

# DO IMAGINÁRIO AO REAL: OS DOIS “MUNDOS” DE IRVING FISHER, O “GREAT-GRANDPARENT” DE KEYNES.\*

FABIANO ABRANCHES SILVA DALTO  
Universidade Federal do Paraná

## 1. Introdução

Muitas vezes na história do pensamento econômico aconteceu de pesquisadores, sem contato entre si, formularem conceitos ou esquemas teóricos semelhantes. Podemos citar os já famosos exemplos da concorrência imperfeita de Joan Robinson e de Chamberlin, e o princípio da demanda efetiva de Kalecki e de Keynes. Aqui, vamos tratar da possibilidade de o conceito de Preferência pela Liquidez de Keynes ter sido formulado antes dele por Irving Fisher.

Keynes, em uma das vezes que se referiu a Irving Fisher o chamou de seu tataravô (*Great-Grandparent*): “no que me diz respeito acredito, olhando para trás, que foi o Prof. Irving Fisher o tataravô que primeiro me influenciou fortemente quanto a encarar o dinheiro como um fator ‘real’”. (Keynes 1987, p.148). Para Kregel (1988, p.67, grifo adicionado), “Fisher remains a distant ancestor of the Keynes of the General Theory only to the extent that his work provoked Keynes into developing a theory in which money was a real factor in investment”. Segundo Kregel, Fisher teria despertado em Keynes a necessidade de desenvolver uma teoria consistente do investimento para uma economia monetária, o que estava ausente mesmo nos trabalhos de Irving Fisher. Kregel se concentra em mostrar que o conceito de eficiência marginal do capital de Keynes é distinto do conceito de “retorno sobre o custo” de Fisher (Kregel 1988, pp.64-66). Além disso, Kregel mostra, também, que o conceito de eficiência marginal do capital tem sua origem numa crítica de Sraffa à teoria do capital de Hayek (Kregel 1988, p.67).

Neste artigo, pretendemos mostrar que Fisher pode ter se antecipado a Keynes ao ver uma outra maneira em que o dinheiro afeta o mundo real, através da preferência pela liquidez. Não temos condições de afirmar que Keynes tenha se baseado em Fisher para formular tal conceito, mas, como veremos, Fisher sabia que no mundo real, dinheiro importa, precisamente porque este mundo é incerto.

O artigo aproveita-se da estrutura de apresentação da teoria dos juros de Fisher, que será feita através de três aproximações. Assim, além dessa introdução, há um segundo tópico em que se discutem os principais conceitos de Irving Fisher, como renda, preferência no tempo e oportunidades de investimento. Esses conceitos foram apresentados dentro do que Fisher definiu como suas primeira e segunda aproximações à teoria do juro, o que chamaremos de seu “mundo imaginário”. As duas primeiras aproximações não incluem a incerteza, por isso sua formulação está de pleno acordo como a teoria neoclássica, e sujeita às várias críticas recebidas por isso (Maclachlan 1993). Nessas duas primeiras aproximações, todos os preceitos neoclássicos de comportamento racional maximizante, de atomismo e equilíbrio, são assumidos pelo autor. No terceiro tópico discutiremos a terceira aproximação de Fisher, que corresponde a nossa definição de “mundo real”. A terceira aproximação é a que Fisher considera mais realista, na medida em que introduz a incerteza - em relação ao valor do dinheiro numa data futura, o que denominou “ilusão monetária”<sup>1</sup> - na análise. A introdução da incerteza impede a precisão da formulação

matemática<sup>2</sup>, só realizável, segundo Fisher, no ambiente “imaginário” das duas primeiras aproximações. Na opinião de Fisher, não se pode tratar “cientificamente” o mundo real. Mesmo assim, ele, a meu ver, provê sugestões sobre a preferência pela liquidez, semelhante ao que seria definido na Teoria Geral por Keynes. Por fim, apresenta-se algumas notas conclusivas.

## 2. O Mundo Imaginário de Fisher

Todos os autores que, implícita ou explicitamente, aceitaram a Lei de Say formularam sua teoria do investimento como dependente da decisão de poupança (renda/produto menos consumo) da sociedade. Como afirmou um dos maiores líderes neoclássicos,

“Se quisermos que seja possível um aumento do capital, evidentemente é preciso subtrair ao consumo no presente uma cota ainda maior de forças produtivas disponíveis no período corrente, sendo que essa cota deve ser destinada a servir o futuro.” (Böhm-Bawerk 1986, p.132).

Como qualquer teoria de preços neoclássica, o entrelaque da oferta e demanda por empréstimo resulta numa determinada taxa de juro. Por outro lado, a taxa de poupança e a demanda por empréstimo dependem da taxa de juro do mercado. Essa seria, em síntese, a teoria neoclássica da taxa de juro. Contudo, deve-se reconhecer algumas diferenças importantes entre cada formulação específica (Maclachlan 1993). Por isso, segue uma conta dos principais conceitos desenvolvidos por Fisher e importantes para a determinação da taxa de juros em sua teoria.

### 2.1 Renda-Prazer, Renda Real e Renda Monetária

Segundo Fisher (1986, p.13), o elemento básico sobre o qual o agente toma decisões é a renda. Essa é definida como “uma série de eventos”. Essa série de eventos é sentida subjetivamente pelos agentes. São “as experiências psíquicas da mente individual” (Fisher 1986, p.13), as quais o autor denomina renda-prazer (para ele, a essência da atividade econômica). Para efeitos de medição e teorização, a renda-prazer, por não ser mensurável, deve dar lugar à renda real, que consiste “*naqueles eventos finais no mundo externo que nos proporcionam prazeres internos*”. (Fisher 1986, p.14). Para Fisher, uma aproximação bastante aceitável da renda-prazer.

Entretanto, o que os indivíduos recebem de fato é a renda monetária, que pode ser maior que a renda real (ou o que foi comprado para consumo ou realização da renda-prazer), resultando em formação de poupança. Se ocorrer o contrário, isto é, a renda monetária for menor do que a renda real, haverá neste caso uma tomada de empréstimo. Em termos globais, a renda monetária é igual à renda real, a menos que haja uma mudança no valor do padrão monetário.

A variação dos preços e de seu nível é determinado em Fisher pela Teoria Quantitativa da Moeda. A não-previsibilidade de um aumento da oferta monetária - portanto, da inflação - levaria a uma redução da taxa de juros reais e, por conseqüência, a uma melhora das condições para os devedores. Por outro lado,

“a influência de tais mudanças [valorizações ou desvalorizações] no poder de compra do dinheiro, sobre a taxa monetária de juro, será diferente, dependendo da mudança ter sido ou não *prevista*. Se não é claramente prevista, uma mudança no poder de compra do dinheiro não afetará muito, de início, a taxa de juro expressa em termos de dinheiro. Em lugar disso, se a mudança é na direção da valorização, prejudicará o devedor, porque reembolsar o principal da sua dívida custar-lhe-á mais bens do que nem ele ou seu credor anteciparam (...)”. (Fisher 1986, pp.31-32).

Esse é o processo conhecido como deflação dos ativos, o qual mostraria as relações dos mercados monetários e reais para Fisher.<sup>3</sup>

Apesar das transações monetárias poderem ser um empecilho para a verdadeira medida da renda, a renda-prazer, Fisher afirma que a “renda total de uma pessoa é apenas sua *renda-prazer* desde que sejam incluídos os créditos e débitos de seu próprio corpo”. (Fisher 1986, p.23). Ou seja, ele considera, pelo menos nas duas primeiras aproximações, que as variações monetárias serão plenamente previstas ou não ocorrerão.

A taxa de juro será, então, “um prêmio percentual sobre bens presentes em relação aos bens futuros do mesmo tipo”. (Fisher 1986, p.31). Isso significa que a demanda futura de um bem particular já está, hoje, definida. Isto é, o investidor sabe, hoje, qual a quantidade e o tipo de bem que lhe será demandado numa data futura determinada. Por exemplo, se Robinson poupou em trigo hoje, ele sabe que o fez para consumir mais trigo numa data futura determinada, sendo a quantidade que obterá um múltiplo do que poupou determinado pelos juros de todo o período. É nesse ponto que Fisher chega ao que chama de primeiro fator fundamental da taxa de juro. Esse fator é denominado pelo autor de Preferência Temporal ou Impaciência Humana.

## 2.2 *Preferência Temporal ou Impaciência Humana de Gastar: os princípios que regulam a poupança*

A teoria do juro de Fisher é composta por dois elementos. Um é objetivo, denominado de oportunidades de investimento. O segundo é subjetivo, a taxa de preferência temporal, que será objeto de nossa discussão a seguir.

A preferência temporal é formulada no contexto de uma economia sem produção. Ela é o elemento que define a escolha de consumo presente e futuro do indivíduo. O indivíduo tem a renda presente e o fluxo de rendas futuras é certo. Quanto menos da renda presente ele consumir, mais ele acresce à renda futura. Ou seja, é um conceito de transferência de renda de hoje para uma data futura determinada. Dessa forma, a preferência temporal é “o excedente (porcentagem) da utilidade marginal presente de uma unidade a mais de bens presentes sobre a utilidade marginal presente de uma unidade a mais de bens futuros”. (Fisher 1986, p.47). Assim, Fisher formula esse conceito em termos de substitutibilidade intertemporal da preferência de consumo de um mesmo bem.

Entretanto, quais são os fatores que determinam o grau de impaciência (a propensão a poupar), sabendo-se que quanto maior for a impaciência maior o gasto corrente, ou maior a preferência pelo consumo presente ao consumo futuro? A resposta de Fisher recai sobre dois

elementos: a) as características do fluxo de renda, que dizem respeito à sua dimensão, ao perfil temporal, à composição e à incerteza; e b) razões de ordem pessoal (Fisher 1986, p.52).

Em relação à dimensão, quanto menor a renda maior a impaciência em gastá-la, obviamente devido às necessidades prementes do indivíduo, julgadas por Fisher como racionais. Enquanto, por outro lado, haveria um componente de irracionalidade, pois “impedem” o indivíduo de perceber suas necessidades futuras. Então, de modo geral

“pode-se dizer que, em iguais circunstâncias, quanto menor a renda, maior a preferência pela renda presente sobre a futura; isto é, maior a impaciência para adquirir a renda [consumir] o mais cedo possível”. (Fisher 1986, p.53).

O perfil temporal teria efeitos conjuntos com a dimensão sobre a impaciência de gastar. Haveria uma tendência em tornar o perfil temporal constante ou mais suavizado, na medida em que, se a renda apresenta-se crescente, o indivíduo tende a tornar-se mais impaciente, i. e., preferir mais renda presente sobre renda futura. Enquanto que, se o fluxo de renda apresenta-se decrescente, i. e., a renda presente é relativamente mais abundante que a renda futura, o indivíduo tende a ser mais paciente, poupando mais para adicionar à renda futura<sup>4</sup>.

Sobre a impaciência de gastar ainda influiria o risco ou a incerteza quanto à renda futura. Se essa fosse muito incerta, enquanto a renda presente e/ou futura imediata pudesse ser tranquilamente assegurada, haveria uma diminuição da impaciência (o que elevaria a poupança) em prol de se garantir uma renda futura. Porém, Fisher desconsidera esse efeito, na medida em que assume que ainda não há “ilusão monetária”.

Em suma, o fluxo de renda e suas características de dimensão, de perfil temporal e de risco, seriam os fatores objetivos que determinam a impaciência humana em gastar ou sua preferência (inter)temporal.

Fisher arrola, ainda, fatores pessoais na determinação dessa impaciência. Enquanto os fatores objetivos acima listados podem ter efeitos iguais, os fatores subjetivos (pessoais) garantem a heterogeneidade do comportamento dos agentes. Por outro lado, falta à sua teoria uma explicação de como agentes heterogêneos se comportam de modo simétrico, de forma a resultar em um equilíbrio no mercado ou numa taxa de juros única.

Assim são listados a previsão, o autocontrole, os hábitos, a expectativa de vida, o interesse pela vida alheia – como de familiares dependentes - e a moda, como fatores pessoais que determinam a impaciência por gastar. Obviamente, quanto maior o autocontrole, a expectativa de vida, o interesse pela vida alheia e melhor previsão, tanto maior será a paciência ou a poupança - ou ainda, a preferência pela renda futura sobre a presente.

Por esses critérios, da natureza do fluxo de renda e da natureza pessoal, cada indivíduo teria sua própria taxa de impaciência. O mercado de empréstimos é o elo entre os indivíduos de elevada e de baixa impaciências. E é na relação entre ofertantes e demandantes de empréstimo que as taxas de impaciência marginais se igualam.

Sobre o mercado de empréstimos supõe-se que esse opere em concorrência perfeita, isto é, para o emprestador ou o tomador individual a taxa de juro é dada. Tendo essa taxa de juro como parâmetro, os indivíduos ajustam suas taxas de impaciência. Se maiores que a taxa de juro

vigente no mercado, os indivíduos tornam-se tomadores de empréstimos, em um processo que vai crescendo à renda presente até que suas taxas de impaciência se igualem à taxa de juros do mercado. Se menores que a taxa de juro vigente no mercado, os indivíduos tornar-se-ão emprestadores, em um processo oposto ao anterior.

Numa suposta taxa de juro inicialmente dada, se fluir ao mercado mais demandantes do que ofertantes de empréstimo, aquela taxa de juro inicialmente dada não será de equilíbrio e terá de ser elevada.

A igualação da taxa de juros do mercado com a impaciência marginal de gastar, através da cessão ou tomada de empréstimos, corresponde ao princípio da maximização da utilidade. Pois, se um indivíduo tem uma taxa marginal de preferência temporal maior que a do mercado, isto é, se ele está disposto a sacrificar mais de sua renda futura do que o mercado está exigindo, como agente racional, este indivíduo preferirá tomar empréstimo do mercado e sacrificar menos de sua renda futura do que estava disposto, até que sua taxa marginal de preferência temporal iguale-se à taxa de juros do mercado.

A renda/produto só pode aumentar com a produção. Certamente, um indivíduo pode tomar empréstimo para aumentar seu consumo corrente, mas para que possa haver acréscimo à renda os recursos devem ser empregados produtivamente.

Isso nos remete à segunda aproximação de Fisher à teoria do juro, que veremos a seguir, na qual ele acrescenta os princípios da oportunidade de investir, isto é, os fatores que regulam as modificações dos fluxos de renda futuros e a demanda por poupanças.

### *2.3 As Oportunidades de Investir como Determinantes da Demanda por Poupança*

A partir de sua renda disponível, os indivíduos tomam suas decisões de gastar ou esperar segundo os princípios da impaciência humana discutidos antes. O esperar diz respeito ao fluxo de renda futura. O indivíduo, tendo perfeita previsão do fluxo de renda futura, terá de escolher entre os muitos fluxos opcionais, de forma que, sendo ele racional, escolherá aquele de máximo valor presente. Além disso, o agente escolhe entre perfis temporais diferentes, com mesmo valor presente, fazendo trocas entre renda presente e futura através de cessão ou tomada de empréstimos, num mercado financeiro perfeito.

Portanto, a oportunidade de investir diz respeito à escolha dos possíveis usos do capital. A taxa de juro entra aqui como determinante do valor presente máximo, tendo em vista que uma taxa alta tende a favorecer investimentos com retornos de curto prazo, e uma taxa baixa favorece investimentos a longo prazo. Assim,

“Uma mudança nessa taxa pode deslocar o valor presente máximo para alguma outra opção, ou fluxo de renda alternativo, e esse deslocamento tem um efeito sobre a taxa de juro”. (Fisher 1986, p.92).

Fisher estabelece a taxa marginal de retorno sobre o custo como o critério pelo qual o indivíduo escolhe as opções de fluxo de renda a seu dispor. O custo é o de perder o fluxo de renda associado à alternativa que foi preterida, e o retorno diz respeito ao fluxo de renda ganho

com a alternativa escolhida (Fisher 1986, p.101), determinado pelas respectivas produtividades marginais dos diferentes capitais (Fisher 1986, p.111). A taxa de retorno sobre o custo é a taxa de desconto (ou juros) hipotética que iguala os valores presentes dos retornos e dos custos de opções alternativas (Fisher 1986, p.100). A opção escolhida, então, será aquela que apresentar maior taxa de retorno sobre o custo.

“Entre todas as possíveis opções abertas a uma pessoa, uma em especial é escolhida, cuja comparação com qualquer outra opção garante uma taxa de retorno sobre o custo igual ou maior do que a taxa de juro”. (Fisher 1986, p.102).

A igualdade com a taxa de juro deve ser estabelecida - pois se não fosse assim seria melhor emprestar os recursos e auferir a taxa de juro do mercado -, caso a taxa de retorno sobre o custo seja menor que a taxa de juro do mercado. A diferença entre a taxa de retorno sobre o custo e a taxa de juro levaria à substitutibilidade entre opções até que aquelas se tornem iguais.

O princípio é marginal, uma vez que segue a lei dos retornos decrescentes (Fisher 1986, p.102). Na medida em que se vai acrescentando recursos em uma opção (sempre produtiva) os retornos associados a essa opção tendem a cair. Por isso, o fator oportunidade de investir é identificado por Fisher como objetivo, isto é, está relacionado à produtividade marginal técnica de cada investimento (Fisher 1986, p.111).

“A taxa de retorno sobre o custo, comparada com a taxa de juro do mercado, é o nosso guia para sabermos até onde ir na série. Então, alcançamos a taxa marginal de retorno sobre o custo”. (Fisher 1986, p.103).

Falta sabermos como é que se determina a taxa de juros do mercado. Por fim, chegamos à conclusão tradicional da economia neoclássica. A taxa de poupança, determinada pela impaciência em gastar renda, será igualada no mercado pela taxa de investimento, determinada objetivamente pela taxa marginal de retorno sobre o custo. Esse equilíbrio entre demanda e oferta de poupanças resulta na taxa de juros do mercado.

Na formulação até aqui apresentada conclui-se que o “agente fisheriano” é racional maximizador, tomando decisões numa economia sem moeda ou onde esta é neutra, sem incerteza e sem interdependência entre os agentes; na qual cada um toma suas decisões a partir dos preços dados pelo mercado, desconsiderando as ações dos concorrentes.

O axioma da racionalidade do agente, ou seja, maximização, e o ótimo de Pareto, isto é, nenhum indivíduo pode melhorar de situação sem piorar a de um outro, só podem ser alcançados mediante hipóteses de simultaneidade na solução de equações, cujas variáveis deveriam ser independentes e, ao contrário, tornam-se interdependentes. Como vimos, na determinação da taxa de juro os indivíduos fazem suas distribuições de renda presente e futura de acordo com sua preferência temporal e as oportunidades de investir. Do ponto de vista individual, isto é o que determina a taxa de impaciência em gastar e a taxa marginal de retorno sobre o custo. A cessão e a tomada de empréstimos no mercado de capitais igualariam essas taxas até que se determinasse a taxa de juro do mercado. Entretanto, como foi visto, para se determinar a taxa de impaciência e a

taxa marginal de retorno sobre o custo deve-se conhecer o fluxo de renda futuro associado àquela opção. E, para conhecer-se o fluxo de renda, deve-se, antes, saber a taxa de juros do mercado.

“Para o indivíduo, a taxa de juro determina o grau de impaciência, para a sociedade, os graus de impaciência do conjunto de indivíduos determinam ou ajudam a determinar a taxa de juro”. (Fisher 1986, p.79).

Assim, o que deveria estar sendo “explicado”, a taxa de juro, com variáveis “independentes”, só o pode ser através de equações simultâneas, pois as variáveis “independentes” também dependem da variável dependente. Segundo Maclachlan (1993) essa é a crítica feita pelos autores da Escola Austríaca à Teoria dos Juros de Fisher. Nas palavras de Maclachlan (1993, p.34), a Escola Austríaca defende uma perspectiva “essencialista”, que é um procedimento metodológico que provê explicações causais aos eventos. Por isso, Böhm-Bawerk (1959 *apud* Maclachlan 1993, p.34) afirma que “Fisher differs from me in that he does not separate his explanation of the *origin* of interest from that of its rate”.

Além disso, Maclachlan (1993, pp.37-53) mostra que nem a produtividade física marginal do capital<sup>5</sup>, nem a preferência intertemporal de consumo<sup>6</sup> – ao que Fisher, como vimos, chamou de impaciência em gastar ou preferência no tempo – são essenciais para a existência da taxa de juros. Ou, por outras palavras, o fato de existirem esses fatores não implica na existência da taxa de juros.

Fora o fato de haver uma inconsistência interna à teoria neoclássica da taxa de juros apresentada por Fisher, há, ainda, a falta de realismo no tratamento da questão, como é reconhecido pelo próprio Fisher (1986). O reconhecimento de que o mundo é incerto e sua influência na determinação das taxas de juros, não são suficientes para uma teoria completa da taxa de juros. Portanto, o que se deseja a seguir é indicar que ao reconhecer a incerteza, Fisher apenas sugere o caminho que depois será “seguido” por Keynes, o da preferência pela liquidez.

### 3. O Mundo Real

Nas duas primeiras aproximações apresentadas acima, mostramos que Fisher considera ter elaborado uma teoria do juro de forma precisa, uma vez que não havia interferências de fatores não-controláveis em seu “mundo imaginário”. Mas, segundo ele, essas aproximações são irrealistas por desconsiderarem a incerteza. Segundo Fisher (1986, p.129, grifos adicionados), “a grande deficiência da primeira e da segunda aproximação, do ponto de vista da realidade, é a completa eliminação da incerteza”. Mesmo assim, considerava pouco provável estabelecer uma *teoria* porque

“Tentar formular matematicamente de qualquer maneira completa e útil as leis que determinam a taxa de juro sob a influência da probabilidade seria a mesma coisa que a tentativa de expressar completamente as leis que determinam a trajetória de um projétil, quando afetado por casuais rajadas de vento”. (Fisher 1986, p.195).

É sem dúvida surpreendente a conclusão a que Fisher chegou friamente a respeito de seu próprio projeto teórico quando diante da realidade, i. e., diante do fato de que o futuro é incerto. Assim, afirma Fisher (1986, p.198): “Devemos, portanto, desistir de qualquer tentativa de formular de maneira completa as influências que realmente determinam a taxa de juro”.

A conclusão a que chega com a introdução da incerteza é de que se deve abandonar a idéia de determinar uma única taxa de juro de equilíbrio, porque vários fatores além daqueles racionais, antes estudados, influem sobre a taxa de juros<sup>7</sup>. Sem essa taxa única, a economia não pode ter um determinado ponto de equilíbrio para o qual convergir.

O abandono de uma única taxa de juro decorre do fato de existirem diferentes taxas de risco associadas a cada opção de fluxo de renda.

“A taxa de juro deixa de ser o montante ideal, imaginário e de valor fixo até agora considerado e assume a infinidade de formas que encontramos nas transações econômicas reais”. (Fisher 1986, p.130, grifos adicionados).

Ao embaçar a previsão dos eventos futuros, a incerteza traz consigo a “preferência pela liquidez”, para usarmos o termo de Keynes. O fato de o dinheiro estar “sempre pronto, ou quase pronto, para ser usado quando necessário, (...), substitui parte do juro”. (Fisher 1986, p.131). Daí também surgirá um comportamento cauteloso daqueles que possuem recursos líquidos para emprestar. Assim,

“Não será possível a um indivíduo modificar seu fluxo de renda de acordo com sua vontade, (...), sua possibilidade de modificação será limitada pelo temor do tomador de empréstimo de não poder reembolsá-lo, e o temor ainda maior do prestador de não ser reembolsado”. (Fisher 1986, p.131).

Essas contingências, impostas pela incerteza em saber o valor futuro do padrão monetário, impediriam (como em Keynes!) os indivíduos de modificarem seu fluxo de renda para maximizar seu valor presente. Ele não poderá igualar sua

“taxa de preferência de renda presente sobre a futura à taxa, ou taxas, de juro predominantes no mercado; e por razões similares pode não conseguir equiparar a taxa de retorno sobre o custo a qualquer taxa de juro”. (Fisher 1986, p.132).

A incerteza parece embaraçar, ainda, a função do dinheiro como mero meio de troca, como suposto, nas duas aproximações anteriores. “Em outras palavras, em um mundo de acasos e súbitas mudanças, a capacidade de venda rápida, ou liquidez, é uma grande vantagem”. (Fisher 1986, p.134, grifos adicionados). Sendo o dinheiro



“A mais vendável de todas as propriedades (...). A *conveniência* em poder dele dispor com certeza para qualquer troca, sem qualquer preparação prévia, em outras palavras, sua liquidez, é em si mesma um retorno suficiente sobre o capital que um indivíduo aparentemente mantém inativo na forma de dinheiro. Essa liquidez de nosso saldo em dinheiro substitui qualquer taxa de juro no sentido mais corriqueiro da palavra”. (Fisher 1986, p.134, grifos adicionados).

Talvez nesse ponto não seja ocioso relembrar a nosso leitor a formulação de Keynes de seu conceito de preferência pela liquidez. Segundo Keynes (1964, p.195; 1978, p.173) a preferência pela liquidez decorre da incerteza em relação à taxa de juros no futuro (relacionado a seu motivo especulativo). A passagem de Keynes que segue, explicando as razões de se preferir ativos líquidos – às vezes até monetários -, tem o mesmo sentido daquela feita por Fisher acima:

“(…)uma característica reconhecida do dinheiro como reserva de valor é de ser estéril, enquanto todas as outras formas de reserva de valor proporcionam alguns juros ou lucros. Fora de um hospício para loucos, por que alguém desejaria usar o dinheiro como reserva de valor?(…)

(…)A posse de dinheiro real tranqüiliza nossa inquietação [em relação ao futuro incerto]; e o prêmio que exigimos para nos separar dele é a medida do grau de nossa inquietação”. (Keynes 1978, p.173).

Embora pareça ter percebido a importância da incerteza e do dinheiro como reserva de valor neste mundo, Fisher não percebeu o poder analítico desse conceito, ou pelo menos não o desenvolveu como Keynes. Assim, como apontado por Dimand (1995, p.263), Fisher, na mais pura tradição neoclássica, nada tinha a dizer sobre desemprego, produto e coordenação. Para ele os mercados se equilibram ao nível de pleno emprego.

As razões para isso são de difícil avaliação. Porém, pode-se especular que Fisher preferiu manter-se dentro da tradição ao invés de explorar os conceitos que surgiam da consideração da importância do dinheiro num mundo incerto. Fisher preferiu o modelo positivista de ciência, como fica claro na seguinte passagem:

“Em alguns casos, como na teoria dos movimentos da Lua, as perturbações podem ser calculadas com bastante precisão, através da combinação racional de um número de influências elementares. Tal resolução de problemas empíricos representa o mais alto ideal da ciência aplicada”. (Fisher 1986, p.198).

Porém, ele reconhece que essa sua concepção de “ciência” “Na melhor das hipóteses, (...) pode apenas determinar o que *poderia* acontecer sob *determinadas* condições. Ela nunca pode determinar exatamente o que acontece ou acontecerá sob condições reais”. (Fisher 1986, p.195, grifos adicionados).

#### 4. Considerações Finais

Mostramos no artigo que Fisher apresenta sua teoria dos juros em três aproximações. As duas primeiras são apresentadas conforme sua própria concepção de como se faz ciência, i. e., isolando os fatores “racionais” dos “empíricos”, pois os racionais são tratáveis matematicamente e os “empíricos” não (Fisher 1986, p.198). Já quando Fisher apresenta sua terceira aproximação, ele inclui a incerteza em relação ao valor do padrão monetário como um fator de determinação das taxas de juros. E daí conclui que nessas circunstâncias 1) sua teoria anterior não trata do mundo real e 2) que a manutenção de dinheiro compensa qualquer taxa de juros. Porém, por se tratar de um fator não sujeito a sistemas de equações “racionais”, Fisher conclui pela impossibilidade de dar um tratamento “científico” a essa terceira aproximação.

Concluimos que, se Fisher tivesse desenvolvido sua terceira aproximação, certamente chegaria a uma teoria compatível com uma economia de mercado. A produção não seria realizada apenas para o próprio consumo - como o seria numa “economia de Robinson Crusóé”. As funções do dinheiro seriam plenamente reconhecidas, assim como suas conseqüências sobre a produção, o emprego e a coordenação do sistema econômico.

Dessa forma, Fisher poderia ter avançado mais nas conseqüências da “preferência pela liquidez do dinheiro”. E, se a liquidez pode ser um prêmio que compense o juro, ele certamente deveria considerar o dinheiro entre as opções “de fluxo de renda”. Não o fez, e, com isso, não percebeu as conseqüências dessa preferência sobre a taxa de juro e, por conseguinte, sobre o investimento. Não o fez em favor de uma economia “imaginária”, pois esta, supostamente, seria a função da ciência; aquela tarefa coube a Keynes, que não nutria grande respeito pelas “técnicas belas e polidas” dos autores neoclássicos. Keynes colocou a incerteza e a preferência pela liquidez no centro de seu arcabouço teórico. Em outras palavras, Keynes começou sua teoria onde Fisher parou, e considerou fundamental o que Fisher não foi capaz de tratar.

Nossa conclusão, então, é de que o conceito de preferência pela liquidez não foi plenamente antecipado, porque Fisher não o tratou como central em seu arcabouço teórico. Tal falta ocorreu porque Fisher não identificou o poder analítico desse conceito no entendimento da economia de mercado, uma vez que se restringiu ao âmbito do que ele mesmo denominava “campo racional”.

#### Referências Bibliográficas

- BÖHM-BAWERK (1986) *Teoria Positiva do Capital*. Vol. I, São Paulo: Nova Cultural.
- CARVALHO, F. C. (1992) - *Mr. Keynes and the Post Keynesians: Principles of macroeconomics for a monetary production economy*. Aldershot: Edward Elgar.
- CHICK, V. (1993) - *Macroeconomia Após Keynes: Um reexame da Teoria Geral*. Rio de Janeiro: Forense Universitária.
- CROCCO, M. (1999) - "Investment Decision and Methodology: Keynes and the Neoclassical". *Estudos Econômicos*, vol.28, nº. 2.
- DALTO, F. A. S.(1999).*Teorias do Investimento: uma abordagem comparativa das teorias de Kalecki e Keynes*. Curitiba: UFPR. Dissertação de Mestrado.
- DAVIDSON, P.(1994) - *Post Keynesian Macroeconomic Theory: a foundation for successful economic policies for the twenty-fist century*. Aldershot: Edward Elgar.

- DIMAND, R. W. (1995) - "Irving Fisher, J. M. Keynes, and the Transition to Modern Macroeconomics". in COTRELL, A. F. AND LAWLOR, M. S. [ORG](1995) *New Perspectives on Keynes. History of Political Economy (Annual Supplement)*, vol. 27, Duke University Press.
- DOW, S. (1985) - *Macroeconomics Thought - a methodological approach*. Oxford: Basil Blackwell.
- EARP, F. SÁ(1994) - *Notas sobre ilusão monetária: Uma recuperação da obra de Irving Fisher*. Florianópolis: Anais do XXII Encontro Nacional de Economia, ANPEC.
- FISHER, I. (1986) - *A Teoria do Juro: Determinada pela impaciência por gastar renda e pela oportunidade de investi-la*. São Paulo: Nova Cultural.
- JORGENSON, D. W (1969) - "The Theory of Investment Behavior". in WILLIAMS, H. & HUFFNAGLE, J. D.[ORG.](1969) *Macroeconomic Theory: Selected readings*. Nova York: Appleton-Century-Crofts.
- KALECKI, M. (1990) - "Capitalism: Business Cycles and Full Employment". Oxford: *Collect Works of Michal Kalecki*, V. I, Ed. Jerzy Osiatyński, Clarendon Press.
- \_\_\_\_\_. (1987) - "Algumas Observações Sobre a Teoria de Keynes". *Literatura Econômica*, 9(2), junho.
- \_\_\_\_\_.(1983) - *Crescimento e Ciclo das Economias Capitalistas*. São Paulo: Hucitec.
- \_\_\_\_\_.(1985) - *Teoria da Dinâmica Econômica*. São Paulo: Abril Cultural (Série Os Pensadores)
- KEYNES, J.M. (1964) - *Teoria Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro*. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura.
- \_\_\_\_\_. (1978a) - "A Teoria da Taxa de Juros". in SZMRECSÁNYI, T. (1978) - *Keynes*. São Paulo: Ática.
- \_\_\_\_\_. (1978b) - "A Teoria Geral do Emprego". in SZMRECSÁNYI, T. (1978) - *Keynes*. São Paulo: Ática.
- \_\_\_\_\_. (1978c) - "Distinção Entre Poupança e Investimento". in SZMRECSÁNYI, T. (1978) - *Keynes*. São Paulo: Ática.
- \_\_\_\_\_. (1987a) - "Teorias Alternativas da Taxa de Juros". *Literatura Econômica*, 9(2), junho.
- \_\_\_\_\_. (1987b) - "A Teoria *ex ante* da Taxa de Juros". *Literatura Econômica*, 9(2), junho.
- KNIGHT, F. H. (1972) - *Risco, Incerteza e Lucro*. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura.
- KREGEL, J. A. (1988) - "Irving Fisher, Great-Grandparent of the *General Theory*: Money, Rate of Return Over Cost and Efficiency of Capital". *Cahiers d'Economie Politique*, 14-15.
- \_\_\_\_\_. (1980) - "Markets and Institutions as Features of a Capitalist Production System". *Journal of Post Keynesian*, vol III, nº.1.
- MACEDO E SILVA, A.C. (1994) - *Uma Introdução à Teoria Macroeconômica*. Campinas: Tese de Doutorado pela Unicamp.
- MACLACHLAN, F. (1993) - *Keynes' General Theory of Interest: A reconsideration*. Londres: Routledge.

- PATINKIN, D.(1982) - *Anticipations of General Theory? And others Essays on Keynes*. Oxford: Basil Blackwel.
- SAY, J-B (1983) - *Tratado de Economia Política*. São Paulo: Abril Cultural (Série Os Economistas).
- SHACKLE, G.L.S.(1955) - *"Uncertainty in Economics and Other Reflections"*. Cambridge: Cambridge University Press.
- \_\_\_\_\_.(1991) - *"Origens da Economia Contemporânea"*. São Paulo: Hucitec.
- WRAY, L. R. (1990) - *Money and Credit in Capitalist Economies: The endogenous money approach*. Londres: Edward Elgar.
- WOLFSON, M.(1996) - "Irving Fisher's debt-deflation theory: its relevance to current conditions". *Cambridge Journal Economics*, 20.

## NOTAS:

---

- \* Este artigo é uma versão modificada de parte do primeiro capítulo da dissertação de mestrado do autor (Dalto 1999). Gostaria de agradecer os comentários de Paulo Cipolla, meu orientador, Rogério Arthmar e Gabriel Porcile que fizeram parte da banca examinadora da dissertação. Os equívocos remanescentes são de minha inteira responsabilidade.
- <sup>1</sup> “Podemos dizer que o sistema de equações que foi usado *poderia determinar* completamente a taxa de juro se não fossem os fatores de interferência(...), a única influência perturbadora de importância transcendente é a de um padrão monetário instável, e, (...), mesmo isso só faria uma diferença nominal nos resultados se não fosse pela ‘ilusão monetária’”. (Fisher 1986,p.198).
- <sup>2</sup>“Tentar formular matematicamente de qualquer maneira completa e útil as leis que determinam a taxa de juro sob a influência da probabilidade seria a mesma coisa que a tentativa de expressar completamente as leis que determinam a trajetória de um projétil, quando afetado por casuais rajadas de vento”. (Fisher 1986, p.195).
- <sup>3</sup> Para uma discussão detalhada da ilusão monetária ver Earp (1994); para a discussão sobre deflação dos ativos ver Wolfson (1996).
- <sup>4</sup> Segundo Dimand (1995), essa idéia parece preceder Teorias da Renda Permanente e do Ciclo da Vida de Friedman e Modigliani.
- <sup>5</sup> “[Fisher] gives reason for the rate of exchange between present and future goods to be such that more future goods must be given up for a given number of present goods, yet he does not supply any argument why this fact should necessitate a positive rate of loan interest. To buy one bushel of rice today, I may have to promise a bushel and a tenth next year. Yet that is not to say that to secure \$10 today I must promise \$11 next year”. Maclachlan (1993, p.40-41)
- <sup>6</sup> Segundo Maclachlan (1993, p.50) a preferência intertemporal de consumo não pode ser fator de explicação da taxa de juros porque os empréstimos para consumo presente deveriam ser maiores do que a poupança para o futuro, o que não ocorre.
- <sup>7</sup> “(...)podemos considerar o comportamento real das taxas de juro na cidade de Nova York como um composto das leis racionais de nossa segunda aproximação e das interferências empíricas da política do Banco Central Americano juntamente a outros inumeráveis fatores institucionais, históricos, legais e práticos”. (Fisher 1986, p.198, grifos adicionados).