

Artigo – Seção Estado, Organizações e Sociedade

# O papel da moeda endógena pós-keynesiana no desenvolvimento em contextos mesoeconômicos

**Alcimar Chagas Ribeiro**<sup>1</sup>

Universidade Estadual do Norte Fluminense Darcy Ribeiro – UENF

**José Arica Chavez**<sup>2</sup>

Universidade Estadual do Norte Fluminense Darcy Ribeiro – UENF

**Lia Hasenclever**<sup>3</sup>

Universidade Cândido Mendes - UCAM

## RESUMO

A presente pesquisa investigou a significância da variável *operação de crédito bancário* nas decisões de investimento de dois municípios: Campos dos Goytacazes e Macaé, no estado do Rio de Janeiro. A base de análise é a teoria pós-keynesiana, fundamentalmente, a ideia de preferência pela liquidez bancária, bem como a preferência pela liquidez do público e o papel da moeda endógena. Utilizou-se o modelo de regressão linear para modelagem dos dados relativos às variáveis independentes (investimento público, remuneração do trabalho e operações de crédito) e suas respostas na dinâmica mesoeconômica, variável dependente, inferida pelo valor adicionado fiscal. Os resultados mostraram que, apesar da baixa preferência pela liquidez dos bancos e do público e da disponibilidade de crédito, não houve incitação do investimento no período analisado.

**Palavras-chave:** Crédito Bancário. Desenvolvimento Regional. Moeda Endógena.

## ABSTRACT

This research investigates the significance of the variable bank credit operation as an effective response to mesoeconomic dynamics from Campos dos Goytacazes and Macaé – RJ. The analysis basis is the post-Keynesian theory, fundamentally, the idea of preference for bank liquidity as well as the preference for public liquidity and the role of endogenous currency. The concept of linear regression is used as model data related to independent variables (public investment, remuneration of work and credit operations) and their responses in the dependent variable value added tax formation. The results show that, despite the low preference for liquidity of banks and the public and credit availability, there was no incentive for investment in the analyzed period.

**Keywords:** Regional Development. Endogenous currency. Bank Credit.

<sup>1</sup> Professor associado da Universidade Estadual do Norte Fluminense Darcy Ribeiro/ UENF Campos.),

<sup>2</sup> Professor da Universidade Estadual do Norte Fluminense Darcy Ribeiro/ UENF Campos),

<sup>3</sup> Professora do Programa de pós Graduação em Planejamento Regional e Gestão de cidades da Universidade Cândido Mendes e Professora Aposentada da Universidade Federal do Rio de Janeiro

## Introdução

A discussão sobre crédito e investimento como elementos da promoção do desenvolvimento foi tratado por Keynes na primeira metade do século vinte. Segundo o autor, o nível de emprego é determinado pela propensão marginal a consumir e pelo incentivo a investir. Entretanto, como a propensão marginal a consumir é relativamente constante, o nível de emprego segue as flutuações dos investimentos, que são influenciados pelas taxas de juro e de risco e pela eficiência marginal do capital (Keynes, 1933).

A proposta é baseada em uma teoria monetária além do processo de trocas diretas, onde a moeda é neutra. Segundo o autor, os mesmos pressupostos que levam à neutralidade da moeda também são os que garantem que crises econômicas não ocorram, pois tudo o que é produzido é consumido.

Keynes (op. cit.) distingue duas situações possíveis: uma em que a moeda só seria utilizada para trocas e outra em que a moeda, além de ser utilizada para trocas, tem também o papel de reserva de valor. Na primeira, o dinheiro seria somente um facilitador das trocas de bens e serviços já produzidos, não afetando a decisão de investimento. Na segunda situação, como a moeda pode servir como reserva de valor, o investidor pode adiar os seus investimentos nos momentos de crise, impedindo que a parte do excedente que seria destinada aos investimentos retorne ao fluxo de circulação de renda e consumo.

A explicação *keynesiana* constrói-se na crítica aos clássicos que viam a poupança como o motor do crescimento, enquanto Keynes considera o investimento. Em ambos os contextos, a taxa de juros também aparece como um dos elementos determinantes do investimento, sendo influenciada pela demanda e oferta de moeda. Mas a diferença fundamental para Keynes é que a oferta de moeda é também influenciada pela preferência pela liquidez, que em época de crises demanda mais moeda como reserva de valor, elevando a taxa de juros (Keynes, 1982).

Na visão pós-keynesiana mais recente, com destaque para Dow (1993), percebe-se a concepção de que a moeda se constitui parte integrante do sistema econômico, não justificando impor distinção entre as estruturas monetária e real da economia. A oferta de moeda, que é fruto da movimentação financeira, alimenta o investimento, visto como a base da dinâmica econômica. Essa dinâmica, por sua natureza, irá diferenciar os processos econômicos das diferentes regiões de acordo com a evolução do sistema bancário local.

Chick (2010) traz importantes contribuições sobre a evolução do sistema bancário em suas análises, acentuando as mudanças fundamentais relacionadas à moeda e seus reflexos potencializadores no nível de investimento. A autora divide a evolução bancária em cinco estágios<sup>4</sup>, sendo o segundo estratégico. Nesse ponto o sistema ganha a confiança do público que migra da condição de dinheiro em espécie para os depósitos bancários e/ou operações de mercado aberto, em função da importância crescente do Banco Central. Nesse estágio, os depósitos representam não apenas a poupança, conforme no estágio anterior, mas também os saldos das transações que financiam o circuito do consumo, passando de um banco para outro, sem sair do sistema.

Com o surgimento do multiplicador de depósitos bancários, o sistema pode emprestar um múltiplo de reservas, submetendo-se às exigências de reservas convencionais ou impostas. Argumenta-se, a partir daí, que o investimento precede a poupança, pois os empréstimos bancários, baseados tanto nos fluxos de consumo quanto de poupança, desempenham um papel significativo no financiamento do investimento (Chick, 2010).

---

<sup>4</sup> Estágio 1. Os depósitos são constituídos por poupança.

Estágio 2. Os depósitos além da poupança, representam também balanços de transações que financiam o circuito do consumo, movendo-se de um banco outro, sem abandonar, de forma significativa, o sistema como um todo.

Estágio 3. Desenvolvem-se mecanismos de empréstimo interbancário, suplementando o mecanismo dos empréstimos à vista e contribuindo para um uso eficiente das reservas disponíveis.

Estágio 4. Os bancos se tornam-se mais audazes: os empréstimos podem agora se expandir além da capacidade pela reserva do sistema.

Estágio 5. Os bancos desenvolvem a administração do passivo.

Rodrigues e Ribeiro (2016) acrescentam que a oferta de moeda, como fruto da movimentação financeira, alimenta o investimento que é o fundamento essencial e base da dinâmica econômica. Essa dinâmica, por natureza, diferencia os processos econômicos das diferentes regiões, em função da característica endógena da moeda.

Dessa forma, segundo Ribeiro e Marouvo (2016), regiões que apresentam alta preferência pela liquidez costumam apresentar problemas de crédito, em função do limitado acesso bancário. Essa situação costuma apresentar-se em sistemas econômicos menos desenvolvidos, exatamente pela maior incerteza econômica do ambiente. Locais com sistemas bancários mais desenvolvidos podem apresentar menor grau de incerteza e risco e estímulo aos investimentos, graças à expansão do crédito (Amado, 2000).

A presente pesquisa não objetiva aprofundar a discussão sobre as teorias keynesiana e pós keynesiana, mas demonstrar as dificuldades do estímulo ao investimento quando a análise ocorre em uma condição espacial distante dos centros financeiros ou com sistemas bancários não tão desenvolvidos. O objetivo do artigo é investigar a significância das operações de crédito na indução do investimento nos municípios identificados. Parte-se do princípio de que a análise macroeconômica é insuficiente para entender os diferentes problemas próprios dos sistemas econômicos nas regiões de um país, a estratégia de desagregação regional é essencial para apoiar políticas públicas segundo a natureza de cada microcontexto.

Além da presente contextualização introdutória, o artigo é composto de quatro outras seções: revisão e apresentação de algumas experiências empíricas na seção 2; aspectos metodológicos na seção 3; resultados na seção 4; e conclusões e considerações finais na seção 5.

## **Experiências empíricas**

Importantes estudos empíricos sobre o desenvolvimento regional/local com aplicação da teoria pós-keynesiana são encontrados na literatura. As evidências encontradas nos mesmos são relevantes para a análise do estudo dos casos realizados neste artigo.

Crocco, Castro, Cavalcante e Costa (2002) fizeram uma análise sobre o acesso ao sistema de crédito bancário e a preferência pela liquidez do público nas mesorregiões de Minas Gerais, utilizando como base de análise a teoria pós-keynesiana. Como ponto de partida, os autores concentraram-se na premissa de que nas regiões mais periféricas a preferência pela liquidez é maior, em função da incerteza. São regiões com poucas agências bancárias e a informação sobre a localidade é mais remota e menos confiável, o que afeta as decisões dos bancos de conceder crédito. Dessa forma, regiões que apresentam alta preferência pela liquidez e baixo acesso ao sistema de crédito bancário costumam apresentar dificuldades para se desenvolver.

Corpataux e Crevoisier (2005) investigaram o processo de mudança estrutural ocorrida nas economias da Suíça e do Reino Unido, no período de 1975 a 2000. Como pontos semelhantes entre os países selecionados, o estudo indicou surgimento de importantes centros financeiros internacionais com grandes empreendimentos, declínio das regiões industrializadas, uma política monetária do tipo monetarista para flutuar a moeda corrente no mercado externo e uma entusiástica política de liberalização dos mercados financeiros. No caso analisado, os autores identificaram um forte contraste entre a Suíça e o Reino Unido. Enquanto os centros financeiros se sofisticavam e se desenvolviam, as atividades industriais experimentavam sérios problemas. O setor financeiro não possibilitou suporte para inibir os desequilíbrios da economia real, ao contrário, reforçou o dualismo: de um lado organizações de características de cidade global (grandes companhias, sofisticadas instituições financeiras, etc.); do outro lado sistemas industriais compostos de pequenas empresas, bancos regionais e locais, regiões turísticas; com acesso indireto a esses canais e com forte necessidade de investimento de longo prazo.

Mais recentemente, Deleidi (2017) elaborou testes utilizando os modelos econométricos VAR e VECM em dados mensais fornecidos pelo European Central Bank (ECB) e Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) para o período 2003–2016. Diversas variáveis relacionadas à quantidade de empréstimos fornecidos pelos bancos comerciais e taxas de juros correspondentes foram utilizadas, com vista a verificar se as taxas de juros

podiam influenciar o volume de empréstimos fornecido pelos bancos comerciais a famílias e empresas na área do Euro.

Nos resultados de longo prazo interpretados pelo autor, relativos à zona do Euro, uma diminuição dos juros afetou positivamente a quantidade de empréstimos previstos para habitação. Ao contrário, empréstimos concedidos por bancos a empresas para a compra de bens de consumo não foram influenciados pela taxa de juros. Além disso, o desempenho da economia mostrou um efeito positivo (superior à influência das taxas de juros) sobre o valor dos empréstimos concedidos para a habitação e bens de consumo com duração superior a cinco anos, assim como, relativo ao montante de empréstimos bancários concedidos às empresas com vencimento superior a um ano.

Já no curto prazo, não foi identificada nenhuma relação significativa entre taxas de juros e índices de produção para o volume de empréstimos. No entanto, foi detectada uma influência de curto prazo em relação às variáveis que resumem as condições do mercado de crédito.

Simultaneamente, foi encontrado um efeito negativo das condições de oferta de crédito para o montante de empréstimos concedidos para a compra de casas com duração de até um ano e bens de consumo com duração superior a cinco anos. Tais achados empíricos sustentam a tese de que as taxas de juros não têm qualquer efeito no volume de empréstimos concedidos às empresas e, conseqüentemente, não podem estimular a demanda por investimentos e bens de capital.

Reissl e Lavoie (2019) utilizaram um modelo simples de consistência entre fluxos e estoques (*simple stock-flow consistente* - SFC) para discutir as afirmações de Asensio (2017) sobre a relação entre teoria endógena da moeda e a teoria da preferência pela liquidez da taxa de juros. Fundamentalmente, a relação entre taxas de juros e demanda por crédito, além da capacidade do Banco Central direcionar taxas de juros através da variação do estoque da moeda. O questionamento dos autores é sobre o argumento de Asensio (op.cit) de que a taxa de juros paga por um tomador de fundos no mercado financeiro é igual à taxa de refinanciamento do Banco Central, mais um adicional endógeno que depende das condições do mercado em função da liquidez.

".....a marcação refletida no *spread* entre a taxa de juros de refinanciamento do banco central e a taxa de juros de mercado é endogenamente determinado pela demanda e oferta total de dinheiro, dada a taxa de refinanciamento do banco central" (Asensio, 2017).

Afirmam os autores que as conclusões de Asensio (op.cit.) não parecem robustas no contexto da estrutura SFC totalmente especificada (mas simples), mesmo quando suas suposições seguem o mais próximo possível. O uso de uma perspectiva parcial, não SFC, leva-o a ignorar alguns efeitos importantes de *feedback*. Complementam os autores que quando se lida com economia monetária, é preciso ir além de uma análise de equilíbrio parcial que ignora os efeitos de *feedback* na acumulação de ativos ou passivos ou sobre valores assumidos por variáveis reais. É preciso fazer melhor do que movimentar curvas de oferta ou demanda de dinheiro ou de crédito, como é feito, por exemplo, por Chick e Dow (2002), que não consideram as implicações de fazê-lo fora de um campo estático e estrutura de equilíbrio parcial.

Meotte (2019) utilizou o método de análise multivariada de *cluster* para verificar o grau de preferência pela liquidez dos bancos e do público nos municípios do Estado do Rio de Janeiro. A distribuição dos *clusters* em três níveis (centro, intermediário e periferia), pode acentuar a disparidades do grau de preferência entre os *clusters*. Segundo os autores, o centro tende a concentrar a disponibilidade de crédito dos bancos, assim como a oferta desses mesmos créditos por parte do público.

Nesta seção foram analisados trabalhos empíricos com diferentes metodologias e observou-se que nem sempre o aumento do crédito levou a uma maior indução do investimento em geral. Esse resultado genérico pode indicar que, em regiões afastadas dos grandes centros financeiros, a evolução do sistema bancário é insuficiente para induzir o investimento local.

## Aspectos metodológicos

O objetivo do artigo é investigar se conceitos fundamentais da teoria pós-keynesiana, tais como a modernização do mercado financeiro, a queda da preferência pela liquidez dos bancos e do público e a disponibilidade de crédito bancário, garantem resposta significativa na influência sobre o investimento local e na dinâmica econômica em espaços desagregados. Em outras palavras, a presente análise investiga a hipótese pós-keynesiana relacionada ao papel da moeda endógena como elemento fundamental da geração de riqueza nos municípios de Campos dos Goytacazes e Macaé, no Estado do Rio de Janeiro.

Segundo essa hipótese, aspectos como modernização do sistema bancário, redução da preferência pela liquidez do público e dos bancos e aumento da massa de crédito são essenciais para empurrar o investimento com reflexos positivos no produto, emprego e renda, conforme indicado por vários autores (Dow, 1987; Chick, 2010; Deleidi, 2017; Asencio, 2017; Reissl & Lavoie, 2019).

Entretanto, alguns autores como Crocco (2002) entendem que os resultados macroeconômicos tendem a mascarar a realidade regional, daí o esforço no sentido de verificar se a validade desses preceitos justifica-se a nível regional. Nesse caso, o trabalho verifica o nível de relevância das variáveis *crédito bancário*, *investimento público* e *remuneração do trabalho*, aqui consideradas como variáveis independentes, na formação do valor adicionado fiscal (aqui considerado como variável dependente e indicador de dinâmica econômica municipal).

Para a análise, foram escolhidos os municípios de Macaé e Campos dos Goytacazes, respectivamente, principal produtor de petróleo da Bacia de Campos, localizada no norte do estado do Rio de Janeiro, e capital da região Norte Fluminense. Macaé, além de porto de apoio às atividades *offshore* é sede das empresas que atuam no setor de petróleo. Já o município de Campos dos Goytacazes apresenta características de cidade central, em função do seu histórico, beneficiando-se de relevantes demandas de serviços diversos das cidades próximas, mas também de recebimento das rendas do petróleo.

A indagação no âmbito desta pesquisa é sobre qual o efetivo nível de relevância das operações de créditos e outras variáveis independentes, inseridas na explicação da evolução da variável dependente?

Como estratégia de apoio utiliza-se a regressão múltipla, definindo o Valor Adicionado Fiscal como variável dependente e representativa da dinâmica econômica. A utilização dessa variável em substituição ao Produto Interno Bruto (PIB) é justificada em função da natureza dos municípios estudados. Como são produtores de petróleo *offshore*, as atividades domésticas não correspondem à riqueza atribuída ao mesmo território por meio da produção industrial, dos *royalties* e das participações especiais. Como variáveis independentes ou preditoras, selecionam-se a remuneração do trabalho, investimento público e operações de crédito. A escolha das mesmas tem como critério a facilidade relativa à sua disponibilidade e, naturalmente, a sua relação com a variável dependente. Os dados modelados são originários do Banco Central, Tribunal de Contas do Estado do Rio de Janeiro e Ministério do Trabalho, divulgados com periodicidade mensal e agregados para periodicidade anual neste estudo.

A função de regressão linear múltipla é definida com base na estrutura da equação a seguir (HAIR et. al, 2005).

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \epsilon, \quad (1)$$

onde:

A variável dependente Y é a dinâmica econômica e  $X_1, X_2, X_3$  representam as variáveis independentes,  $\beta_0$  representa o intercepto,  $\beta_i$ , para  $i = 1, 2, 3$ , representa o coeficiente de regressão associado à variável independente  $X_i$  e  $\epsilon$  é o termo de erro aleatório, assumido de distribuição Normal, com média 0 e variância constante.

## Resultado

Para atender ao objetivo da pesquisa utilizaram-se modelos de regressão linear, onde o conjunto de dados corresponde ao período 2002 a 2017. As Tabelas 3.1(a) e 3.2(b) mostram os resultados do processo de regressão linear (“por passos”), gerados pelo *software* SPSS, para os municípios de Campos dos Goytacazes e Macaé, respectivamente.

**Tabela 3.1(a):** Dados consolidados da regressão linear do município de Campos

Model	Unstandardized Coefficients		t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error			Tolerance	VIF
1 (Constant)	2966325470	948986704,6	3,126	,007		
X1	45,540	6,862	6,637	,000	1,000	1,000
2 (Constant)	1896965541	923964089,1	2,053	,061		
X1	41,084	6,163	6,666	,000	,913	1,095
X2	6,665	2,719	2,451	,029	,913	1,095

Note, na Tabela 3.1(a), que o processo de regressão por passos origina para Campos dos Goytacazes dois modelos. O Modelo 2 é gerado do Modelo 1, pela inclusão da variável X2 junto à variável X1. O segundo modelo é uma melhoria do primeiro.

Assim, considerar-se-á, para o caso de Campos o modelo:

$$Y = 1896965541 + 41,084 X_1 + \quad (2)$$

6,665 X<sub>2</sub> onde,

Y = Valor adicionado fiscal

X<sub>1</sub> = Remuneração do trabalho

X<sub>2</sub> = Investimento Público

Assim, para o município de Campos, o modelo de regressão  $Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3$ , mostra significância (com p-valor menor 3%) nos parâmetros  $\beta_0 = 1896965541$  (constante),  $\beta_1 = 41,084$  (associada à variável preditora X<sub>1</sub>, remuneração do trabalho) e  $\beta_2 = 6,665$  (associada à variável preditora X<sub>2</sub>, investimento público). O modelo registrou  $R^2 = 0,835$  (coeficiente ajustado de determinação, alto). A análise dos resíduos mostra certa falta de adequação à distribuição Normal, com média 0, embora o gráfico dos resíduos estudantizados *versus* os valores da variável dependentes pareça mostrar aumento da variabilidade dos mesmos quando aumenta o valor da última.

**Tabela 3.2(b):** Dados consolidados da regressão linear do município de Macaé

Model	Unstandardized Coefficients		t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error			Tolerance	VIF
1 (Constant)	2260368932,790	904960599,012	2,498	,026		
X1	22,184	1,727	12,849	,000	1,000	1,000
2 (Constant)	-1061900687,507	677744574,172	-1,567	,141		
X1	45,897	3,709	12,376	,000	,054	18,527
X3	-7,872	1,197	-6,574	,000	,054	18,527

Note, na Tabela 3.2(b), que o processo de regressão por passos origina para Macaé dois modelos. O Modelo 2 é gerado do Modelo 1, pela inclusão da variável X3 junto à variável X1. A princípio, o segundo seria uma melhoria do primeiro. Entretanto, o Modelo 2 sofre de forte

colinearidade devido, naturalmente, à inclusão da variável X3. Portanto, como é comum nesses casos, aconselha-se a retirada da variável que produz esse fenômeno. Assim, considerar-se-á, para o caso de Macaé o modelo:

$$Y = 2260368932,790 + 22,184 X_1 \text{ onde,} \quad (3)$$

$Y$  = Valor adicionado fiscal

$X_1$  = Remuneração do trabalho

Assim, para o município de Macaé, o modelo de regressão  $Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3$ , mostra significância (com p-valor menor 3%) nos parâmetros  $\beta_0 = 2260368932,790$  (constante) e  $\beta_1 = 22,184$  (associada à variável preditora  $X_1$ , remuneração do trabalho). O modelo registrou  $R^2 = 0,922$  (coeficiente ajustado de determinação alto). A análise dos resíduos mostra adequado ajuste à distribuição Normal, com média 0, embora o gráfico dos resíduos estudantizados *versus* os valores da variável dependentes pareça mostrar leve aumento da variabilidade dos mesmos quando aumenta o valor da última.

Conforme observado, em nenhum dos dois municípios a variável *crédito bancário* foi importante na indução do investimento e, conseqüentemente, na predição do valor adicionado fiscal. Este resultado pode ser corroborado pelos autores resenhados na seção 2 que, investigando a importância do crédito bancário em diferentes níveis regionais, concluíram também pela sua não significância.

Teoricamente, os preceitos pós-keynesianos macroeconômicos não captam os diferentes problemas regionais. Dessa forma, o entendimento sobre a estratégia de desagregação regional é essencial para planejar o crescimento sustentável e a redução da desigualdade econômica.

Por exemplo, foi observado que o preceito keynesiano do desempenho do dinheiro, correspondente ao fluxo de capital adicional e a taxa de juros, para determinação do investimento produtivo, sob influência da demanda, oferta e preferência pela liquidez, não se fez presente na análise mesoeconômica.

Tal ocorrência deu-se em um contexto em que os dois sistemas econômicos apresentaram indicativos de modernização com o aumento no número de agências e uma trajetória importante de queda da preferência pela liquidez do público e bancária no período analisado.

É importante a lembrança que na concepção keynesiana esses indicadores estabelecem um ambiente propício ao aumento da oferta de crédito e maior dinâmica econômica local, diferente do ambiente de incerteza que leva ao aumento da preferência pela liquidez (Dow, 1987; Amado, 2000; Crocco, 2002).

Ensino tirado da análise define que mesmo com as variáveis indicando um ambiente propício a maior dinâmica econômica, o sistema pode negar as expectativas dos resultados esperados.

No caso de Campos dos Goytacazes, o valor adicionado fiscal apresentou um crescimento real de 104,0% no período de 2002 a 2008, período anterior à crise financeira americana. Nesse momento, o ambiente internacional apresentava-se favorável com valorização dos preços das *commodities* e uma efetiva participação da economia brasileira no comércio exterior. Nos períodos subsequentes, de 2008 a 2014 e 2014 a 2017, o mesmo indicador retraiu 8,5% e 23,5%, consecutivamente. O período de 2014 a 2017 foi muito pressionado pela crise internacional no setor de petróleo em 2014.

As operações de crédito apresentaram crescimento de 148,03% no primeiro período, crescimento de 182,62% no segundo período e queda de 22,06% no terceiro período. Essas operações, quando aprofundadas, mostraram que em 2002 a parcela de 67,13% foi negociada com títulos descontados e a parcela de 11,21% negociada com financiamento imobiliário. Em 2017 a parcela de 38,73% foi negociada com títulos descontados e a parcela de 48,19% negociada com financiamento imobiliário. Se o equivalente a 86,92% do total de crédito foi destinado para esses dois grupos de operações, conclui-se que o investimento produtivo não é prioridade do sistema bancário.

Já em Macaé, o valor adicionado fiscal apresentou crescimento real de 164,82% no período de 2002 a 2008 e crescimento de 12,33% no período de 2008 a 2014. No período de 2014 a 2017, a variação foi negativa em 43,51%.

Da mesma forma, quando verificada a natureza das operações de crédito, fica acentuada a concentração nas operações de título descontados e financiamento imobiliário. Em 2002, a parcela reativa a 41,47% do crédito total foi dirigida para títulos descontados e a parcela de 36,64% para financiamento imobiliário. Em 2020, essa condição permaneceu com o direcionamento de 35,79% do crédito para títulos descontados e 59,19% para financiamento imobiliário. A exemplo de Campos, o sistema bancário em Macaé não tem o investimento produtivo como prioridade. Importante observar que essa movimentação ocorreu em um ambiente de queda da taxa Selic (23,0% em 2002; para 12,15% em 2014 e 6,68% em 2017).

## Conclusões e considerações finais

A oferta de moeda, fruto da movimentação financeira, alimenta o investimento que é base da dinâmica econômica. Segundo Keynes (1933), entretanto, quando se considera também o papel de reserva de valor da moeda, essa pode levar ao adiamento de decisões de investimento produtivo. A condição do crédito como alavancador do investimento teria então um papel relevante no desenvolvimento econômico, como foi discutido ao longo dessa pesquisa por diversos autores.

Esses fundamentos, entretanto, parecem ausentes em alguns casos, fato que motivou a presente pesquisa. Neste artigo não foi verificado o efetivo *papel do crédito* na formação do valor adicionado fiscal em Campos dos Goytacazes e Macaé. Conforme já apresentado, no município de Campos, o crédito não se caracterizou como uma variável de relevância na formação do valor adicionado, sendo excluído da modelagem de regressão pelo método *stepwise*. Já em Macaé a variável *operações de crédito* insere-se em um segundo modelo com sinal negativo, indicando que o crescimento do valor adicionado fiscal ocorre com a redução do crédito. A inclusão da variável no modelo conduz à forte colinearidade das variáveis consideradas, pelo que o crédito deve ser eliminado como variável explicativa.

Importante observar que a não efetividade do crédito na formação do valor adicionado ocorre em um ambiente de modernização do sistema bancário ao longo do período analisado, queda da taxa de juros e queda da preferência pela liquidez dos bancos e do público. Esse resultado, contraintuitivo, pode estar associado ao padrão de confiança do sistema econômico na visão dos bancos.

Segundo dados do Banco Central do Brasil, a distribuição das operações de crédito em 2017, último ano da pesquisa, mostrou que o crédito imobiliário consumiu 59,19% do total, enquanto as operações com títulos descontados de curto prazo consumiram 35,79% do saldo total em Macaé.

No município de Campos dos Goytacazes a situação não é muito diferente, enquanto as operações imobiliárias consumiram 48,0% do crédito, as operações de títulos descontados consumiram 38,7% do saldo total de crédito no mesmo ano.

A percepção que fica é de a falta de confiança dos bancos locais em projetos técnicos dirigidos para o setor produtivo, tais como: instalação de novas fábricas, planos de modernização de atividades do agronegócio, desenvolvimento de negócios de base tecnológica, o que leva ao aumento do risco para esses investimentos, potencializando a preferência pelo investimento na valorização imobiliária, devido ao menor risco do negócio.

## Referências

- Amado, A. (2000). Limites monetários ao crescimento: Keynes e a não neutralidade da moeda, *Ensaios FEE*, Porto Alegre, v.21, p.44-81.
- Asencio, A. (2017). “Insights on Endogenous Money and the Liquidity Preference Theory of Interest.” *Journal of Post Keynesian Economics* 40 (3):327–48. doi:10.1080/01603477.2017.1319248.
- Bacen Estban - Estatística Bancária por município - Banco Central do Brasil, disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticabancariamunicipios>. Acesso em 08 de janeiro de 2020.
- Chick, V. (2010). *Sobre Moeda Métodos e Keynes: ensaios escolhidos* / Vitória Chick – Campinas, SP. Editora da Unicamp.

- Corpataux, J. & Crevoisier (2005), O.; Increased capital Mobility / Liquidity and its Repercussions at Regional Level. Some Lessons from the Experiences of Switzerland and the United Kingdom (1975 – 2000). *European Urban and Regional Studies*, 12(4): 315-334.
- Crocco, M.; Castro, C.; Cavalcante, A. & Costa Val, V. (2002) Acesso bancário e Preferência pela Liquidez na Mesorregiões de Minas Gerais. *X Seminário sobre Economia Mineira*,.
- Deleidi (2017), M. Post Keynesian endogenous money theory: A theoretical and empirical investigation of the credit demand schedule. *Journal of post Keynesian economics*.
- Dow.S. C. (1987) Money and Regional Development. *Studies Pol. Econ.* Vol.23, p. 73-94.
- Freddo, D. & Amado (2016), A. Estado, moeda e regulação: como a concepção sobre a moeda afeta o papel do Estado na regulação econômica. *Cadernos do Desenvolvimento*, Rio de Janeiro, v.11, n.18, pp.33-53, jan-jun.
- Hair, J.; Anderson, R.; Tatham, R.; Black, W. (2005). *Análise Multivariada de Dados*. Porto Alegre, Bookman, 593 p.
- Keynes, J. M. (1982) *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Atlas.
- Keynes, J. M. (1936) The General Theory of Employment, Interest and Money. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, V vol. VII, Cambridge, Macmillan.
- Meotte, D. et.al.(2019) Aplicação do postulado pós-keynesiano no estado do Rio de Janeiro através de uma análise de cluster. *Revista Produção Online*. Florianopolis, SC, v. 19, n. 3, p. 837-855.
- Reissl, S & Lavoie, M. (2019) Further insights on endogenous money and the liquidity preference theory of interest. *Journal of Post Keynesian Economics*.
- Ribeiro, A. & Marouvo, C. (2016) O Papel da Moeda na Dinâmica Econômica da Baixada Fluminense-RJ. *Redes* (St. Cruz Sul, Online), v. 21, nº 2, p. 267 - 283, maio / ago.
- Rodrigues, N.; & Ribeiro, A. (2016) The Liquidity Preference and its Reflections in the Micro Regions of the State of Rio de Janeiro. *International Joint Conference - CIO-ICIEOM-IIE-AIM*. San Sebastián, Spain, July 13-15
- STME: Secretaria do Trabalho do Ministério da Economia <http://trabalho.gov.br/>, consultado em 02 de fevereiro de 2020.
- TCERJ: Tribunal de Contas do Estado do Rio de Janeiro. <https://www.tce.rj.gov.br/>, consultado em 20 de dezembro de 2019.