Questões como a temporalidade, a origem dos fundos a serem utilizados no longo prazo e o poder que tal situação podem gerar ao sistema financeiro são abordados de maneira diferente nas duas visões, mas mesmo assim, a semelhança é grande em ambos os casos.

Portanto, vemos que ambos os autores têm respostas muito semelhantes a mesma questão, sobre como se funciona o crédito na economia capitalista. Hilferding escreve em um momento anterior à Keynes, e parte de uma visão marxista, enquanto Keynes, a partir da quebra de paradigmas da ortodoxia chega as mesmas conclusões posteriormente. Ambas as teorias apresentam semelhanças, mostrando forte convergência de visão de funcionamento do mecanismo de crédito e do sistema bancário como um todo.

## **Bibliografia**

BRUNHOFF, S. **Marx on Money**. New York: Urizen, 1976.

CARNEIRO, R. O financiamento da acumulação de ativos (um esquema analítico). **Texto para discussão, IE/Unicamp**, nº 167, Set/2009.

CARVALHO, F. J. C. et al. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. 4. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000

CARVALHO, F.J.C. Financial innovation and the Post Keynesian approach to the “process of capital formation”. **Journal of Post Keynesian Economics**, Cambridge, v. 19, nº 3, p. 461-487, Spring 1997.

CHICK, V. **Sobre moeda, método e Keynes: Ensaios escolhidos**. Campinas: Unicamp, 2010.

DAVIDSON, P. Finance, funding, saving and investment. **Journal of Post Keynesian Economics**, Cambridge, v. 9, nº 1, p. 101-110, Fall 1986.

DE PAULA, L.F. Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro. **Revista Estudos Economicos**, São Paulo, v. 43, nº 2, p. 363-393, Abr/Jun 2013.

GEMMA, C.M. O Sistema de Crédito e o Capital Fictício em Marx. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, p. 179-201, 1994.

HILFERDING, R. **Finance Capital: A study of the latest phase of capitalism development**. London: Routledge & Kenan Paul, 1981.

MARX, K. **O Capital – Crítica da Economia Política: Livro I, Volume I**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 26. Ed, 2008.

KEYNES, J.M. Teorias Alternativas da Taxa de Juros. In: IPEA. **Clássicos da Literatura Econômica: Textos Selecionados de Macroeconomia**. 3. Ed. Brasília: Ipea, 2010a.

KEYNES, J.M. A Teoria Ex Ante da Taxa de Juros. In: IPEA. **Clássicos da Literatura Econômica: Textos Selecionados de Macroeconomia**. 3. Ed. Brasília: Ipea, 2010b.

KEYNES, J.M. **A Treatise on Money**. Cambridge: Cambridge University Press, 3. Ed, 2013.

RESENDE, M.F.C. O circuito *finance-investimento-poupança-funding* em economias abertas. **Revista de Economia Política**. v.28, n. 1, p. 136-154, Jan/Mar 2007.

STUDART, R. The efficiency of financial system, liberalization and economic development. **Journal of Post Keynesian Economics**, Cambridge, v.18, nº 2, p. 269-292, Winter 1995.