

**BRAZILIAN  
KEYNESIAN  
REVIEW**

A Brazilian Keynesian Review é um periódico científico criado e mantido pela Associação Keynesiana Brasileira (AKB).

**Editor:** Marco Flávio da Cunha Resende

**Co-Editor:** Anderson Tadeu Marques Cavalcante

**Comitê Editorial:**

Anderson Tadeu Marques Cavalcante;

Fábio Henrique Terra;

Gilberto Tadeu Lima;

Giuliano Contento de Oliveira;

Igor Rocha;

Lauro Mattei;

Luiz Fernando Rodrigues de Paula;

Marco Flávio da Cunha Resende.

Brazilian **Keynesian** Review - [www.akb.org.br/revista](http://www.akb.org.br/revista)

Associação **Keynesiana** Brasileira - [www.akb.org.br](http://www.akb.org.br)



## **EXPEDIENTE**

A Brazilian Keynesian Review (BKR) é um periódico científico criado e mantido pela Associação Keynesiana Brasileira (AKB) e tem como objetivo publicar e divulgar estudos inéditos, teóricos e aplicados, sobre Economia Keynesiana e áreas afins. Os artigos devem ser submetidos à apreciação da revista por iniciativa de seus autores ou a convite do Editor. As deliberações editoriais serão pautadas exclusivamente por critérios de excelência acadêmica, tendo por base pareceres emitidos por especialistas, isto é, os artigos submetidos seguem avaliação cega pelos pares e, uma vez aprovados, serão publicados segundo sua ordem de aprovação.

A BKR adota uma orientação editorial pluralista, abrindo-se às diferentes orientações de pesquisa, desde que as contribuições apresentem interface com a Economia Keynesiana, tais como as abordagens Institucionalista, Estruturalista ou Evolucionária. A BKR tem periodicidade semestral e acesso irrestrito, sendo online. Os trabalhos são publicados em português ou em inglês. A revista está estruturada em duas partes. A primeira contém artigos acadêmicos na forma tradicional. A segunda parte contempla pequenos artigos que tratam da conjuntura econômica brasileira ou mundial.

O Corpo Editorial da revista é composto por um Editor, um Co-Editor, um Comitê Editorial e um Conselho Editorial. O Comitê Editorial é presidido pelo Editor e composto pelo Co-Editor e por outros seis membros, a saber, Anderson Tadeu Marques Cavalcante (Co-Editor); Fábio Henrique Terra; Gilberto Tadeu Lima; Giuliano Contento de Oliveira; Igor Rocha; Lauro Mattei e Luiz Fernando Rodrigues de Paula.

O Conselho Editorial é composto por até 30 (trinta) membros indicados pela Diretoria da AKB entre professores e pesquisadores brasileiros ou estrangeiros de reconhecida qualificação científica.

### **Associação Keynesiana Brasileira**

**Presidente:** José Luis da Costa Oreiro

**Vice-Presidente:** Nelson Marconi

#### **Diretores:**

Eliane Araújo

Fábio Terra

Giuliano Contento

Marco Flávio da Cunha Resende

Otávio Conceição

Associação Keynesiana Brasileira - [www.akb.org.br](http://www.akb.org.br)

Brazilian Keynesian Review - [www.akb.org.br/revista](http://www.akb.org.br/revista)

## **EDITORIAL**

A editoria da Brazilian Keynesian Review (BKR) tem a satisfação de comunicar que se encontra disponível, na página da revista, seu número inaugural. A BKR é uma iniciativa da Associação Keynesiana Brasileira (AKB) e tem como objetivo publicar e divulgar estudos inéditos, teóricos e aplicados, sobre Economia Keynesiana e áreas afins. A revista adota uma orientação editorial pluralista, abrindo-se às diferentes orientações de pesquisa, desde que as contribuições apresentem interface com a Economia Keynesiana, tais como as abordagens Institucionalista, Estruturalista ou Evolucionária. A BKR tem periodicidade semestral e acesso irrestrito, sendo *online*. Os trabalhos são publicados em português ou em inglês.

A revista está estruturada em duas partes. A primeira contém artigos acadêmicos na forma tradicional. A segunda parte contempla pequenos artigos que tratam da conjuntura econômica brasileira ou mundial. Para este primeiro número, alguns destacados economistas do Brasil e do exterior, de importantes instituições acadêmicas, apresentaram contribuições, tendo sido o critério de escolha da ordem dos artigos a ordem alfabética dos sobrenomes. Os artigos, quer da primeira parte da BKR, quer da segunda seção, refletem com fidelidade a linha editorial da revista, abordando, sob vários ângulos, aspectos da economia Keynesiana teórica e aplicada.

A seção de artigos acadêmicos tradicionais deste número inaugural compõe-se de seis trabalhos. O primeiro artigo, de Philip Arestis, analisa o papel regulatório do Banco Central Europeu, sua resposta à crise financeira e a política monetária praticada na Zona do Euro, como também seus efeitos sobre inflação, taxa de câmbio e estabilidade financeira. Mudanças na política monetária e no arcabouço institucional do sistema financeiro Europeu e do Banco Central Europeu são sugeridas visando garantir o futuro do Euro.

O segundo artigo, de Luiz Gonzaga Belluzzo, discute aspectos centrais das reflexões de Keynes e suas raízes, apontando o contexto histórico britânico no início do século XX e internacional, a partir do qual seu pensamento foi construído. O autor mostra como o pensamento de Keynes - interessado no estudo da economia "como um meio para a realização dos valores que a sociedade moderna promete, mas não entrega, aos cidadãos" - evolui até alcançar as características basilares da instável "economia monetária de produção".

O acesso à demanda nas economias em desenvolvimento é analisado no terceiro artigo, de Luiz Carlos Bresser-Pereira, a partir de modelo de macroeconomia do desenvolvimento, que se encontra em construção. No centro da análise do autor estão a taxa de câmbio real, seus determinantes e suas especificidades nas economias em desenvolvimento. O artigo mostra as peculiaridades estruturais desta categoria de economias que levam a uma cíclica e crônica apreciação da taxa de câmbio real, com efeitos deletérios sobre a indústria e o investimento. Assim sendo, o crescimento do produto e do emprego depende não apenas das políticas Keynesianas de neutralização da insuficiência de demanda efetiva, mas, também, de ativa política cambial que garanta à indústria doméstica o acesso à demanda, nas economias em desenvolvimento. As políticas cambiais requeridas são, então, apontadas pelo autor.

No quarto artigo, Fernando Cardim de Carvalho argumenta que a principal inovação teórica de Keynes em sua obra magna, a Teoria Geral, relaciona-se ao comportamento humano sob incerteza, sendo a “formação de expectativas” central na evolução do pensamento de Keynes e de toda a sua obra. Embora no período do pós-guerra tenha se formado um consenso em torno do Keynesianismo hidráulico, o autor mostra que a “Economia de Keynes” foi equivocadamente interpretada, visto que a ação racional sob incerteza estudada e elaborada por ele não enseja o comportamento mecânico dos atores econômicos. O artigo explica a abordagem de Keynes sobre a formação de expectativas e a tomada de decisões e o consequente padrão de comportamento dos agentes, enfatizando a natureza frágil do “estado de confiança” destes nas suas expectativas formadas sob incerteza e a instabilidade dos processos econômicos daí decorrentes. O autor mostra como o estado mutante da confiança e das expectativas dos agentes produz um padrão de comportamento que pode levar a distintos processos, desde aquele marcado pelo viés deflacionário, enfatizado por Keynes, como o orientado por um viés inflacionário, destacado por Minsky.

No artigo seguinte, Maria de Lourdes Rollemberg Mollo estuda as relações entre o capital financeiro, o capital fictício e a fragilidade financeira e seu papel na crise econômica recente a partir das obras de Marx, Keynes e Minsky. O estudo aponta as soluções de cunho Keynesiano para a crise e mostra os motivos para a predominância política e econômica da finança sobre a produção, que permanece mesmo após a crise. Ao final do artigo, partindo da interpretação da autora quanto ao predomínio ou supremacia do capital financeiro sobre o capital produtivo, são apontadas políticas voltadas para superar a crise econômica e financeira e evitar, por meio da ação discricionária do Estado, a recorrência da crise.

O último artigo da primeira parte da BKR, escrito por Mario Luiz Possas, tem como pano de fundo dois aspectos fulcrais do pensamento de Keynes, a saber, o princípio da demanda efetiva e o conceito de incerteza fundamental. O autor se vale deste pano de fundo para interpretar pontos controversos da Teoria Geral e demonstrar seu caráter heterodoxo - no sentido de se afastar do referencial neoclássico -, e dinâmico, em função da sua ênfase posta no tempo (futuro) e nas expectativas. Deste modo, são analisados e interpretados, no contexto do conceito de incerteza, o princípio da demanda efetiva, o estado de confiança, a convenção, as decisões de escolha de ativos, a teoria da preferência pela liquidez e da taxa de juros, demonstrando o caráter instável do investimento e da economia capitalista.

Na segunda parte da revista, que traz contribuições sobre conjuntura econômica brasileira ou mundial, o primeiro artigo, de Fernando Ferrari Filho, analisa as políticas macroeconômicas adotadas no Brasil desde o Plano Real. O autor demonstra os motivos segundo os quais tais políticas não solucionaram os principais problemas econômicos do país, tais como os desequilíbrios de balanço de pagamentos e os gargalos estruturais, inviabilizando o crescimento sustentado da economia brasileira. Em seguida, o artigo aponta um conjunto de medidas econômicas, de curto e longo prazo, de cunho keynesiano-institucionalista, para que o país alcance a estabilidade macroeconômica, entendida como inflação sob controle, crescimento econômico sustentável, equilíbrios fiscal e externo e distribuição de renda.

O estudo da conjuntura econômica brasileira também é realizado no artigo seguinte por José Luis Oreiro. Após demonstrar a inconsistência do argumento de insuficiência de demanda para a estagnação atual da economia, o autor aponta a redução do crescimento da produtividade do trabalho, resultante da queda persistente da relação câmbio/salário e da desindustrialização, como responsável pela crise econômica vivida atualmente no país. Para a superação da crise o autor propõe restaurar o dinamismo da indústria de transformação por meio da desvalorização da taxa real de câmbio, o que requer um ajuste fiscal. Este não seria necessário em função do endividamento do governo, o qual ainda não apresenta sinais de comportamento explosivo, mas, sim, para favorecer a mudança de preços relativos - preços de bens comercializáveis vs. não-comercializáveis. Ainda, o artigo propõe que o ajuste fiscal seja focado no aumento de impostos no curto-prazo e na contenção do ritmo de crescimento dos gastos correntes do governo, mas aponta evidências de barreiras políticas para a concretização do mesmo.

No último artigo desta segunda parte da BKR, Luiz Fernando de Paula avalia a nova estratégia de financiamento de longo prazo anunciada pelo segundo Governo Dilma Rousseff. Para tanto, o autor apresenta a proposta do governo e faz um breve paralelo entre o substrato teórico que a sustenta e a abordagem Pós-Keynesiana, visando explicar a funcionalidade do sistema financeiro para a sustentação do crescimento de uma economia. Em seguida, são apresentadas especificidades do mercado de crédito e de capitais, da estrutura da dívida pública e da política monetária, no Brasil. A partir daí, enfatiza-se as disfunções provocadas pelas elevadas taxas de juros domésticas – “a verdadeira jabuticaba da economia brasileira” – e as barreiras criadas para o deslanche do mercado de capitais e do financiamento privado de longo prazo no Brasil.

Boa leitura!

Marco Flávio da Cunha Resende, editor

Anderson Tadeu Marques Cavalcante, co-editor

## SUMÁRIO

- 4**      **Current and Future European Central Bank Monetary Policy**  
Philip Arestis
- 18**     **O Tempo de Keynes nos Tempos do Capitalismo**  
Luiz Gonzaga Belluzzo
- 35**     **The Access to Demand**  
Luiz-Carlos Bresser-Pereira
- 44**     **Keynes on Expectations, Uncertainty and Defensive Behavior**  
Fernando J. Cardim de Carvalho
- 55**     **A Supremacia da Finança e a Crise**  
Maria de Lourdes Rollember Mollo
- 71**     **Uma Interpretação de Pontos Controversos da Teoria Geral de Keynes**  
Mario Luiz Possas

## CURRENT ECONOMIC ISSUES

- 96**     **Obstáculos à Estabilização Macroeconômica e uma Agenda keynesiano-  
Institucionalista para a Economia Brasileira**  
Fernando Ferrari Filho
- 103**    **Desafios do Segundo Mandato da Presidente Dilma Rouseff**  
José Luis Oreiro
- 108**    **O Circuito Finance-Funding e a Economia Brasileira**  
Luiz Fernando de Paula

# Current and Future European Central Bank Monetary Policy

Philip Arestis\*

## Abstract

This contribution examines the operations of the European Central Bank (ECB) with respect to monetary policy, along with its effects on inflation, exchange rate and financial stability. It also discusses how the regulatory role of the ECB should be improved in the future. The contribution discusses the involvement of the ECB in regulatory policy towards the financial sector, and the responses of the ECB to the financial crisis. It begins with the current set up of the European Monetary Union (EMU) along with the theoretical principles of the EMU model, and the extent to which it conforms with the theoretical framework of the New Consensus Macroeconomics (NCM) and its policy implications, namely inflation targeting. Problems with the current EMU arrangements are then discussed, followed by required ECB changes, before we finally summarize and conclude.

**Keywords:** ECB, monetary policy, NCM, current problems, future developments

**JEL Classification:** E31, E52, E58

\*Philip Arestis, Cambridge Centre for Economic and Public Policy, Department of Land Economy, University of Cambridge and Patron of the Brazilian Keynesian Association (AKB).

## **1. Introduction**

The purpose of this paper is to examine the operations of the ECB with respect to monetary policy and how the regulatory role of the ECB should be improved in the future. The involvement of the ECB in regulatory policy towards the financial sector, and the responses of the ECB to the financial crisis are discussed along with recommendations for relevant future policy changes.

We begin with the current set up of the European Monetary Union (EMU) along with the theoretical principles of the EMU model. This is followed by considering the consistency of the ECB model with the NCM theoretical framework (see, for example, Arestis, 2007, 2009, for an exposition of the NCM theoretical framework along with a comprehensive critique of it). Problems with the current EMU arrangements are then discussed, followed by changes in view of the August 2007 financial crisis and the 'great recession'. Required ECB changes, and of course changes in monetary policies are discussed before we finally summarize and conclude.

## **2. Current Theoretical Underpinnings of the EMU Model**

This section comprises of two sub-sections. We discuss in sub-section 2.1 general theoretical principles that underpin the EMU model and the ECB monetary policy. Sub-section 2.2 examines the consistency of the ECB Model with NCM.

### **2.1 Theoretical Principles of the EMU Model**

The theoretical framework and economic policy implications of the EMU should be viewed as embedded in the NCM paradigm. The approach can be viewed as NCM through its emphasis on the supply-side determined equilibrium level of unemployment (the 'natural rate' or the non-accelerating inflation rate of unemployment, the NAIRU), its neglect of the long-run aggregate demand, the downgrading of fiscal policy, and the elevation of monetary policy. We argue that the EMU approach is indeed of the NCM variety, although differences exist (see, for example, Arestis and Sawyer, 2008; also Arestis and Sawyer, 2013). As such, its key elements are as follows.

The market economy is viewed as essentially stable, and that macroeconomic policy (particularly discretionary fiscal policy) may well destabilise the market economy. Markets, and particularly the financial markets, make well-informed judgements on the sustainability of economic policies, especially so in the current environment of open and globalised financial markets. The transversality condition, which means in effect that all economic agents with their rational expectations are perfectly credit worthy, so that all debts are ultimately paid in full, implies that all credit risks and defaults are removed; no agent would ever default. All IOUs in the economy can, and would, be accepted in exchange. There is, thus, no need for a specific monetary asset. All fixed-interest financial assets are identical so that there is a single rate of interest in any period. Over time the single rate of interest may change as borrowing and savings propensities change. Under such circumstance no individual economic agent or firm is liquidity constrained at all. There is, thus, no need for financial intermediaries (commercial banks or other non-bank financial intermediaries) and even money (see, also, Goodhart, 2007, 2008). The ECB, nonetheless, emphasises a long-run role for money as we discuss below.

The major economic policy implication of the NCM is that monetary policy has been upgraded in the form of interest rate policy, where a major objective of policy is "maintaining price stability" (King, 2005, p. 2). The ECB (2008) puts it as follows: "price stability is the best –

and, ultimately, the only – contribution that a credible monetary policy can make to economic growth, job creation and social cohesion. This reflects the fact that a policy-maker who controls only one instrument cannot meet, and be held accountable for the fulfilment of, more than one objective. The pursuit of additional objectives would risk overburdening monetary policy, and would ultimately result in higher inflation and higher unemployment. Over the longer term, monetary policy can only influence the price level in the economy; it cannot exert a lasting impact on economic activity. This general principle is referred to as the ‘long-run neutrality of money’” (p. 34). It is the case that monetary policy has emerged as one of the most critical government responsibilities. It is a most flexible instrument for achieving medium-term stabilisation objectives: it can be adjusted quickly in response to macroeconomic developments. Indeed, monetary policy is the most direct determinant of inflation, so much so that in the long run the inflation rate is the only macroeconomic variable that monetary policy can affect (ECB, 2008, p. 34). And to quote ECB (2008), there is the “the fundamental economic principle that, over the longer term, inflation is a monetary phenomenon” (p. 37).

This type of monetary policy is undertaken through inflation targeting (IT), which requires Central Banks to look at inflation as an indicator of when to expand or contract monetary policy; this policy should be operated by independent Central Banks, whose decisions and actions should not be affected by politicians and the treasury. The ECB (2008) puts it as follows: “Economic theory and historical examples from previous decades represent strong evidence that central bank independence is a precondition for achieving and maintaining price stability. Against this background, the multi-dimensional independence of the ECB is stipulated in the Treaty, which legitimises its independence” (ECB, 2008, p. 22). The ECB is the most ‘independent’ central bank in the world when judged in terms of immunity to political and democratic control.

Fiscal policy is no longer viewed as a powerful macroeconomic instrument. Fiscal policy should only rely on automatic stabilisers; more importantly, though, it should be concerned with broadly balancing government expenditure and taxation, effectively downgrading its importance as an active instrument of economic policy. This is a conclusion based on the usual assumption of crowding out of government deficits and the Ricardian Equivalence hypothesis and thus the ineffectiveness of fiscal policy as a stabilisation instrument (see, however, Arestis and Sawyer, 2003, 2004, for a critique and a different view; see also Arestis, 2012; 2015).

Monetary policy has, thus, been upgraded and fiscal policy has been downgraded. Fiscal policy can only serve to achieve a balanced budget. Monetary policy can be used to meet the objective of low rates of inflation (which are always desirable in this view, since low, and stable, rates of inflation are conducive to healthy growth rates). Such policy operated by an independent central bank would also have greater credibility in the financial markets and be seen to have a stronger commitment to low inflation than politicians do. Credibility is recognised as paramount in the conduct of monetary policy to avoid problems associated with time-inconsistency.

The EMU theoretical framework entails the view that inflation is best tamed through interest rate manipulation without at the same time forgetting money supply: there is, thus, the ‘close to 2 per cent from below’ and the reference value of 4.5 percent for M3 money supply in place. This, it is hoped, improves communication between the public and policy-makers and provides discipline, accountability, transparency and flexibility in monetary policy. The EMU model contains two features: an economic analysis and a monetary analysis.

The ECB economic analysis is an assessment of price developments and the risks to price stability over the short to medium term. The range of indicators includes: “developments in overall output; aggregate demand and its components; fiscal policy; capital and labor market conditions; a broad range of price and cost indicators; developments in the exchange rate; the global economy and the balance of payments; financial markets; and the balance sheet positions of euro area sectors” (ECB, 2004, p. 55). It is, thus, a broad outlook of price developments and the risks to price stability over the short to medium term. These factors and the analysis that accompanies them “help to assess the dynamics of real activity and the likely development of prices from the perspective of the interplay between supply and demand in the goods, services and factor markets at shorter horizons” (ECB, 2008, pp.35-36).

The ECB monetary approach analyzes monetary developments for the information they contain about future price developments over the medium and long term. It focuses “on a longer-term horizon, exploiting the long-run link between money and prices” (ECB, 2004, p. 55), an approach thought to be “sufficient to hedge against the risks of both very low inflation and deflation” (ECB, 2008, p. 35). Deviations from the 4.5 percent reference value for the M3 monetary growth would ‘signal risks to price stability’. Monetary analysis is utilized by the ECB as a ‘cross check’ for consistency between the short-term perspective of economic analysis with the more long-term perspective (see, also, Issing, 2003).

The rationale for the ‘two-pillar’ approach is based on the theoretical premise that there are different time perspectives in the conduct of monetary policy that require a different focus in each case. There is the short to medium term focus on price movements that requires economic analysis. There is also the focus on long-term price trends that requires monetary analysis, with the strong belief in the long-term link between money (M3 in this case) and inflation. This focus, of course, reflects the notion that inflation is a monetary phenomenon to be tackled by both manipulating the rate of interest and watching movements in M3. Short-term volatility of inflation is allowed but not in the long run, reflecting the view that monetary policy affects prices with a long lag.

The level of economic activity fluctuates around the NAIRU, whereby unemployment below (above) the NAIRU would lead to higher (lower) rates of inflation. The NAIRU is a supply-side phenomenon closely related to the workings of the labour market. In the long run there is no trade-off between inflation and unemployment, and the economy has to operate (on average) at the NAIRU if accelerating inflation is to be avoided. In the long run, inflation is viewed as a monetary phenomenon in that the pace of inflation is aligned with the rate of interest and the money stock.

The essence of Say’s Law holds, namely that the level of effective demand does not play an independent role in the (long run) determination of the level of economic activity, and adjusts to underpin the supply-side determined level of economic activity (which itself corresponds to the NAIRU). Shocks to the level of demand can be met by variations in the rate of interest to ensure that inflation does not develop (if unemployment falls below the NAIRU).

## **2.2 Consistency of the ECB Model with NCM**

It is clear from the analysis of sub-section 2.1 that the ECB macroeconomic model is consistent with the NCM. But there are differences, which are elaborated further in the rest of this sub-section.

It is clear from this discussion that although the ECB analysis is embedded within the NCM framework, there is still one important difference that relates to the treatment of monetary aggregates as elaborated above. This makes the policy implications of the ECB monetary policy analysis different from those of the NCM. In other words, ECB monetary policy is not strictly speaking of the inflation targeting type. Especially so in view of the 'two-pillar' approach, which is clearly very different from that of the NCM, which pays very little, if any at all, attention to monetary aggregates.

There are, also a few problems in the case of the ECB macroeconomic model worth elaborating upon. The ECB's M3 growth, and over the period January 1999 to May 2009, was consistently above the 4.5 per cent reference value for most of this period (since June 2009 and due to the 'great recession' M3 has been consistently well below the 4.5 per cent reference value); and yet not much inflation was produced over that period nor dangerous deflation either since May 2009. It would appear that over the period 1999-2009 the ECB was caught between the economic analysis that suggested low or unchanged interest rates and the monetary analysis that implied higher interest rates for the entire period. In other words, while the euro area inflation rate was hovering just above the 2 per cent mark over the period 1999-2009, the euro area M3 was growing at rates well above the reference value of 4.5 per cent. The period since 2009 has been very different in view of the 'great recession' and the euro crisis, and we discuss the relevant changes in section 4. The two-pillar approach sends different and contradictory signals more frequently than might be acceptable. The credibility of the strategy is obviously at stake (see CEPS, 2005, p. 29, which reaches a similar conclusion). It is also true to say that the ECB's special emphasis on the importance of monetary aggregates has been subjected to further criticism. Woodford (2006) offers a rigorous critique of this approach from the NCM perspective, suggesting that there is total lack of a theoretical foundation of the ECB monetary analysis. There is also the argument that money is an unreliable indicator of inflation in view of frequent shifts in its velocity (see, for example, Estrella and Mishkin, 1997; Begg et al., 2002; De Grauwe and Polan, 2005).

The sole emphasis on price stability cannot be justified. History is replete with examples of relevant episodes when price stability had been achieved only to witness macroeconomic instability subsequently. These examples (see Angeriz and Arestis, 2007, for example) clearly demonstrate that price stability was followed by unsatisfactory economic performance. The price stability of the 2000s (even though inflation was not completely within the 2 per cent target) contained within it the seeds of a financial crisis, which became apparent from August 2007 onwards.

Finally in this sub-section, we note that the proposition that "Over the longer term, monetary policy can only influence the price level in the economy; it cannot exert a lasting impact on economic activity" (ECB, 2008, p. 34) does not conform to reality. In Arestis and Sawyer (2004, 2008), we have argued that even the own macro-econometric model of the ECB does not seem to support this proposition. Empirical evidence drawn from the relevant ECB macro-econometric model, and reported in Arestis and Sawyer (op. cit.) suggests a relatively weak effect of interest rate changes on inflation. We also show in the same studies, on the basis of the evidence adduced, that monetary policy can have long-run effects on real magnitudes. This particular result does not fit comfortably with the theoretical basis of current thinking on monetary policy by the ECB.

### 3. Problems with Current EMU Arrangements

It is true to suggest that much of the academic literature on currency and monetary unions has been dominated by the optimal currency area (OCA) literature (Mundell, 1961). It is doubtful, though, whether that literature and the associated considerations had much impact on the formation of the EMU. This is so in view of the criteria for the formation of a single currency appear not to have been applied when decisions were made on the formation of the single euro currency and on who would be a member. The political imperative for most, though not all, national governments and the EU itself was the formation of the EMU as the next stage of European economic integration. Vieira and Vieira (2012) in an ex post analysis of the EMU's first decade in existence, and utilizing the OCA index first proposed by Bayoumi and Eichengreen (1998), conclude that "the OCA index could have been a better indicator of countries' readiness to join the single currency than were the Maastricht criteria, as the latter were not able to identify the ill-prepared countries. The recent troubles of some euro area members make this clear" (p. 90).

More problems from the point of view of monetary policy can be highlighted. The management, operation, communication and potential efficacy of monetary policy within the ECB institutional arrangements have entailed many problems. In terms of the management aspect, the timing of monetary policy decisions has been very slow. The ECB's methods of operation and communication have been confusing to the financial markets. In the 'two-pillar' strategy, there is uncertainty as to the value attached to the M3 reference value. The target has rarely been met, and yet this does not seem to impact on official strategy. This may well have undermined the ECB's credibility, rather than added to it. There is, indeed, the question of whether the ECB inflation target is not too restrictive, and it suffers from not being symmetrical. The problem with the ECB's methods of operation and communication is partly the bank's secretiveness, for it does not publish minutes of its meetings.

A number of reservations may be raised in terms of the efficacy of this monetary policy. First, changes in interest rates have only a limited impact on aggregate demand. We have surveyed elsewhere the results of simulations of the effects of monetary policy using the ECB macroeconomic model as well those of the Bank of England and of the Federal Reserve System (Arestis and Sawyer, 2004). The conclusion of that investigation is that the effects of interest rate changes on inflation tend to be rather small – typically a 1 percentage point change in interest rates may dampen inflation by 0.2 to 0.3 per cent after two years, while the impact on long-run economic activity, especially investment, is significant. Consequently, there are questions in terms of the impact of interest rates on expenditure and questions relating to the magnitude of the impact, timing and variability of the time lags involved.

Second, it is the case that monetary policy is of the 'one policy fits all' approach; but there are differences in inflationary experience across the euro area countries. Still another problem with the ECB approach is that the two-pillar approach sends different and contradictory signals.

Third, if inflation is of the cost or supply shock variety, then there are problems; current arrangements are meant to tackle demand inflation. Consequently, cost or supply shock variety of inflationary pressures cannot be tackled via targeting inflation of the ECB type.

Fourth, since interest rate policy has a range of effects, such as on aggregate demand, on the exchange rate, on distributional effects etc, the objectives of monetary policy should

reflect that, and should, thus, be recast to include growth and high levels of employment alongside inflation.

Related issues are concerned with the exchange rate policy. It may be that the poor performance of some of the EMU countries since its formation can be attributed to an inappropriate exchange rate. The euro has become the second major currency in the world after the dollar; thereby the exchange rate between the euro and the dollar has become particularly important for a large proportion of international trade. The volatility of the euro/dollar exchange rate becomes significant not only for the euro area and the USA, but also for those countries who have linked their currency to either the euro or the dollar. These problems strongly point towards the development of mechanisms, which could help to stabilise the euro exchange rate.

#### **4. Changes in View of the Great Recession**

A number of changes have been introduced as a result of the financial crisis of August 2007 and the 'great recession' that are worth discussing. The most important ones are the following.

The ECB pumped limited liquidity into commercial banks after the August 2007 emergence of the financial crisis. Nonetheless, the ECB raised its rate of interest twice before it started reducing it from 4.25 percent in September 2008 (after the Lehman Brothers collapse on 15 September 2008) to an all-time low of 0.05 per cent in September 2014. In May 2009 the ECB enhanced credit support to euro area banks at very low interest rates through the introduction of the Long-Term Refinancing Operations (LTROs). Sovereign debt is used through this scheme as collateral on the loans provided. Initially LTROs were offered monthly and typically repaid in three months, six months or one year. In December 2011, however, the ECB offered a three-year type of LTROs, which had a significantly immediate higher demand than previous operations. From December 2011 to February 2012 the ECB provided €1trillion to the euro area banks.

The European Union (EU) summit meeting, 28/29 June 2012, took a number of decisions: banking licence for the European Stability Mechanism (ESM), discussed further below, which would give access to the ECB funding and thus greatly increase its firepower; banking supervision by the ECB; a 'growth pact', which would involve issuing project bonds to finance infrastructure; two long-term solutions are proposed: one is a move towards a banking union and a single euro area bank deposit guarantee scheme; another is the introduction of eurobonds and eurobills. Germany has resisted the latter, arguing that it would only contemplate such action only under a full-blown fiscal union.

A more recent proposal is the Single Resolution Mechanism (SRM), agreed by the relevant finance ministers at their meeting on the 18th of December 2013. This agreement proposes a new system that will centralise control of failing euro area lenders. It will be responsible for restructuring the 130 biggest euro area banks if and when they are faced with problems, as well as 200 or so cross-border banks. It is also given the right to intervene in any of the 6000 euro area lenders. An important development on this score is the ECB President's promise to 'clean' the euro area banks, made on the 9th of January 2014 after the relevant rate setting of the ECB governing council. This is under the Comprehensive Assessment of 130 euro area banks across the 18 member states. This will cover 85 per cent of the region's bank assets. A regulatory check of the banks' key risks and vulnerabilities followed by an in-depth asset quality review of their loans and bad debts, collateral valuations and trading book exposures. In 2014 a stress test is undertaken by the European Banking Authority, which is

expected to establish banks' resilience to possible shocks. The aim of the whole exercise is to instil health into the 130 euro area banks and to clean-up their balance sheets as necessary.

The SRM is planned to be a single resolution board, made up of representatives from euro area governments plus five permanent officials, and responsible for any decisions reached. However, relevant recommendations would have to be approved by the relevant finance ministers. This procedure could hold up controversial decisions. National governments could form national resolution funds by imposing levies on banks, which over 10 years would be merged into a single European pot, estimated to be around €55 billion. All this intends to stop expensive banking crises from ruining the finances of the relevant countries. It would bring to an end the use of the European taxpayer's money as a last resort, thereby ending the era of massive bailouts. But there are problems. The proposal may be too complex and its financial buffer is too small to safeguard against a major crisis. Furthermore, the SRM could face further problems, even a legal challenge at the European Court of Justice (ECJ). The European Parliament and the European Commission have already expressed concerns that the SRM agreement does not follow the 'community method'.

Further proposed changes are as follows. The ECB announced in July 2012 that it would do 'whatever it takes' to save the euro, as the President of the ECB promised then. This is considered as a turning point in the euro area sovereign debt crisis. This was confirmed by the ECB President after the ECB's first meeting in 2014 (Thursday 9th of January) of its rate-setting governing council: the ECB is willing and able to act quickly and decisively if inflation or money market rates gets out of line. Indeed the President reiterated that monetary policy would remain ultra loose and accommodative 'for as long as necessary', with the key ECB interest rates to be kept at low levels for an extended period of time. The key ECB lending rate was left unchanged at the meeting of its Governing Council on the 9th of January 2014, even though euro-zone inflation rate was well below the ECB's 2% target, at just 0.8%, and unemployment was near record highs at 12.1 per cent (November 2013). The key ECB lending rate was also left unchanged at the ECB's meeting of the 6th of February 2014. The implication of those decisions could be that the EMU area might fall into outright deflation in view of the inflation rate across the 18-country euro area slowing to a 0.7 per cent in January 2014, from 0.8 per cent in November 2013. Deflation is a particular worry for the euro area in view of the high debt, both private and public, in its most vulnerable economies. This eventuality implies of course that deflation raises its debt burden in real terms, thereby stifling spending by business and households. It could also stymie the current feeble EMU recovery as economic agents delay purchases in view of expected further price falls. The ECB was expected to take further action in response to this possibility. The expected ECB action is reduction in the ECB interest rate, rather than quantitative easing (as explained below). However, the Governing Council of the ECB at its 6th of February 2014 meeting decided that no action on this score was needed since deflation was not a threat to the euro area economy. The ECB President in answering a question at the relevant press conference declared that "There is certainly going to be subdued inflation, low inflation for an extended, protracted period of time, but no deflation".

Unlike the Federal Reserve and Bank of England, the ECB does not provide 'forward guidance' in the same way. Its own version of 'forward guidance' (adopted in July 2012) is the promise to keep interest rates at their current levels for an extended period, with the adamant statement that the ECB stands ready to maintain the high degree of monetary accommodation and even undertake more decisive action if conditions worsen. This, however, needs reinforcing along the lines of the Federal Reserve and the Bank of England, which pledge to explicit 'forward guidance'. However, the ECB developed the 'Outright Monetary Transactions' (OMT) bond-buying tool, only in secondary markets though, to back up that pledge, which was

unveiled in September 2012. There is also the condition that under OMT the ECB could buy unlimited amounts of short-maturity bonds in the secondary market of any country that signed up to fiscal conditions; it is also conditional for the relevant government that signs up for austerity-and-reform programme.

The European Stability Mechanism (ESM), the euro area's permanent bailout fund, was established in September 2012 as a permanent firewall for the euro area. It is designed to safeguard and provide instant access to financial assistance programs for member states of the euro area in financial difficulty, with a maximum lending capacity of €500 billion. The existing European Financial Stability Facility (EFSF) and the European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM) remained active until mid-2013. The EFSF and EFSM continued until then to handle money transfers and program monitoring for the previously approved bailout loans to the relevant euro-area countries.

Since September 2012, further details have emerged: the programme that might help those countries that were regaining market access shifted into a strict condition that they do have complete market access, so that a relevant candidate could be allowed access; instead of publishing OMT's legal documentation 'soon' after September 2012, the ECB has shifted stance to 'only publish when a country applies'. The Bundesbank opposes OMT on the ground that it is close to monetary financing, namely direct borrowing by governments from their central banks, which is claimed it is banned by the Maastricht treaty; although the treaty does permit the ECB to buy public debt in the secondary markets.

It is the case that Germany's Central Bank, the Bundesbank, has never warmed to the OMT. In any case, the matter was referred to the German constitutional court, which in its turn referred the ECB OMT scheme to the European Court of Justice (ECJ), the highest legal court in the EU, on 7 February 2014. The view of the German constitutional court is still that the OMT programme is not covered by the mandate of the ECB; it is, therefore, 'incompatible with primary law' (as reported in the Financial Times, 8 February 2014), and it violates the German constitution. It would deprive the German government of its fiscal sovereignty for it would force it to accept any generated losses. The court considers OMT as 'monetary financing' or 'debt monetisation', whereby the Central Bank prints money to finance sovereign debt; this in this view is outlawed under European treaties. This incident raises questions over the OMT's legality thereby providing ammunition to the ECB's critics and prolonging legal uncertainty over the OMT. The German constitutional court seems to have concluded that only the ECJ could decide on the matter. Be that as it may, whatever the outcome of the ECJ's decision, problems are inevitable. For if the ECJ's decision is to uphold the ECB's defence of bond buying, which would imply squarely that it is consistent with the ECB's monetary policy mandate, the EMU will then be in the awkward position: the highest court in the EU is not in agreement with the highest constitutional court's decision of one of the most powerful EMU countries. If the ECJ does not uphold the ECB's defence of bond buying, the ECB then will be in a very awkward position. It is clear, though, that both the Bundesbank and the Germany's constitutional court have registered their strong objection to monetary policies underpinning the euro. Whether another crisis is thereby in the offing, it is an interesting question.

Be that as it may, on the 14th of January 2015, the ECJ released an Advocate General opinion on the legality of the ECB's OMT. The ECJ found OMT in line with EU law, with a final ruling to be issued in the coming months. The ECB at its meeting on the 22nd of January 2015 decided to undertake QE. The ECB would purchase €60 billion of eurozone bonds and other safe financial assets, every month between March (2015) and September (2016), or until inflation is back to the ECB's inflation target. This implies total purchases worth around €1.1

trillion, equal to around 10% of the EMU's GDP. The ECB started the QE on 9 March 2015. Whether it would be successful is an interesting and relevant question. QE requires the ECB to buy sovereign or high quality bonds. But EMU banks, insurance groups and pension funds need these assets to meet their capital requirements. This could imply that the ECB would have to pay higher price to encourage institutions to sell their bonds, which would imply lower if not negative yields. So banks and other relevant institutions may not be persuaded to buy riskier assets, such as equities, to boost the economy. ECB may thus not be successful (see Financial Times, 'European QE may not be live up to Draghi's hopes', David Oakley, 9 March, 2015).

'Asset-Backed Securities' (ABS), mortgage-backed securities (MBS), 'Collateralised Debt Obligations' (CDO), 'Collateralised Loan Obligations' (CLO), and other similar 'securitised' financial assets, but clearly with a lower credit rating, would be accepted as collateral in return for the liquidity provided by the ECB; and at a lower haircut (a write down of the asset's value to reflect its riskiness) than it had done previously. In fact that took effect in October 2013 in view of required legal changes. This is only for banks from countries with difficult economic circumstances. The ECB is not willing to buy these assets directly – only as collateral. Indeed, and as reported in the Financial Times (28 January 2014) the President of the ECB criticised at a panel of the World Economic Forum, in the January 2014 Davos gathering, 'Quantitative Easing' as not being a 'magic tool' in view of the EU treaty that prohibits 'monetary easing'. The President argued for the ECB to buy instead a package of bank loans to the private sector if economic conditions worsened.

Further changes have occurred more recently. In June 2014 the ECB introduced new steps to counter deflation: reduced its benchmark interest rate from 0.25 percent to 0.15 percent; introduced a negative deposit rate, whereby the ECB would be charging commercial banks 0.1 percent on their deposits with it. As from September 2014, the 'Targeted Long-Term Refinancing Operation' (TLTRO) is introduced whereby banks can borrow for up to four years so long as they use the funds to lend to households and companies (exclusive of mortgages); the ECB announced that it would study the possibility of security purchases. Furthermore and in September 2014 the ECB reduced further its benchmark interest rate to 0.05, and changed its deposit rate to minus 0.2 per cent. The Bank also announced that it would begin purchasing private financial sector assets in October 2014; this is a broad purchase programme of private sector assets, essentially 'simple and transparent' asset backed securities and covered bonds. The aim of this initiative is to improve credit intermediation and thereby help the non-financial real-orientated EMU sector.

It is clear from the analysis in this section that the ECB intervenes in secondary markets only; it is subject to the conditionality of EFSF and ESM and acts as a Lender of Last Resort (LOLR) to banks and other financial institutions but not to the state-members of the EMU. These and the other problems discussed above suggest that significant changes are necessary in terms of the ECB and its monetary policy. A number of relevant suggestions are proposed below.

## **5. Required ECB and Monetary Policy Changes**

Reformulation of the objectives of the ECB to include high and sustainable levels of employment and economic growth, in addition to price stability (and indeed these objectives should also be firmly embedded in the European Constitution). The two-pillar strategy should be abandoned to avoid the serious problems discussed above, which can easily lead to loss of credibility, especially when the two pillars provide contradictory signals. The ECB must be made accountable to the European Parliament; the ECB statutes should be changed so that it

can clearly be involved in the co-ordination of fiscal and monetary policies. Ultimately ECB should be ready to take instructions from other European bodies, such as the ECOFIN. It is very important that the minutes of its rate-setting Governing Council are regularly published like the other major Central Banks, as for example the Bank of England case. Furthermore, and perhaps most importantly, the ECB should undertake explicitly and fully the role of lender of last resort, and should be made responsible for the stability of the EMU financial system. In this respect, the ECB should be responsible for all deposit insurance.

Full co-ordination of monetary policy, especially with fiscal policy and financial stability, is important. Monetary and fiscal policies both affect the level of aggregate demand, exchange rate and perhaps the rate of inflation, and this aspect points clearly towards coordination between monetary and fiscal policies. It is also important to note that the main operations of any Central Bank should be directed towards financial stability, so that prudential authorities take a system-wide perspective in regulation and supervision. The focus on the solvency of individual institutions as the case had been prior to August 2007 is simply not enough. The events leading to the 'great recession' testify to this important requirement; financial stability has not been addressed properly, and as such it requires further investigation and proper policy initiatives to account for it. The focus of financial stability should be on proper control of the financial sector so that it becomes socially and economically useful to the economy as a whole and to the productive economy in particular. Banks should serve the needs of their customers rather than provide short-term gains for shareholders and huge profits for themselves. In this system-wide attempt by Central banks, co-ordination of financial stability with monetary and fiscal policies becomes paramount.

But for the ECB to be able to manage what we have just suggested, further changes should be initiated, most important of which is the objectives of the ECB. Such changes should include that of the external value of the currency, and the rate of interest should be set with regard to its effect on the exchange value of the euro. The target exchange rate should be set by the Council of Ministers of the Eurogroup, and the ECB should be required to support that policy (through its interest rate and interventions in the foreign exchange markets). Under such circumstances the ECB rate of interest would have to be set with regard to its effect on the exchange value of the euro. It is very important for the EMU to formulate an official exchange rate policy and abide by it.

Finally, the achievement of full employment without inflationary pressures should be the ultimate objective. This does require an appropriate high level of aggregate demand, and the creation of sufficient capacity to support full employment. And as the President of the ECB stated recently "we need action on both sides of the economy: aggregate demand policies have to be accompanied by national structural policies"; indeed "aggregate demand policies will ultimately not be effective without action in parallel on the supply side" (Draghi, 2014). The ECB President went further to suggest that "it would be helpful for the overall stance of policy if fiscal policy could play a greater role alongside monetary policy, and I believe there is scope for this, while taking into account our specific initial conditions and legal constraints. These initial conditions include levels of government expenditure and taxation in the euro area that are, in relation to GDP, already among the highest in the world. And we are operating within a set of fiscal rules – the Stability and Growth Pact – which acts as an anchor for confidence and that would be self-defeating to break" (Draghi, op. cit.). This is an overdue proposal but it has limitations for the suggestion refers to the flexibility within the Stability and Growth Pact rules, which are extremely restrictive. The suggestion requires significant changes, which amount to abandoning the Stability and Growth Pact, and undertaking of course the kind of changes suggested in this section.

Substantial reduction of regional disparities is also necessary. The enhancement of the functions of the European Investment Bank (EIB), or a similar institution, to ensure high rates of capital formation across the EMU, becomes relevant. This suggestion is further enhanced when proper consideration is given to the present disparities in regional unemployment levels (and also in labour market participation rates) within the EMU. These disparities would suggest that even if full employment were achieved in some regions, there would still be substantial levels of unemployment in many others. There is, thus, a need for regional economic policies; a revamped EIB would be very important on this score.

## 6. Summary and Conclusions

We have discussed and assessed monetary and related policies of the ECB. In this way we have elaborated on the current economic policies in the EMU. A number of changes have been suggested, which require proper co-ordination of them. Without these significant changes the future of the EMU and the euro is not bright at all. Most important of it all is for the ECB to adopt fully the lender-of-last-resort function and move towards a banking union along with political integration as we have argued in another relevant publication (Arestis and Sawyer, 2013).

## References

- Angeriz, A. and Arestis, P. (2007) "Monetary policy in the UK", *Cambridge Journal of Economics*, 31(6), 863-884.
- Angeriz, A., Arestis, P. and McCombie, J. (2008) "Does Central Bank independence affect inflation persistence and volatility?", CCEPP Working Paper, Cambridge Centre for Economic and Public Policy, Department of Land Economy, University of Cambridge.
- Arestis, P. (2007) "What is the new consensus in macroeconomics?", in P. Arestis (ed.), *Is There a New Consensus in Macroeconomics*, Houndmills, Basingstoke: Palgrave Macmillan, 52-87.
- Arestis, P. (2009) "New Consensus Macroeconomics: a critical appraisal", in Hein, E., Niechoj, T. and Stockhammer, E. (eds.), *Macroeconomic Policies on Shaky Foundations – Whither Mainstream Economics?* Marburg: Metropolis, 165-186.
- Arestis, P. (2012) "Fiscal policy: a strong macroeconomic role", *Review of Keynesian Economics*, Inaugural Issue, 1(1), 93-108.
- Arestis, P. (2015) "Coordination of fiscal with monetary and financial stability policies can better cure unemployment", *Review of Keynesian Economics*, (Forthcoming).
- Arestis, P. and Sawyer, M. (2003) "Reinstating fiscal policy", *Journal of Post Keynesian Economics*, 26(1), 3-25.
- Arestis, P. and Sawyer, M. (2004) "Can monetary policy affect the real economy?", *European Review of Economics and Finance*, 3(3), 9-32.

- Arestis, P. and Sawyer, M. (2008) "Are the European Central Bank and Bank of England macroeconomic models consistent with the New Consensus in Macroeconomics?" *Ekonomia*, Vol. 11, No. 2, 51-68.
- Arestis, P. and Sawyer, M. (2013) "Economic and Monetary Union macroeconomic policies: current practices and alternatives", Houndmills, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Bank of England (2005) "The Bank of England Quarterly Model", London: Bank of England.
- Bayoumi, T. and Eichengreen, B. (1998) "Exchange rate volatility and intervention: implications of the theory of optimum currency areas", *Journal of International Economics*, 45, 191–209.
- Begg, D., Canova, F., De Grauwe, P., Fatás, P. and Lane, P. (2002) "Surviving the slowdown", Monitoring the European Central Bank 4, Centre for Economic Policy Research: London.
- Centre for European Policy Studies (CEPS) (2005) "EMU at risk", Seventh Annual Report, CEPS Macroeconomic Policy Group, Brussels: Centre for European Policy Studies.
- De Grauwe, P. and Polan, M. (2005) "Is inflation always and everywhere a monetary phenomenon?", *Scandinavian Journal of Economics*, 107(2), 239-259.
- Draghi, M. (2014) "Unemployment in the Euro area", Speech at the Annual Central Bank Symposium in Jackson Hole, 22 August. Available at: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140822.en.html>
- Estrella, A. and Mishkin, F. (1997) "Is there a role for money in monetary policy?", *Journal of Monetary Economics*, 40(2), 279-304.
- European Central Bank (ECB) (2004) "The monetary policy of the ECB", Frankfurt: Germany.
- European Central Bank (ECB) (2008) "European Central Bank: the first ten years, 1998-2009", *Monthly Bulletin* 10th Anniversary of the ECB, Frankfurt: Germany.
- Galí, J. and Gertler, M. (2007) "Macroeconomic modelling for monetary policy evaluation", *Journal of Economic Perspectives*, 21(4), 25-45.
- Goodhart, C.A.E. (2007) "Whatever became of the monetary aggregates?", The Peston Lecture delivered in honour of Maurice, Lord Peston, Queen Mary, University of London, February 28.
- Goodhart, C.A.E. (2009) "The continuing muddles of monetary theory: a steadfast refusal to face facts", in E. Hein, T. Niechoj and E. Stockhammer (eds.), *Macroeconomic Policies on Shaky Foundations – Whither Mainstream Economics?* Metropolis – Verlag: Marburg, Germany.
- Issing, O. (2003) "Evaluation of the ECB's monetary policy strategy", ECB Press Conference and Press Seminar, 8 May, Frankfurt: Germany.
- King, M. (2005) "Monetary policy: practice ahead of theory", *Mais Lecture*, Cass Business School, City University, London.

- Meyer, L.H. (2001) "Does money matter?", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 83(5), 1-15.
- Mundell, R.A. (1961) "A theory of optimal currency areas", *American Economic Review*, 53 (1) 657-664.
- Vieira, C. and Vieira, I. (2012) "Assessing the endogeneity of OCA conditions in EMU", *Manchester School*, 10(5), 77-91.
- Winkler, A. (2014) "The lender of last resort in court", Working Paper Series No. 207, Frankfurt: Frankfurt School of Finance and Management.
- Woodford, M. (2006) "Is money important for monetary policy?", Paper presented at the 4th ECB Central Banking Conference, 10-1 November, Frankfurt: Germany.

# O Tempo de Keynes nos Tempos do Capitalismo

Luiz Gonzaga Belluzzo\*

## Resumo

Este artigo tem como objetivo discutir o processo de construção do pensamento de John Maynard Keynes a respeito do capitalismo. Para tanto, discute-se as transformações econômicas, sociais e políticas sofridas no âmbito internacional, em geral, e inglês, em particular, que moldaram a realidade sobre a qual ele se propôs a refletir. Discute-se também a evolução dessas reflexões até a sua *magnum opus*, a Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, em que são apresentados os limites e as possibilidades de uma economia monetária da produção.

**Palavras-chave:** Keynes, demanda efetiva, incerteza, convenções.

## Abstract

This paper aims to discuss the process of construction of the thought of John Maynard Keynes about capitalism. Therefore, it discusses the economic, social and political transformations undergone in the world, in general, and in England, in particular, that have shaped the reality about which he reflected. It also discusses the evolution of these reflections until his *magnum opus*, The General Theory of Employment, Interest and Money, in which he presents the limits and possibilities of a monetary economy of production.

**Keywords:** Keynes, effective demand, uncertainty, conventions.

**JEL Classification:** B10, B22, B50, E44, E52, E62.

\* **Luiz Gonzaga Belluzzo** é Professor Titular do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas e Patrono da Associação Keynesiana Brasileira.

## 1. Introdução

Escrever sobre John Maynard Keynes é assumir um duplo risco. Primeiro, há que arrostar o perigo de ignorar contribuições importantes que cuidaram da biografia e da obra de um dos mais importantes intelectuais da primeira metade do século XX. Esse risco é incontornável porquanto a bibliografia sobre Keynes e o keynesianismo é tão vasta quanto variada nos pontos-de-vista.

Em segundo lugar, há que escapar do equívoco de amesquinhar a obra de Keynes ao espremê-la no espartilho do debate contemporâneo, marcado pela ridícula pretensão de tornar a economia um arremedo de “ciência”, no sentido mais vulgar e popularesco que a palavra possa comportar.

Mais do que um economista, Keynes era um homem que pretendia falar em nome do interesse público e que acreditava no poder de persuasão das ideias. Para Maynard, assim o chamavam os discípulos de Cambridge, o estudo da economia – uma ciência moral – só valia a pena como um meio para a realização dos valores que a sociedade moderna promete, mas não entrega, aos cidadãos.

Este artigo tem o objetivo, assim, de tão somente discutir alguns dos aspectos centrais das reflexões de Keynes sobre o capitalismo, de forma devidamente contextualizada, tanto no que diz respeito ao momento histórico em que essas questões foram levantadas, como no que se refere às características basilares daquilo que Maynard chamara de uma “economia monetária da produção”, cuja condição de instabilidade lhe é imanente.

## 2. Os Tempos de Keynes

As três últimas décadas do século XVIII assistiram à eclosão de transformações econômicas e políticas que culminaram na Revolução Francesa e na Revolução Industrial. Séculos antes, o renascimento do comércio promoveu a corrosão da base econômica e social do feudalismo e deu origem às cidades mercantis, cuja diferenciação social foi construída a partir da força transformadora da burguesia comercial e financeira em ascensão.

Na esfera política, o tumultuado processo de formação dos Estados nacionais concentrou o comando nas mãos dos monarcas absolutistas e criou o espaço político propiciador do desenvolvimento dos mercados. Norberto Elias, em seu *O Processo Civilizador*, escreve a respeito das Monarquias Absolutistas dos séculos XVII e XVIII, afirmando que:

A hora da forte autoridade central na sociedade altamente diferenciada soa quando a ambivalência de interesses dos mais importantes grupos funcionais se torna tão grande e o poder é tão uniformemente distribuído entre eles, que não pode haver nem uma solução conciliatória nem um conflito decisivo entre eles. (Elias, 1939, p.148).

Talvez seja recomendável reler o *Leviatã* de Thomas Hobbes à luz do *Príncipe* de Nicoló Machiavelli. A Holanda, a Inglaterra e a França e seus Estados Nacionais disputaram as honras da liderança nessas transformações. O século XVII foi palco de sucessivos conflitos militares, políticos e comerciais entre os Estados Nacionais. No período situado entre o final do século XVII e o século XVIII, Londres acelerou sua escalada mercantilista, derrotando Amsterdã e Paris como centro comercial e financeiro. A supremacia britânica imposta ao mundo pelo pioneirismo e pelo monopólio da indústria tem origem na acumulação de riqueza mercantil e financeira promovida pelo Estado Mercantilista, apoiado na faina colonialista das exclusividades concedidas às Companhias de Comércio.

Eli Heckscher, no clássico *Mercantilism*, resume magistralmente a conformação do mercantilismo à inglesa. Heckscher afirma que a ingerência direta do Estado nas Companhias era quase imperceptível. Em suas palavras (1931, p.449): “Muito mais importante era outra

tendência: a de transferir às companhias as prerrogativas de poder próprias do Estado”. Talvez seja conveniente reler Adam Smith à luz do mercantilista James Steuart. O expansionismo mercantil inglês nos séculos XVII e XVIII tinha bases domésticas firmes no avanço da indústria da lã, o que conferiu mais qualidade aos tecidos de Lancashire vis-à-vis seus competidores franceses. Em 1651, foi promulgado o *Navigation Act* que dava prioridade à frota britânica nos negócios ultramarinos, com o propósito de bloquear o acesso dos competidores aos portos ingleses e das colônias.

A criação do Banco da Inglaterra em 1694 foi decisiva para transformação da riqueza fundiária em riqueza mobiliária - monetária e financeira - na etapa da chamada acumulação primitiva. No centro das ações do Banco estava a administração da dívida pública, pedra angular da regulação da moeda e do crédito na Inglaterra. A administração do débito público deu origem ao mercado de negociação de títulos públicos e fomentou, ao mesmo tempo, o surgimento do rentismo como categoria social e a disponibilidade de fundos para o desenvolvimento da manufatura. O crescimento da dívida pública suscitou a ampliação da base tributária do Estado que recompensava seus súditos com o protecionismo e a acumulação de reservas metálicas nos cofres do Banco da Inglaterra, garantia do papel de Londres como centro financeiro do mundo. Na realidade, foi o desenvolvimento da finança inglesa e a fixação de Londres como centro financeiro internacional que abriram caminho para o padrão-ouro e não o contrário.

No século XVIII, diz Eric Hobsbawm, a Inglaterra não era feudal em qualquer sentido, mesmo no que diz respeito à sua aristocracia enriquecida, portadora de uma mentalidade mercantil. Na composição das chamadas “classes médias” prevaleciam os grandes comerciantes, banqueiros e negociantes de dinheiro. A riqueza estava concentrada em torno de Londres e os industriais auferiam rendimentos muito inferiores àqueles obtidos pelos mercadores e financistas. Mais ricos e influentes do que os empresários da indústria eram os altos funcionários da coroa, os que se valiam de privilégios e sinecuras, soldados, magistrados, todos incluídos na rubrica de “offices of profit under the crown” (Hobsbawm, 1962, p.16). A Revolução Industrial foi uma ruptura radical com o passado no que diz respeito aos métodos de produção e à utilização das fontes de energia inanimada. As reservas de carvão foram decisivas para o “salto” da manufatura inglesa à frente de seus competidores. O aperfeiçoamento para fins comerciais da máquina a vapor de Thomas Newcomen por James Watt, de um lado, e a publicação por Adam Smith da Riqueza das Nações, de outro, no mesmo ano de 1786, fornecem testemunhos incontestáveis a respeito da radical ruptura ocorrida nos modos de produzir: a utilização da energia, a divisão do trabalho e as formas de regulação da vida econômica e social.

Na sua marcha, o industrialismo mercantil, mais precisamente o mercantilismo industrial britânico, promoveu a constituição das forças produtivas ajustadas à sua natureza irrequieta. Apoiado no sistema de máquinas, o novo sistema de produção carregou nos ossos o progresso técnico, moveu a divisão social do trabalho e engendrou diferenciações na estrutura produtiva, promovendo encadeamentos intra e intersetoriais altamente dinâmicos, considerando-se o padrão prevalecente à época. No livro *The World Economy*, Angus Maddison estima que, entre 1820 e 1913, a renda per capita na Grã-Bretanha cresceu a uma taxa três vezes maior do que aquela apresentada no período 1700-1820.

São umbilicais as relações entre a Revolução Industrial e a revolução nos transportes e nas comunicações. É reconhecida a mútua fecundação entre a constituição do setor de bens de produção - apoiado nos avanços metalurgia e da mecânica - e a expansão da ferrovia e do navio a vapor. As façanhas da grande indústria e de seu sistema de máquinas no século XIX anteciparam a *industrialização* do campo e o surgimento dos novos serviços funcionais

gestados no rastro da expansão da grande empresa industrial e promovidos pela racionalização e burocratização dos métodos administrativos.

Em sua expansão mercantil, pois, a Revolução Industrial inglesa destruiu os sistemas produtivos das sociedades milenares incorporadas ao Império de Sua Majestade, mas também constituiu uma nova periferia e impulsionou as industrializações retardatárias no continente europeu e na Nova Inglaterra.

Essa reordenação da economia exigiu uma resposta também pronta dos países retardatários. Para a Alemanha de Bismarck, para os Estados Unidos de Alexander Hamilton e para os japoneses da revolução Meiji, a industrialização não era uma questão de escolha, mas uma imposição de sobrevivência das nações, de seus povos e de suas identidades. A extroversão comercial e financeira constitutiva do capitalismo industrial inglês abriu espaço para a adoção de estratégias industriais nos Estados Unidos e na Alemanha, regiões em que a divisão do trabalho, as relações mercantis e as políticas dos Estados Nacionais haviam atingido um maior desenvolvimento relativo.

Entre as três últimas décadas do século XIX e a Primeira Guerra, a economia mundial foi abalada pelas transformações provocadas pela Segunda Revolução Industrial. Neste período, as inovações se associaram ao processo de centralização do capital patrocinado pela nova finança americana e alemã. O aço, a eletricidade, os motores elétricos, o telégrafo, o motor a combustão interna, a química orgânica e os produtos sintéticos, assim como a farmacêutica, revolucionaram as bases técnicas do “novo capitalismo” dos trustes e dos cartéis.

Essas inovações, quase todas destiladas das retortas alemãs e americanas, alteraram radicalmente o panorama da indústria, até então marcado pelo carvão, pelo ferro e pela máquina a vapor. A aplicação simples e empírica da mecânica que caracterizou a Primeira Revolução Industrial cedeu lugar ao padrão germânico e norte-americano de utilização sistemática da *ciência* nos processos produtivos.

Publicado em 1920, o livro *Industry and Trade*, de Alfred Marshall, discute o declínio do monopólio britânico na indústria e avalia o desempenho dos Estados Unidos, da Alemanha e da França. Marshall acentua dois aspectos que considerava decisivos para a liderança alemã e americana: 1) aplicação da ciência aos novos processos industriais na siderurgia – o processo Bessemer –, na química, na eletricidade e no motor a combustão; e 2) a reestruturação empresarial que acompanhou as transformações tecnológicas e produtivas.

Em *As Consequências Econômicas da Paz*, por sua vez, Keynes escreveu um parágrafo sugestivo a respeito da rápida transição da Alemanha de país “agrícola” para a condição de gigante industrial da Europa. Disse ele (1919, p.7):

Em 1870, a Alemanha tinha uma população de aproximadamente 40 milhões. Por volta de 1892, esse número subira para 50 milhões. Em 30 de junho de 1914, para aproximadamente 68 milhões. Nos anos que imediatamente precederam a guerra, o crescimento anual era próximo de 850.000, dos quais apenas uma insignificante proporção emigrava<sup>1</sup>. Esse grande crescimento só foi possível por conta de uma transformação de longo alcance na estrutura econômica do país. De uma situação agrícola e em geral autossustentável, a Alemanha se transformou numa vasta e complexa máquina industrial, cujo funcionamento dependia do contrapeso de muitos fatores fora e dentro do País. Apenas operando essa máquina continuamente e a todo vapor, ela poderia encontrar ocupação para sua crescente população e os recursos necessários para comprar sua subsistência no estrangeiro. A máquina alemã era como um pião que, para manter seu equilíbrio, precisa rodar cada vez mais rápido.

---

<sup>1</sup> Em 1913 existiam 25.843 emigrantes da Alemanha. Destes, 19.124 foram para os EUA.

O capitalismo dos bancos de negócios e da grande empresa destronou a Inglaterra de sua preeminência industrial. A Segunda Revolução Industrial veio acompanhada de um processo extraordinário de ampliação das escalas de produção. O crescimento do volume de capital requerido pelos novos investimentos impôs novas formas de organização à empresa capitalista.

Na conferência pronunciada em 1927, no National Liberal Club, cujas notas foram recolhidas nos *Collected Writings* sob o título de *Liberalism and Industry*, Keynes chamou a atenção dos partidários do “Novo Liberalismo” para as transformações sofridas pela empresa e pela finança depois da Segunda Revolução Industrial. Para ele, os dias das pequenas unidades empresariais estavam terminados, “[...] em parte por razões técnicas, em parte por razões de mercado [...] Combinações no mundo empresarial e no mundo do trabalho estão na ordem do dia e seria inútil, além de tolo tentar combater isso” (Keynes, 1927a, p.642-43). Mais adiante, Maynard defendeu abertamente a tendência à formação de trustes e cartéis (“combines”) e passou a recomendar que o governo não só criasse regras estritas de regulamentação, mas também utilizasse as novas estruturas empresariais para garantir uma coordenação mais eficiente da economia sujeita às flutuações do investimento. Keynes vai além e sugere que a ação do governo se estenda à mediação das relações entre empresas e trabalhadores na definição de regras e fixação de acordos salariais. Segundo ele (1927a, p.646):

[O Estado] deve estar preparado para considerar a regulação dos salários dos grandes grupos industriais como sendo não apenas uma questão privada, de modo que ele deve tratar deliberadamente em suas políticas a melhoria do bem-estar econômico como o primeiro encargo sobre a riqueza nacional, ao invés de abandoná-la ao acaso das organizações e da barganha privadas.

A sociedade por ações tornou-se a forma predominante de estruturação da propriedade. Nos Estados Unidos e na Alemanha, os bancos de investimento e os bancos universais - na contramão dos bancos ingleses que concentravam suas operações no giro dos negócios e no financiamento internacional - passaram a avançar recursos para novos empreendimentos (crédito de capital) e a promover a fusão entre as empresas já existentes. Pouco a pouco, todos os setores industriais foram dominados por grandes empresas, sob o comando de gigantescas corporações financeiras. O movimento de concentração do capital produtivo e de centralização do comando capitalista reuniu enormes contingentes de trabalhadores nas cidades e tornou obsoleta a figura do empresário protagonista das inovações da Primeira Revolução Industrial, que confundia o destino da empresa com sua própria biografia.

A emergência dos formidáveis competidores tornou a manutenção do Império fundamental para atenuar o declínio econômico e financeiro da pérfida Albion. Mas, entre o final do século XIX e a aurora do século XX, as colônias davam sinais de inconformismo e manifestavam desejos de autonomia. Desde os domínios brancos, como Austrália, Canadá e Nova Zelândia, até as terras asiáticas e africanas, as rebeliões se sucediam.

A Guerra dos Boers de 1899 foi um golpe duro na hubris britânica e encontrou Keynes nas hostes pacifistas. As consequências políticas de uma guerra sangrenta vencida com extrema crueldade, a despeito das desproporções de forças entre os colonos de origem holandesa e as tropas inglesas, podem ser avaliadas pela profusão de manifestações de oposição popular.

Foram muitas as vozes literárias e políticas que auguravam um futuro sombrio para o Império Britânico. Se Maynard perfilhou as posições pacifistas, entre os conservadores não faltaram vozes pessimistas que bradavam a decadência dos tempos eduardianos. O poeta Rudyard Kipling passou da exaltação da força civilizadora da Inglaterra em plagas distantes e

bárbaras para a agressiva denúncia do esmaecimento das virtudes imperiais. O liberal Chesterton observou que Kipling amava a Inglaterra não porque ela fosse inglesa, mas porque ela era grande e poderosa e quando a grandeza parecia faltar, seu amor tornou-se rancoroso (Hynes, 1968). O historiador Geoffrey Barraclough, no livro *Introdução à História Contemporânea*, lembrou que os mais renitentes das classes dominantes insistiam em encontrar fórmulas para harmonizar as pretensões das colônias e a necessidade de manter o Império íntegro. Percebiam que sem o Império a Inglaterra estaria condenada a se transformar numa potência de segunda classe, diante da escalada dos Estados Unidos e da Alemanha.

Já no final do século XIX, na Era do Imperialismo, a intervenção estatal na esfera econômica, com destaque ao protecionismo comercial, anunciava a ascensão das burguesias nacionais dos países retardatários - como os Estados Unidos e a Alemanha -, que empreendiam seus processos de industrialização no interior da *Pax Britannica*. A politização dos processos econômicos e a agudização dos conflitos interimperialistas – ainda camuflada sob o véu ideológico do mercado autorregulado - foram as marcas registradas do capitalismo do final do século XIX e começo do século XX, até a eclosão da Primeira Guerra.

A Grande Guerra foi um terremoto que abalou os fundamentos da economia, da sociedade e sacudiu ambiente cultural da Europa. O abalo foi devastador. Soçobraram as fantasias que as classes dominantes tinham a respeito de seus valores e convencimentos e as ilusões que embalavam as classes subalternas nos respeitos às classes dominantes e dirigentes.

Em *As Consequências Econômicas da Paz*, as reflexões de Keynes derramadas nos capítulos que cuidam da Europa antes e depois da guerra, são uma tentativa de demonstrar a insubsistência dos pressupostos que sustentaram a Ordem Liberal Burguesa da *belle époque*. A insistência em tentar reanimá-los - sobretudo a insistência na volta ao padrão-ouro - só daria sustentação e fôlego à restauração das rivalidades e dos conflitos.

No livro, Keynes eviscerou o Tratado de Versailles e apontou a miopia dos vencedores que concentraram suas demandas na destruição econômica e social da Alemanha ao exigir as reparações, ao mesmo tempo em que submetiam o país vencido ao esmagamento de sua capacidade econômica. Entre os leitores da obra estava Sigmund Freud, que se tornou um admirador do talento de Keynes ao descrever o jogo das personalidades na Conferência: o francês Clemenceau, o americano Wilson e o britânico Lloyd George.

### **3. Keynes em seu Tempo**

Em sua obra-prima *Cultura e Sociedade*, Raymond Williams escreve um capítulo esclarecedor sobre os ensaios de John Stuart Mill redigidos entre 1838 e 1840. Stuart Mill faz um esforço para conciliar as divergências entre o utilitarismo de Jeremy Bentham e o idealismo de Samuel Taylor Coleridge, em um momento em que o utilitarismo sofria uma forte reação crítica.

Nos estertores do século XVIII já proliferavam as críticas aos males do industrialismo. As críticas e os clamores ecoavam duas vozes antitéticas: uma ecoava as resistências do conservador, adversário feroz da Revolução Francesa e da democracia, Edmond Burke; a outra enunciava as revoltas do panfletário radical William Cobbet. Entre o final do século XVIII e o começo do XIX, eles se sucederam nas denúncias dos males produzidos pela Revolução Industrial e por suas consequências sociais e políticas. A despeito de suas diferenças, o ultraconservador Burke e o radical Cobbet investiram contra os desajustes provocados pelo caráter revolucionário da indústria e as formas de convivência nascidas do surgimento da classe trabalhadora industrial.

Assentada sobre suas bases materiais, a economia da indústria promoveu a nova sociabilidade, aquela amparada nas realidades do assalariamento generalizado e nas aspirações de liberdade e de autonomia individual.

Na mesma toada, o industrialismo capitalista suscitou o desenvolvimento da metrópole, tabernáculo da modernidade, cuja efervescência cultural exprimia as dissonâncias entre os prodígios da riqueza material e as misérias sociais. A crença na ideia de Progresso inscrita nos pórticos do século XIX encontrou-se com as interrogações expostas nas obras de Balzac, Dickens, Baudelaire, Flaubert e Zola.

Keynes nasceu em 1883, o ano da morte de Karl Marx. Já no início do século XX, quando o jovem Keynes deixava Eton para estudar em Cambridge, a Inglaterra se contorcia entre as lembranças das glórias imperiais da Era Vitoriana e a sensação de decadência que marcou a Era Eduardiana. Admitido em 1903 nos Apóstolos, o sodalício secreto dos livre-pensadores de Cambridge, Keynes tornou-se secretário da sociedade dois anos depois. Ficou conhecido por sua impaciência com os talentos medianos e pela arrogância com que tratava os pretendentes<sup>2</sup>.

Neste momento, prospera o socialismo Fabiano do casal Webb, Sidney e Beatrice, com franca adesão de George Bernard Shaw. Da mesma explosão antivitoriana emergiu o movimento sufragista. Esse movimento social não se restringia ao direito de voto das mulheres, mas envolveu a luta social pela igualdade de direitos, tema que foi abraçado por Keynes em sua permanente rebelião contra a moral vitoriana. O movimento sufragista contou com a participação ativa de Florence Ada Keynes, a mãe de John Maynard.

Nos Apóstolos e no ambiente do Bloomsbury Group, Keynes desenvolveu suas concepções da vida social e da condição humana. Na juventude Keynes abraçou a filosofia moral inspirada no idealismo de Samuel Coleridge e no platonismo de G. E. Moore.

No artigo *Minhas Primeiras Crenças*, publicado em 1938, Keynes (1938, p.447-48) faz uma exposição brilhante do platonismo de Moore, mas termina por confessar os pecados dessa filosofia moral:

Estávamos entre os primeiros a escapar do benthamismo. Mas éramos os herdeiros impenitentes e os últimos defensores de outra heresia oitocentista. Estávamos entre os últimos dos utopistas, ou melhoristas, como às vezes são chamados aqueles que acreditam em um progresso moral contínuo pela virtude de que a raça humana já consiste em pessoas confiáveis, racionais, decentes, influenciadas pela verdade e padrões objetivos, que podem ser seguramente libertadas das restrições externas das convenções e dos padrões tradicionais e das regras inflexíveis de conduta, e deixadas, de agora em diante, às suas próprias capacidades sensoriais, motivações puras e intuições confiáveis do bem. A visão de que a natureza humana é racional tinha, em 1903, uma longa história por trás dela. Ela calçava a ética do auto-interesse – auto-interesse racional, como era chamado – tanto quanto a ética universal de Kant ou Bentham que visava o bem comum; isto porque, à medida que o auto-interesse era racional, se supunha que os sistemas egoístas e altruístas conduziram, na prática, às mesmas conclusões... Não era apenas que intelectualmente erámos pré-freudianos, mas nós tínhamos perdido algo que nossos antecessores tinham sem substituí-lo.

Essa digressão pode ser entendida como uma autocrítica cruel das *primeiras crenças*: a fuga do individualismo utilitarista atolou no pântano do individualismo platônico enclausurado nas abstrações dos “estados mentais” de Moore do bom, do bem e do belo. Em *Minhas*

---

<sup>2</sup> Os Apóstolos nasceram em Cambridge em 1820 sob o nome de Cambridge Conversazione Society, composta de 12 membros, recrutados conforme critérios indefinidos e aplicados de forma secreta.

*Primeiras Crenças*, Keynes (1938, p.445) sintetiza os efeitos do choque causado pela Grande Guerra sobre as consciências da contra-elite inglesa acantonada em Bloomsbury: “*Existíamos no mundo dos Diálogos de Platão; não tínhamos alcançado a República, muito menos As Leis.*”.

As abstrações do *Ideal* de Moore desmancharam-se diante dos horrores da vida concreta revelados pela guerra. Em suas palavras (1938, p.447):

Não estávamos conscientes de que a civilização era uma crosta fina e débil construída pela personalidade e pela vontade de alguns poucos, e sustentada apenas por regras e convenções habilmente transmitidas e engenhosamente preservadas.

Essa foi reviravolta espiritual que persistirá como fundamento filosófico e metodológico da obra econômica de Keynes: das fantasias individualistas e racionalistas do *Principia Ethica*, para os cruéis labirintos da história, da temporalidade e da incerteza.

Já no *Treatise on Probability*, Keynes buscava os fundamentos de uma teoria das probabilidades marcada pela diferença entre o mundo físico e o mundo moral. Nele, Keynes rejeita as tentativas de substituição do enunciado determinista, linear e uniforme das leis da ciência clássica pela versão probabilística que pretendia enunciá-las em termos “atomísticos”, atribuindo valores calculáveis a eventos independentes. Para ele, não é legítimo supor que os eventos do mundo social e moral, onde se efetuam as avaliações econômicas, possam ser objetos de um cálculo matemático, como se tratasse da atribuição de probabilidades numéricas a um jogo de dados. No mundo social e moral, as probabilidades estão condicionadas ao “peso do argumento”, o que envolve uma avaliação qualitativa das circunstâncias históricas e concretas em que são tomadas as decisões humanas.

Maynard terminou por abraçar a crença de que a sociedade e o indivíduo são produtos da tradição e da história. – “regras e convenções habilmente transmitidas e engenhosamente preservadas”. Tinha horror ao igualitarismo utilitarista de Bentham. Por isso, continuou a cultivar os valores de uma irreverente moral antivitoriana e não abandonou o princípio da sociedade como *unidade orgânica* ao tratar dos fenômenos do mundo moral. Depois da guerra e de Versailles, Maynard acentuou sua rejeição do liberalismo vitoriano.

No seu célebre artigo de 1926, *O Fim do Laissez-Faire*, John Maynard Keynes faz uma apresentação, ao mesmo tempo erudita e cruel, das incongruências entre a ideologia do liberalismo econômico puro e duro e as novas realidades construídas pelo incessante movimento de transformação do capitalismo. Irreverente, ridicularizou a vulgarização do ideário liberal exposto nas *Lições Simples para o Uso dos Jovens*, panfleto que a Sociedade para a Promoção do Conhecimento Cristão do Arcebispo Whately “*distribuía indiscriminadamente*”. As tais *Lições* predicavam aos jovens ensinamentos inefáveis:

Provavelmente, deve causar mais dano do que bem qualquer interferência do governo nas transações monetárias dos homens, seja emprestando e tomando emprestado, ou comprando e vendendo qualquer coisa’.

A verdadeira liberdade é

[...] que cada homem deveria ser deixado livre para dispor de sua própria propriedade, de seu próprio tempo, de sua própria força e habilidade, qualquer que seja a maneira que ele julgar adequada, desde que não prejudique seus vizinhos. (Keynes, 1926, p.280).

Keynes (1926, p.280) fulminou:

Em suma, o dogma se apropriou da matriz educacional. Tornou-se um receituário de manual. A filosofia política que os séculos XVII e XVIII forjaram para derrubar reis e prelados se converteu em leite para bebês e, literalmente, adentrou o quarto das crianças.

Na mesma toada, ele vergastou a ideia de que a busca do interesse privado levaria necessariamente ao bem estar coletivo. Em suas próprias palavras (1926, p.288):

Não é uma dedução correta dos princípios da teoria econômica afirmar que o egoísmo esclarecido leva sempre ao interesse público. Nem é verdade que o auto-interesse é, em geral, esclarecido.

Como seus amigos de Bloomsbury, Keynes era intolerante com a hipocrisia das classes dominantes, mas guardava uma distância aristocrática em relação às classes subalternas. Desejava a igualdade, mas repudiava o igualitarismo que atribuía aos benthamitas e marxistas que, segundo ele, também eram filhos do utilitarismo e do “vício ricardiano”.

Neste particular, Keynes não estava distante de Bernard Shaw, cujo socialismo era ostensivamente avesso às massas brutalizadas pelas inclemências da vida urbana engendradas pelos atropelos do capitalismo manchesteriano.

Ao justificar sua adesão ao Partido Liberal (*Am I a liberal?*), Keynes revela seus preconceitos contra a sociedade de massas e sua democracia. Ele se pergunta (1925, p.295):

Qual é a verdadeira repulsa que me mantém afastado do Partido Trabalhista? Eu não posso explicar isso sem abordar minha posição fundamental. Eu acredito que no futuro, mais do que nunca, questões sobre a estrutura econômica da sociedade serão de longe os temas políticos mais importantes. Eu acredito que a solução correta envolverá elementos intelectuais e científicos que estarão acima da compreensão da vasta massa de eleitores mais ou menos iletrados. Agora, numa democracia, todo partido depende dessa massa de eleitores cuja capacidade de compreensão é baixa, e nenhum partido atingirá o poder sem ganhar a confiança desses eleitores através de sua persuasão em termos gerais, seja no tocante à intenção de promover seus interesses ou de gratificar suas paixões.

Esses valores e preconceitos não o impediram, senão o empenharam na batalha para a redução da influência do econômico na vida dos cidadãos e na luta pela ampliação no avanço do aperfeiçoamento do indivíduo. Keynes, como Shaw, acreditava que o futuro estava reservado para uma sociedade de indivíduos “esclarecidos” capaz de realizar as promessas da liberdade, autonomia e aperfeiçoamento do homem moderno. Na nova sociedade, como na república de Platão, as vulgaridades das massas e a acumulação de riqueza material estariam sob o controle dos sábios e não submetida aos caprichos e azares, vulgaridades do mercado e de seus protagonistas ignorantes.

Em um trecho da resenha crítica ao livro *The World Of William Clissold*, de H. G. Wells, Keynes revela que Wells recomendava o recrutamento dos revolucionários na Direita e não na Esquerda. Segundo ele (1927b, p.319):

Devemos persuadir esse tipo de homem, que agora se diverte criando grandes negócios, de que coisas maiores o esperam e o divertirão ainda mais. Esta é a ‘Conspiração Pública’ de Clissold. A direção de Clissold é a Esquerda. Muito à Esquerda. Mas, ele precisa buscar na Direita a força criativa e a determinação construtiva que o levarão para lá. Ele (Clissold) se descreve como temperamental e fundamentalmente um Liberal. No entanto, o Liberalismo político precisa morrer para nascer de novo com traços mais firmes e desejos mais claros.

Os últimos parágrafos da resenha do livro de Wells, realizada por Maynard, combinam ironia e desencanto. Keynes se indaga porque os homens práticos, como *Clissold*, acham mais divertido ganhar dinheiro ao invés de participar de uma conspiração. Responde (1927b, p.320): “[...] eles flutuam em torno do mundo buscando algo em que possam grudar sua libido abundante. Mas não encontram. Eles gostariam de serem apóstolos. Mas não podem. Permanecem homens de negócios.”

Publicado em 1930, na revista *Nation and Atheneum*, e republicado em 1931, nos *Essays in Persuasion*, no artigo *As Possibilidades Econômicas de Nossos Netos* Keynes pretendia superar o pessimismo que afligia os tempos da Grande Depressão. Tempos açoitados pela derrocada econômica, pelo desespero social e pela turbação política.

No seu estilo peculiar, avesso aos cacoetes da linguagem usual dos economistas, Keynes desenha as possibilidades econômicas dos próximos cem anos. Em sua visão, impulsionada pelo avanço tecnológico e pela rápida acumulação produtiva, o capitalismo criou as condições para a superação das limitações impostas milenarmente à satisfação das necessidades humanas básicas. Essa vitória sobre a escassez acenou com a fruição de uma vida boa, moral e culturalmente enriquecedora para homens e mulheres. Mas, em sua maníaca obsessão pela acumulação monetária, o capitalismo cria tantos problemas quanto os que consegue resolver. A admirável “criatividade” produtiva e tecnológica não consegue realizar a promessa da vida boa. Os poderes que o convocam à produção da abundância são os mesmos que submetem as criaturas humanas ao vício do consumismo, à permanente insatisfação das necessidades ilimitadas, aos grilhões do impulso insaciável da acumulação de riqueza monetária.

Nesse texto perturbador para o *ethos* da sociedade aprisionada nas engrenagens da concorrência, Keynes (1930, p.328-29) escreveu:

Não há nenhum país, nenhum povo que possa vislumbrar a era do tempo livre e da abundância sem um calafrio. Pois fomos educados para o esforço aquisitivo e não para fruir [...]. Se avaliarmos o comportamento e as realizações das classes abastadas de hoje, as perspectivas são deprimentes! [...] Os que dispõem de rendimentos diferenciados, mas não possuem deveres ou laços, falharam, em sua maioria, de forma desastrosa no encaminhamento dos problemas que lhes foram apresentados [...]. Devemos abandonar os falsos princípios morais que nos conduziram nos dois últimos séculos. Eles colocaram as características humanas mais desagradáveis na posição das mais elevadas virtudes.

O “amor ao dinheiro”, dizia Keynes, é o sentimento que move o indivíduo na economia capitalista, vale dizer, na economia monetária da produção. A acumulação de riqueza é socialmente benfazeja quando capaz de viabilizar o progresso material das comunidades e a disseminação dos confortos e facilidades da vida moderna. Mas, fator de progresso e de mudança social, “*the love of money*” termina por degenerar em vício e tormento para o homem moderno.

#### **4. O capitalismo de Keynes e a demanda efetiva**

*Nos textos preparatórios da Teoria Geral, manuscritos publicados tardiamente no volume XXIX dos Collected Writings, Keynes (1933, p.63-4) escreveu:*

[...] a organização econômica da sociedade consiste, de um lado, em um número de firmas ou empreendedores que possuem equipamento de capital e comando sobre os recursos sob a forma de dinheiro, e, de outro, em um número de trabalhadores buscando emprego. Se a firma decide empregar trabalhadores para usar o equipamento de capital e gerar um produto, ela deve ter suficiente comando sobre o dinheiro para pagar os salários e as matérias-primas que adquirem de outras firmas durante o período de produção, até o momento em que o produto seja convenientemente vendido por dinheiro.

A economia empresarial imaginada por Keynes funciona de acordo com o circuito dinheiro-mercadoria-mais dinheiro, D-M-D', sendo  $D' = D + \Delta D$ , segundo ele (1933, p.81) “*a profícua descoberta de Karl Marx*”. O objetivo da produção no capitalismo de Keynes não é a maximização do produto apropriado pelos empresários, mas, sim, a maximização do lucro monetário, o que pode coexistir com produto menor. Em suas palavras (1933, p.82): “O empresário está interessado, não no volume de produto, mas no valor monetário que vai cair

em suas mãos, mesmo se a esse lucro corresponda um volume de produto menor do que antes.”.

Os que se consideram herdeiros da tradição keynesiana dão pouca atenção às conexões que Keynes estabelece na constituição da economia empresarial-capitalista entre a divisão social do trabalho, a propriedade privada dos meios de produção e o caráter eminentemente monetário da economia. Nela, os bancos e demais instituições financeiras desempenham funções essenciais na administração da moeda e do crédito. Uma economia capitalista, assim, não pode existir sem dinheiro, sem um sistema de crédito desenvolvido, tratando-se, pois, de uma economia de endividamento. O sistema de crédito viabiliza a ampliação dos lucros (Belluzzo e Almeida, 1999).

A fórmula da circulação do capital utilizada nos manuscritos de 1933 tem o propósito de afirmar o caráter *originário* do gasto monetário capitalista, num duplo sentido, a saber: i) uma classe social tem a faculdade de gastar acima de sua renda corrente; e ii) esta decisão cria um espaço de valor (a renda nominal), mediante o pagamento dos salários sob a forma monetária.

Ao contrário da lei de Say, segundo a qual a oferta cria a sua própria demanda, para Keynes é o gasto que cria a renda. Assim, o que permite ao capitalista gastar acima de sua renda corrente é a existência - na economia monetária da produção - do sistema bancário e do crédito, capaz de “adiantar” liquidez para suportar as decisões de gasto dos empreendedores. Com efeito, o investimento pode ser realizado sem a existência de poupança prévia, sendo inclusive o determinante da poupança via processo multiplicador da renda.

As decisões de demanda efetiva levam em conta, simultaneamente, as expectativas empresariais a respeito do consumo corrente e da produção corrente de bens de capital (investimento). Na Teoria Geral, sob a ótica da hierarquia das decisões que sustenta a hipótese da demanda efetiva, Keynes volta a trabalhar com os dois departamentos já utilizados nas “equações fundamentais” do Tratado da Moeda: o que produz bens de consumo e aquele destinado à produção de bens de investimento. Os departamentos estão contemplados nos conceitos que ele (1936a, p.43) denomina de “*expectativas de curto prazo e expectativas de longo prazo*”.

A construção do princípio da demanda efetiva supõe, pois, um tratamento não convencional das relações entre oferta e demanda: o preço de oferta agregada é definido como a *expectativa* de receitas - deduzidos os custos dos fatores - que os empresários esperam receber, caso ofereçam (nos dois departamentos) um determinado volume de emprego e um dado nível de ocupação da capacidade instalada. A demanda efetiva, dessa forma, é *imaginada* pelos empresários a partir das expectativas de rendimentos - deduzido o *custo de uso*<sup>3</sup> - que esperam receber dos gastos em consumo e investimento por parte da comunidade.

A demanda efetiva é um conceito fundado no “estado de expectativas” dos que decidem a produção nos dois departamentos. Não se confunde, portanto, com o que se convencionou chamar de demanda agregada, um conceito-resultado. A intersecção entre as funções de oferta e demanda determina um ponto em que se *efetivam* as decisões dos empresários-capitalistas, a partir de certo estado de expectativas. Esse ponto se desloca ao longo da curva de “demanda efetiva” diante das mudanças das avaliações empresariais. Na realidade, Keynes está afirmando a interdependência entre oferta e demanda na economia capitalista submetida ao controle das decisões por uma categoria social.

---

<sup>3</sup> Custo de uso diz respeito ao sacrifício que faz o empresário ao utilizar o seu equipamento em vez de deixá-lo inativo. Essa avaliação está submetida também ao princípio da incerteza.

No artigo *A Teoria Geral do Emprego* de 1937, Keynes responde às questões suscitadas por Jacob Viner, expondo de maneira clara o processo de geração da renda em uma economia capitalista. Segundo ele (1937, p.177), na “economia como um todo”:

[...] as rendas são geradas, em parte, por empresários que produzem para investimento e, em parte, por sua produção para o consumo. A quantidade que é consumida depende do montante da renda assim gerada. Portanto, a quantidade de bens de consumo que compensará aos empresários produzir depende da quantidade de bens de investimento que eles estão produzindo. Se, por exemplo, o público tem o hábito de gastar nove décimos de sua renda na compra de bens de consumo, disso resulta que, se os empresários tivessem de produzir bens de consumo a um custo maior do que nove vezes o custo dos bens de investimento que estão produzindo, alguma parte de sua produção não poderia ser vendida a um preço que cobrisse os custos de produção. Isto porque os bens de consumo colocados no mercado teriam de custar mais do que nove décimos da renda agregada do público e, portanto, excederia a procura de bens de consumo que, por hipótese, é de apenas nove décimos. Assim, os empresários sofrerão um prejuízo até reduzirem sua produção de bens de consumo a um montante que não exceda nove vezes sua produção corrente de bens de investimento.

Neste artigo, respondendo às interpelações de Viner, Keynes afirma que sua indagação central diz respeito à influência que uma flutuação do investimento terá sobre a procura da escala da produção e do emprego “como um todo”. Não se trata de investigar qual o montante de investimento necessário para “ajustar” a demanda agregada à oferta. Esta forma de colocar a questão é a “mãe solteira” do keynesianismo bastardo.

Keynes prossegue, advertindo que, naturalmente, o exemplo é demasiado simples para exprimir toda a complexidade do fenômeno. Mas insiste (1937, p.177) na ideia de que “há sempre uma fórmula, mais ou menos deste tipo, vinculando a produção de bens de consumo que vale a pena produzir à produção de bens de investimento; e eu atentei para isso em meu livro sob a denominação de ‘multiplicador’.” Devem ser sublinhadas, neste trecho, três proposições, a saber: i) a renda é criada pelo gasto capitalista na produção de bens de investimento e de bens de consumo; ii) os gastos de consumo dependem do montante da renda; e iii) o investimento é a variável determinante do processo de ajustamento da renda e, portanto, da capacidade de consumo do assim chamado “público”.

Dessa forma, o princípio da demanda efetiva não depende, em qualquer sentido, de uma suposição de insuficiência do consumo ou, reversivamente, de uma hipótese de “excesso” de poupança. Keynes (1936b, p.210) rejeitou ambas, de forma peremptória, numa carta a Hobson de fevereiro de 1936:

A aparente insuficiência do consumo, nesta circunstância, não é realmente devida a uma ausência da capacidade de consumo, senão ao declínio das rendas. Este declínio das rendas é devido ao declínio do investimento ocasionado pela insuficiência dos rendimentos do novo investimento quando comparado com a taxa de juro. Assim, o declínio do investimento, reduzindo as rendas abaixo do normal, aparenta produzir um excesso de bens de consumo. Mas, da mesma forma que a aparência de superinvestimento não significa efetivamente a existência de superinvestimento de um ponto de vista social, também o aparente excesso de bens de consumo não representa um excesso verdadeiro sobre o que deveria ser a capacidade social de consumo. Se medidas são tomadas para aumentar o investimento, o efeito disso sobre a renda elevará a demanda até o ponto em que desapareça essa aparente redundância.

A demanda efetiva é um conceito *ex-ante* e essa caracterização é afirmada por Keynes em sua resposta ao economista sueco Bert Ohlin. Aí Keynes reafirma o “genuíno” caráter *ex-ante* da decisão de investimento e rejeita, mais uma vez de forma peremptória, a ideia de

necessidade de poupança *ex-ante* para a viabilização do investimento. Keynes formula o conceito de “propensão a consumir” justamente com o propósito de subordinar o consumo (e a poupança) à evolução da renda. Consumir (e poupar) é decisão que afeta o “público” a partir da renda formada pelo gasto empresarial. Aos empresários cabem as decisões cruciais de gasto, seja para colocar em operação o estoque de capital existente (produção corrente e curto prazo), seja para ampliar a capacidade produtiva mediante o investimento (longo prazo). Com isso, Keynes estabelece uma hierarquia de decisões entre empresários possuidores dos meios de produção e com acesso ao crédito e o “público” que depende daquelas decisões para fruir a renda e o consumo.

Nesse sentido, ele sustenta que a poupança é um “ato negativo”, pois quem decide “poupar” uma parte de sua renda corrente com o objetivo de aumentar o seu estoque de riqueza privada tem a pretensão de utilizá-lo como um poder social na captura de uma fração maior do valor abstrato em processo de criação. Na hipotética economia fechada, quanto maior a propensão a poupar das famílias, menor será a receita das empresas que produzem bens de consumo, com declínio do emprego e da renda do setor. Ademais, maior será o endividamento de empresas e trabalhadores, para não falar do desemprego. Isto significa que, do ponto de vista da produção como um todo, é logicamente impossível um aumento da poupança agregada nessas circunstâncias.

As poupanças decorrentes do novo fluxo de renda ampliam o estoque já existente de direitos sobre a renda e a riqueza, constituindo o funding novo do sistema bancário e/ou do mercado de capitais, para a viabilização da consolidação financeira das dívidas assumidas pelos empresários para a realização do investimento. O sistema bancário, em razão de sua capacidade de criar moeda escritural, têm a capacidade de disponibilizar a liquidez para viabilizar os gastos dos empresários em bens de investimento e bens de consumo.

A decisão de investir é complexa porque requer a avaliação das várias dimensões e formas da riqueza nova que se imagina criar. No caso da aquisição de um bem de capital, a nova riqueza é materialmente definida, ou seja, serve (“facilita”, segundo a expressão utilizada por Keynes) à produção de determinado bem (ou bens). O desejo de criá-la não é, por isso, um desejo abstrato de “possuir mais riqueza”, como no ato de poupar. Da posse de um novo bem de capital, o empresário espera um rendimento provável descontado à taxa monetária de juro (de longo prazo) determinada no mercado secundário de títulos, decorrente da disputa entre ursos (baixistas) e touros (altistas).

Do ponto de vista keynesiano, a relação entre poupança e investimento envolve uma questão moral e prática, inscrita na própria ética auto-alegada do capitalismo. Os valores capitalistas celebram a iniciativa e o mérito. O empresário investidor salta os abismos da incerteza para aumentar a sua riqueza, em termos monetários, tendo como subproduto a elevação da renda e do emprego da comunidade. O poupador, por sua vez, em uma atitude individualista e antissocial, se refugia na posse de ativos mais ou menos líquidos – em momentos de ruptura do estado geral de expectativas e alta incerteza, na própria moeda, frise-se.

## **5. Moeda, mercados de riqueza e instabilidade**

No mesmo artigo mencionado, *A Teoria Geral do Emprego*, de 1937, Keynes discute as concepções de dinheiro dos economistas clássicos. Para ele, os clássicos deixaram de sublinhar as duas funções cruciais do dinheiro numa economia monetária: enquanto numerário, o dinheiro denomina o valor monetário de bens, serviços e contratos; enquanto “reserva de valor”, o dinheiro é a forma final de acumulação de riqueza no capitalismo. Dissera Maynard (1937, p.173): “*Nosso desejo de manter o dinheiro como reserva de valor constitui um barômetro do grau de nossa desconfiança e de nossos cálculos e convenções quanto ao*

*futuro*". Em seguida, Keynes revela as origens freudianas do "amor ao dinheiro". Ainda de acordo com ele (1937, p.173):

Embora este sentimento em relação ao dinheiro também seja convencional e instintivo, ele atua, por assim dizer, no nível mais profundo de nossa motivação. Ele se enraíza nos momentos em que se enfraquecem as mais elevadas e as mais precárias convenções. A posse do dinheiro real tranquiliza a nossa inquietação; e o prêmio que exigimos para nos separar dele é a medida do grau de nosso desassossego.

O prêmio que exigimos para nos separar do dinheiro é a taxa de juros, "medida de nossa inquietação". As decisões capitalistas supõem, portanto, a *arbitragem* permanente entre o presente e o futuro. Só desse ponto de vista é possível compreender o quase enigmático capítulo XVII da Teoria Geral, onde Keynes apresenta e desenvolve o conceito de *taxa própria* de juro dos ativos. A taxa própria de juro de um ativo de capital reprodutivo é o fluxo líquido de rendimentos, medidos em termos de si mesmo, que a sua utilização pode proporcionar ao longo de sua vida útil. Keynes, dessa forma, desenvolveu uma teoria de escolha de ativos nesse capítulo, mostrando que as taxas próprias de juros de todas as classes existentes de ativos tendem à convergência, via processo de arbitragem, mas a partir de diferentes graus de liquidez.

No capítulo XII da Teoria Geral, Keynes cuidou da psicologia de massas que infesta os mercados "organizados", frequentemente açoitados por violentas oscilações entre euforia e desilusão. Em suas palavras (1936a, p.114):

Este é o resultado inevitável dos mercados financeiros organizados em torno da chamada 'liquidez'. Entre as máximas da finança ortodoxa, seguramente nenhuma é mais antissocial que o fetiche da liquidez, a doutrina que diz ser uma das virtudes positivas das instituições investidoras concentrar seus recursos na posse de valores 'líquidos'.

A demanda capitalista pode se concentrar no dinheiro, ou em ativos com alto grau de liquidez já existentes que possuem elasticidades muito baixas (ou nulas) de produção e de substituição. Essa demanda *não é efetiva* no sentido da ampliação dos níveis de produção e emprego, pois não suscita a contratação de novos trabalhadores para satisfazê-la.

A taxa monetária de juro é uma das variáveis independentes do "modelo" construído na Teoria Geral, juntamente com a propensão marginal a consumir e a eficácia marginal do capital. Formada nos mercados "organizados" que transacionam ativos com diferentes graus de liquidez, a taxa de juro monetária juntamente com a eficácia marginal do capital e a propensão a consumir exprimem o "estado de confiança" dos possuidores de riqueza. Independentemente das transformações "institucionais" que a economia monetária da produção possa sofrer em suas configurações históricas, não há como escapar da função "reguladora" dos mercados que avaliam os direitos de apropriação da renda e da riqueza, estabelecendo *as condições* em que se organiza e se efetua o processo de valorização na esfera produtiva. A taxa de juros exprime, em cada momento, a maior ou menor preferência do "público" pela posse, agora, da forma geral da riqueza.

As convenções desempenham um papel fundamental na economia monetária da produção. Esse papel é especialmente importante na formação de preços dos ativos, reais e financeiros – que descontam seus rendimentos esperados à taxa monetária de juros submetida às oscilações da preferência pela liquidez. Estas decisões intertemporais não têm bases firmes, isto é, não há "fundamentos" que possam livrá-las da incerteza.

Tal como Marx, que falava do fetichismo das mercadorias e do dinheiro como decorrentes das relações sociais que necessitam de "ilusões necessárias", Keynes refugava o

individualismo grosseiro embutido na suposição do *homo economicus*, racional e maximizador da utilidade. Ao introduzir as convenções como “fundamentos” das decisões dos detentores de riqueza em condições de incerteza radical, Keynes trouxe para o âmago da economia a complexidade e precariedade da condição humana, agora investida em sua existência capitalista: ela necessita âncoras sociais e subjetivas para sua reprodução. A âncora que sustenta as ariscas subjetividades submetidas aos ditames do “amor ao dinheiro” está lançada, sim, na areia movediça das incertezas insuperáveis da vida humana, em sua forma capitalista. Keynes introduz na teoria econômica, assim, as relações complexas entre Estrutura e Ação, entre papéis sociais e sua execução pelos indivíduos convencidos de sua liberdade e autodeterminação.

As convenções são as “leis naturais” da natureza do capitalismo e sua “natureza” impõe a continuada violação dessas leis. O comportamento rotineiro garante o “equilíbrio” da economia monetária da produção, mas sua dinâmica exige o rompimento das condições existentes, tal como Schumpeter advogava na Teoria do Desenvolvimento Capitalista: o empresário inovador e o crédito rompem o fluxo circular e desatam o ciclo de expansão da economia.

## 6. Epílogo

Keynes escreveu a Teoria Geral para explicar um momento de “ruptura de expectativas”. Nas crises, ocorre o colapso dos critérios avaliação da riqueza que vinham prevalecendo. As expectativas capitulam diante da incerteza e não é mais possível precificar os ativos. Os métodos habituais que permitem avaliar a relação risco versus rendimento dos ativos sucumbem diante do medo do futuro. A obscuridade total paralisa as decisões e nega os novos fluxos de gasto. Em tais circunstâncias, a tentativa de redução do endividamento e dos gastos de empresas e famílias em busca da liquidez e do reequilíbrio patrimonial é uma decisão “racional” do ponto de vista microeconômico, mas altamente danosa para o conjunto da economia, pois leva necessariamente à ulterior deterioração dos balanços patrimoniais dos atores econômicos.

O economista Winney Godley partiu da macroeconomia keynesiana para construir o modelo no qual os “fluxos de fundos” têm contrapartidas nas mudanças de composição nos estoques: ativos de um lado, dívidas e direitos de propriedade (ações) de outro. As famílias adquirem, ao longo do tempo, depósitos à vista, títulos do governo, ações e títulos de dívida emitidos pelas empresas. São formas incontornáveis de acumular riqueza em uma economia monetária. As empresas emitem ações e se endividam junto aos bancos e demais instituições dos mercados financeiros para colher os fundos necessários para o financiamento de suas atividades – aquelas necessidades que excedem os lucros retidos. Os governos financiam os gastos emitindo letras e bônus do Tesouro, em estreita cooperação com os bancos centrais que regulam as condições de liquidez do mercado monetário com a recompra diária dos papéis elegíveis, quer do governo quer do setor privado.

Os bancos comerciais e demais instituições financeiras operam no espaço criado pela atuação dos bancos centrais e regulam a oferta de crédito para o setor empresarial não financeiro, amparados na criação de moeda e no endividamento junto aos mercados monetários atacadistas. A utilização dos haveres das famílias, incluídos os depósitos à vista, assim como o financiamento das empresas, supõe a óbvia necessidade de um sistema bancário incumbido de gerir a riqueza social, expressa na prerrogativa de disponibilizar liquidez mediante a criação de moeda. Tem-se, pois, que é impossível compreender a dinâmica da economia capitalista sem entender as relações de determinação que configuram e reconfiguram as

interrelações entre os balanços dos “atores relevantes”, a saber, bancos (e quase-bancos), empresas, famílias, governos e setor externo.

Na crise, a riqueza concentra-se na posse do dinheiro em si ou de substitutos próximos a ele, como os títulos da dívida pública. Essa corrida privada para as formas fetichizadas, mas socialmente necessárias, do valor e da riqueza, afeta negativamente a valorização e a reprodução da verdadeira riqueza social, ou seja, a demanda por ativos reprodutivos e por trabalhadores. Diante da busca coletiva pela liquidez, os preços inflados dos direitos sobre a riqueza real - ações e dívidas privadas - despencam e, não raro, arrastam os preços de bens e serviços para baixo.

Por isso, para Keynes a estabilização do investimento e a regulação da finança - com o propósito de impedir as flutuações agudas da renda e do emprego - deveriam estar inscritas de forma permanente nas políticas do Estado. A propósito das políticas de pleno emprego, diz ele (1943, p.326) em uma resposta a James Meade: “*Você acentua demais a cura e muito pouco a prevenção. A flutuação de curto prazo no volume de gastos em obras públicas é uma forma grosseira de cura, provavelmente destinada ao insucesso*”.

A geração de déficits públicos monumentais e as políticas exasperadas de liquidez são “formas grosseiras” e danosas de sustentação do lucro macroeconômico e de proteção dos portfólios privados. A isso se resume o “keynesianismo” dos cobiçosos da finança e dos bonecos de ventríloquo do mercadismo. Empenhados, com suas arengas ineptas e interesseiras, em satanizar a intervenção preventiva do Estado, lançaram na crise de 2008 a economia global na voragem da desconfiança e do desespero.

Diante da fuga desatinada para a liquidez e para a segurança, tornam-se inevitáveis o desequilíbrio fiscal, a ampliação do espectro de ativos privados a serem absorvidos pelos balanços dos bancos centrais e o crescimento da dívida pública na composição dos patrimônios privados. Resta torcer para que essas “formas grosseiras” impeçam o avanço do “credit crunch”, o aprofundamento da deflação de ativos e a queda ainda maior da produção e do emprego.

## Referências

- Belluzzo, L. G. de M.; Almeida, J. S. G. de. (1999) “Enriquecimento e produção: Keynes e a dupla natureza do capitalismo” In: L. F. de Paula e J. Sicsú (orgs.) *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus. 247-257.
- Elias, N. (1939/1993) *O processo civilizador*. Rio de Janeiro, Rio de Janeiro: Jorge Zahar.
- Heckscher, E. (1931/1934) *Mercantilism*. Londres, United Kingdom: Routledge.
- Hynes, S. (1968/1991). *The Edwardian turn of mind*. Londres: Pimlico.
- Hobsbawm, E. (1962/1996) *Age of Revolution: 1789-1848*. Nova York: Vintage Books.
- Keynes, J.M. (1919/1978) “The economic consequences of the peace”. In: E. Johnson e D. Moggridge (orgs.) *The collected writings of John Maynard Keynes* v. II. Cambridge, UK: Cambridge University Press for the Royal Economic Society.
- Keynes, J.M. (1926/1978) “Essays in Persuasion”. In: E. Johnson e D. Moggridge (orgs.). *The collected writings of John Maynard Keynes*, v. IX. Cambridge, UK: Cambridge University Press for the Royal Economic Society.
- Keynes, J.M. (1927a/1978) “Activities 1922-1929: the return to gold and industrial policy” part 1. In: E. Johnson e D. Moggridge (orgs.). *The collected writings of John Maynard*

- Keynes, v. XIX. Cambridge, UK: Cambridge University Press for the Royal Economic Society.
- Keynes, J.M. (1927b/1978) Essays in Persuasion. In: E. Johnson e D. Moggridge (orgs.). *The collected writings of John Maynard Keynes*, v. IX. Cambridge, UK: Cambridge University Press for the Royal Economic Society.
- Keynes, J.M. (1930/1978) Essays in Persuasion. In: E. Johnson e D. Moggridge (orgs.). *The collected writings of John Maynard Keynes*, v. IX. Cambridge, UK: Cambridge University Press for the Royal Economic Society.
- Keynes, J.M. (1933/1978) The General Theory and after: a supplement. In: E. Johnson e D. Moggridge (orgs.). *The collected writings of John Maynard Keynes*, v. XXIX. Cambridge, UK: Cambridge University Press for the Royal Economic Society.
- Keynes, J.M.(1936a/1985) *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. 2 ed. São Paulo: Nova Cultural (Os economistas).
- Keynes, J.M. (1936b/1978) The General Theory and after: a supplement. In: E. Johnson e D. Moggridge (orgs.) *The collected writings of John Maynard Keynes* v. XXIX. Cambridge, UK: Cambridge University Press for the Royal Economic Society.
- Keynes, J.M. (1937/1984) "A Teoria Geral do Emprego. In: T. Szmrecsanyi, John Maynard Keynes: Economia. 2. ed. São Paulo: Ática.
- Keynes, J.M. (1938/1978) "Essays in Biography". In: E. Johnson e D. Moggridge (orgs.). *The collected writings of John Maynard Keynes* v. X. Cambridge, UK: Cambridge University Press for the Royal Economic Society.
- Keynes, J.M. (1943/1978) "Activities 1940-1946: shaping the post-war world: employment and commodities". In: E. Johnson e D. Moggridge (orgs.). *The collected writings of John Maynard Keynes* v. XXIX. Cambridge, UK: Cambridge University Press for the Royal Economic Society.

# The Access to Demand\*

Luiz Carlos Bresser-Pereira\*\*

## Abstract

In this paper I argue that, in developing countries, sufficient aggregate demand is not enough to motivate investment and achieve full employment. Besides, according to the Keynesian developmental macroeconomics under construction, competent business enterprises must have *access* to that demand – access which is denied to most of them because developing countries face the tendency to the cyclical and chronic overvaluation of the exchange rate.

**Keywords:** exchange rate, current equilibrium, industrial equilibrium, access to demand

**JEL Classification:** E0, O24

\* Paper for the Festschrift of Jan Kregel, January 2014.

\*\***Luiz Carlos Bresser-Pereira** is Emeritus Professor of Getulio Vargas Foundation and Patron of the Brazilian Keynesian Association (AKB), [bresserpereira@gmail.com](mailto:bresserpereira@gmail.com).

## 1. Introduction

Keynes opened *The General Theory* with a critique of Say's Law, according to which supply creates its own demand. In his book, which transformed economic theory, he argued that capitalist countries face a tendency to chronic insufficiency of demand, and must adopt an active macroeconomic policy (fiscal and monetary) to neutralize it and achieve full employment. In this paper I argue that in developing countries it is not enough to guarantee effective demand; policymakers must also adopt an active exchange rate policy to guarantee economic growth and full employment, because of a further tendency, that is, the tendency to the cyclical and chronic overvaluation of the exchange rate. The cyclical nature of this tendency explains why developing countries go from currency crisis to currency crisis, from sudden stop to sudden stop. Moreover, the chronic nature of this tendency indicates that the currency overvaluation is not just a "misalignment" associated with the well-known short-term volatility of the exchange rate, but a long-term problem that makes the exchange rate central to macroeconomics in general and to development macroeconomics in particular; thus it requires policymakers to ensure not only that effective demand is sufficient but also that competent business enterprises have access to existing demand.

In this paper I first discuss the investment decision in the context of an exchange rate that is chronically overvalued; second, I define the equilibrium exchange rate that serves as a parameter for the appraisal of the overvalued or undervalued condition of the market price exchange rate based on the value of foreign currency, and I distinguish the current equilibrium from the industrial equilibrium exchange rate; third, I briefly present the causes of the tendency to the cyclical and chronic overvaluation of the exchange rate; and, fourth, I conclude with the discussion of a third equilibrium, namely the foreign debt equilibrium – the equilibrium usually recommended to developing countries – which besides corroborating the tendency to over-appreciation, is a risk equilibrium because it easily generates currency crises.

## 2. The Investment Decision and the Exchange Rate

In a national economy full employment and economic growth depend essentially on investment, which depends on the expected rate of profit (given the cost of capital and productivity), which in turn depends on demand *and* the exchange rate, or, in other words, on the existence of effective demand for the goods and services that a country produces, and on the *access* to the domestic and the foreign markets that the exchange rate is supposed to guarantee. The interest rate is here assumed to be constant only because this is a medium-term model, while productivity is increasing at the same rate as in the rest of the world. Thus, instead of making investment depend on variations of the interest rate along the curve of the marginal efficiency of capital, as short-term macroeconomics does, in this developmental macroeconomics model it depends on the shifts of this curve, which are caused by movements of the exchange rate in and out of *equilibrium*.

Thus, the exchange rate is a variable of the utmost importance in the investment decision. In Keynes's terms, given the existence of credit, investment precedes savings, and, so, what determines the investment rate is not the savings rate but the investment opportunities that an equilibrium exchange rate assures to competent business enterprises, whereas the savings rate is the residuum. The level or equilibrium around which the exchange rate fluctuates according to the demand for and supply of foreign money affects the expected sales, the expected margins, and the consequent expected rate of profit.

This economy contains some manufacturing business enterprises or, more generally, business enterprises producing tradable goods and services, which utilize world state-of-the-art technology. Yet, if the exchange rate is chronically overvalued, these business enterprises

will be disconnected from local and global demand. They will not be able to export, and, what is worse, in their domestic market they will be exposed to competition from foreign firms whose technology may be on a par with, or even inferior to, their own. Thus the exchange rate, by assuring or denying investment opportunities to business enterprises, determines the extent of their access to foreign and domestic markets. If the exchange rate remains chronically overvalued, competent enterprises that use world state-of-the-art technology will be uncompetitive, not because they are inefficient, but because they face a distorted macroeconomic price.

Generally, when we discuss a country's competitiveness, we discuss business enterprises' technological and administrative capability, the wage and non-wage labor costs they incur, the quality of the economic infrastructure, and the tax burden. But these factors should not distract our attention from most important variable determining competitiveness: the exchange rate. The same applies to international trade relations. Import tariffs are extensively debated. Their presence is normally understood as "protectionism", as the implicit acknowledgement by a country that imposes them that its business enterprises are inefficient. Yet they may be just an awkward form of neutralizing the chronic overvaluation of the exchange rate that prevails in developing countries, whose causes, including the Dutch disease, I briefly discuss below.

### **3. What Is The Equilibrium Exchange Rate?**

Why does the exchange rate tend to be chronically overvalued? To answer this question I must, first, define the equilibrium exchange rate. Economic theory does not clearly provide such a definition, but simply assumes that the exchange rate is determined by the supply of and demand for foreign money. In recent years, by studying the Dutch disease I believe that I have answered the question, in other words that I have arrived at a correct and very simple theory of the exchange rate. In this theory, the key distinction is between the value and the price of foreign money, and the central claim is that the market exchange rate fluctuates around its value or necessary price. The value of the exchange rate is, in a given country, the value in local money of a basket of foreign currencies that covers the costs plus reasonable profit of the business enterprises that participate in the country's foreign trade and assures the intertemporal equilibrium of its current account. I call the equilibrium exchange rate the "current equilibrium". It is an equilibrium in value, not in price, terms. Its basic determinant is the unit cost of production (wages divided by productivity) of the country compared with the unit costs of production of the main countries with which this country trades. It is a value of the foreign money (a) because it is determined in the real sector of the economy, (b) because it is equivalent to the labor value of the goods and services, which have a practical expression in the cost of production plus a satisfactory or reasonable profit margin (satisfactory in the sense of being sufficient to motivate business enterprises to invest), and (c) because it serves as a hub in money terms around which the true price, the exchange rate market price, turns or fluctuates.<sup>4</sup>

Note that, in my definition of it, the value of the exchange rate has two determinants – the cost of production and the equilibrium in the current account. In principle, one corresponds to the other, although the more important one for economic growth is the cost of production (cost plus a reasonable or satisficing profit margin). With this factor taken into account, in countries vulnerable to the Dutch disease there is a second value for foreign money and a second equilibrium for the exchange rate that I call the "industrial equilibrium".

---

<sup>4</sup> See Bresser-Pereira (2010, 2013).

The Dutch disease is a permanent although variable overvaluation of the exchange rate caused by exports of commodities that benefit from Ricardian rents, and, for that reason, may be exported at a satisfactory profit at an exchange rate that is more appreciated than that required by other existing (or potential) business enterprises producing tradable goods using world state-of-the-art technology. In the case of the Dutch disease there are two values for the exchange rate: (1) the one around which the market price of the foreign money will float – which is defined by the commodities that cause it, and corresponds to the current equilibrium, (2) and the value of the foreign money relative to the other tradable goods which are produced or potentially produced by business enterprises utilizing technology in the world state of the art, which I call the “industrial equilibrium”. The market price exchange rate will fluctuate around the lower value or the more appreciated equilibrium, the current equilibrium. The difference between the two equilibriums is the Dutch disease; the bigger this difference, the more severe the disease is. It is a disease because it inhibits potential business enterprises from producing more sophisticated goods and services that have a higher value added per capita, and for that reason damages the fundamental source of increase in productivity, which is the transfer of labor from low value added per capita industries to high value added per capita industries.

Given the existence of two values or two equilibriums, the one that is the true equilibrium – the one that makes the exchange rate the correct rate – is the industrial equilibrium. It is this equilibrium that is consistent with the elementary principles of economics, which makes business enterprises utilizing world state-of-the-art technology competitive.

A country relatively poor in natural resources, as many Asian countries are, will not suffer from the Dutch disease, or will do so only moderately, and its industrialization and catching-up using cheap labor will be facilitated. A poor country that has abundant natural resources and faces the Dutch disease, as most as most Latin American and African countries do, will diversify its economy and grow only if it is able to neutralize the disease by shifting the current equilibrium “upward” to the level of the industrial equilibrium.<sup>5</sup> Middle-income countries like Brazil, which industrialized in the past because they were able to neutralize the disease (usually by imposing a tax on the commodities that cause it, and by adopting an active exchange rate policy that includes capital controls),<sup>6</sup> but stopped such neutralization because they liberated trade and capital flows, will undergo a process of deindustrialization and their rates of growth will fall.

#### **4. Tendency to Overvaluation**

Thus, a non-neutralized Dutch disease is a basic cause of the chronic overvaluation of the exchange rate that exists in developing countries. In this case, the exchange rate will fluctuate around the current equilibrium, whereas the true and competitive equilibrium – the one that assures that competent business enterprises existing in the country have access to demand – is the industrial equilibrium. But my contention is that the overvaluation of exchange rate in developing countries is not only chronic; it is also cyclical: the country goes from balance of

---

<sup>5</sup> I say “upward” because I am defining the exchange rate as the price of the national currency divided by the different reserve moneys.

<sup>6</sup> The tax will increase the costs plus reasonable profit margins of the business enterprises exporting the commodity and, for that reason, will increase the value of the current equilibrium. On the assumption that this tax is equal to the difference between the two values, the disease will be neutralized, but the exporters of the commodity will not suffer because what they pay in tax they receive back in the devaluation of the exchange rate.

payments crisis to balance of payments crisis. However, this cyclical character is unconnected to the Dutch disease; whereas a country's cycles of indebtedness in foreign money require large and persistent current account deficits, the Dutch disease is consistent with the long-term current-account equilibrium: it only "pulls" the exchange rate from the industrial equilibrium to the current equilibrium.

What are the basic factors that usually lead developing countries to high current account deficits and to currency crisis? To answer this question I must first make clear what I mean by a cyclically overvalued exchange rate. It is an exchange rate that is so overvalued that it causes current account deficits great enough to lead the country into cyclical financial crises. A currency crisis or balance of payments crisis will materialize if the ratio of foreign debt to GDP increases, which will happen in so far as the rate of increase of the current account deficit (which is directly associated with the exchange rate) normally remains for several years above the rate of growth of GDP. The fundamental characteristic that distinguishes developing countries from rich countries is that they cannot become indebted in their own currencies to foreign creditors. If, as I am assuming, the foreign debt/GDP ratio is increasing because the current account deficit in relation to GDP is higher than the growth of GDP, the first effect is a credit bubble, in so far as creditors are happy or euphoric to finance the country independently of its capacity to honour the debt; second, the increase in the external vulnerability of the country forces it to carry out a pathetic "confidence building policy" – an attempt to retain the confidence of foreign creditors by acceding without question to their recommendations and pressures; and third, as the debt in foreign currency grows, the creditors, hitherto euphoric about their loans, suddenly, and displaying well-known herd behaviour, lose confidence in the country's ability to repay its debts and suspend the debt rollover, and the currency crisis unfolds as the domestic currency depreciates violently. This crisis or sudden stop happens because it then becomes obvious to all the creditors that they on one hand, and the government and the enterprises of the debtor country on the other hand, have together been engaged in what Hyman Minsky called "Ponzi finance", in which additional indebtedness was being used to repay not the principal but the interest on the existing debt.

Thus, the Dutch disease explains the overvaluation of the exchange rate, but does not explain the large current account deficits that characterize the tendency to the cyclical and chronic overvaluation of the exchange rate. But why are such deficits so common in developing countries? The exchange rate often depreciates and falls below the current equilibrium in response to external factors, such as a financial crisis in rich countries. But I am not interested in such cause, which is exogenous and unpredictable. To explain large and persistent current account deficits and the corresponding chronic exchange-rate overvaluation, we need to identify systematic causes – causes that, in line with the historical-deductive method adopted here, normally and regularly lead to that outcome. I suggest a single structural cause and four policy causes. All of them affect the price, not the value, of the exchange rate; all of them involve excessive or unnecessary capital inflows.

The structural cause is the fact that in developing countries the profit rate and the interest rate tend to be higher than those in rich countries, which causes capital inflows and exchange-rate appreciation. But I don't believe that this cause is important. Certainly more relevant are the four policy causes: the adoption of the policy of growth with foreign savings, the use of the exchange rate as an anchor to control inflation, the carry trade practiced by financial markets, and exchange-rate populism.

I begin with the policy of growth with foreign savings. This policy has been adopted in all developing countries except the fast-growing Asian countries, where current account surpluses are frequent. Conventional policymaking in developing countries sees current account deficits

as “natural” and “necessary”. Actually, they appreciate the exchange rate, and, for that reason reduce access to demand; in other words they hamper investment and stimulate consumption, thus involving an usually high rate of substitution of foreign savings for domestic savings. This policy is usually accompanied by high interest rates deemed necessary “to attract foreign capital”.

The second policy cause of large current account deficits and the cyclical overvaluation of the exchange rate is the frequent use of the exchange rate as an anchor to control inflation. Such a policy may be legitimate in the event of hyperinflation, but is definitively perverse in the case of normal inflation. It is an old practice, but it became disastrous when liberal economics became hegemonic, transformed the control of inflation into the only important objective of economic policy, and adopted inflation policy targets as a kind of religion. A policy target for inflation is reasonable for central banks if it is combined with an informal exchange rate target corresponding to the administration’s estimation of the industrial equilibrium.

It is undoubtedly good for the control of inflation that the central bank gains credibility by meeting its inflation target. But there is a circular problem that the use of the exchange rate anchor perversely “solves”. After all, the bank’s credibility ultimately depends on the target being met. Since the ability of the interest rate to control inflation is limited and takes time to have its effect, the temptation to resort to (or profit from) an appreciation of the exchange rate in order to meet the inflation target becomes difficult to resist. Therefore, we often have an inflation target, an explicit interest rate policy to meet it, and an implicit exchange rate policy. This exchange rate policy is never avowed, because conventional economics maintains that the only legitimate instrument to be used by the central banks is the interest rate, and that the price of foreign currency is adequately defined by the market.

Models of the inflation targeting include the exchange rate, but treat exchange rate appreciation or depreciation as an endogenous variable – as the consequence of the supply of and demand for foreign money, over which the administration has little control. Thus, for instance, if the prices of the goods and services exported are increasing, the exchange rate may appreciate; if foreign demand for the goods exported by the country falls, the exchange rate will depreciate. But my general contention is that the cyclical overvaluation of the exchange rate it is an exogenous variable: it is the outcome of policies that developing countries usually adopt, following the prescriptions of the liberal orthodoxy or the demands of populism. When the policymaker decides on growth with foreign savings, or decides to use the exchange rate as an anchor to control inflation, he is deciding to appreciate the exchange rate, which in this case is an exogenous variable: the appreciation is deliberate.

The third cause that keeps the exchange rate below the current equilibrium is a market price exchange rate that still has room for appreciation combined with a high interest rate. When, after the sharp devaluation that occurs with the sudden stop, the exchange rate begins to appreciate, there is plenty of room for its appreciation. But there is also a floor to it: the point at which even the export of commodities becomes uneconomic. Whereas the country does not achieve this floor, the speculative practice of carry trading is highly profitable for its practitioners, and makes the appreciation of the national currency a self-fulfilling prophesy. Counting on the appreciation of the currency and on the high interest rate offered by government bonds, the trader buys the currency continuously, causing the exchange rate to appreciate.

The fourth cause of large current account deficits and the overvaluation of the exchange rate is the exchange rate populism. The appreciation of the exchange rate is attractive not only to foreign countries because it opens the way for their loans and their multinationals, and to the general public because it increases the income and the wealth of all in the short term. It is

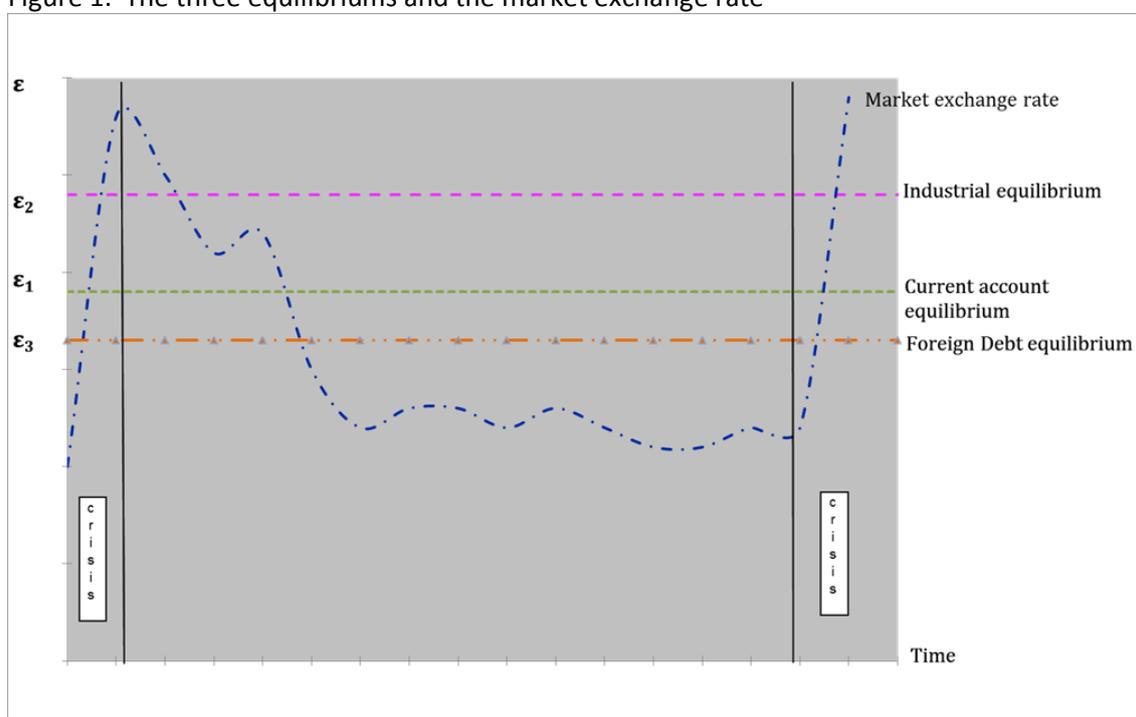
attractive also to politicians, because when the exchange rate appreciates inflation goes down and real incomes go up; and, provided that the financial crisis does not break up before the election, the politicians are re-elected.

### 5. A Third Dangerous Equilibrium

I summarize the tendency to the cyclical and chronic overvaluation of the exchange rate and the consequent lack of access to demand in Figure 1. In this figure we have the exchange rate in the ordinate, and time in the abscissa. From the top down, the first horizontal line is the industrial equilibrium – the value of the exchange rate when there is Dutch disease; and the horizontal line below it is the current account equilibrium – the equilibrium that balances the country’s current account intertemporally. The market price exchange rate is depicted by the curve with a flat bottom, having as its limits two currency crises that sharply depreciated the currency which in the preceding years had appreciated.

By examining the figure we can understand why business enterprises in developing countries that don’t manage their exchange rates don’t have access to demand. The figure depicts the cyclical character of the exchange rate, which is in line with the extensive literature on political cycles and with the meager literature on the role of the exchange rate in such cycles, to which the latest contribution is Adolfo Canitrot’s (1976) classical paper on the subject.<sup>7</sup> The figure also shows that the overvaluation is chronic. We are assuming that the exchange rate cycle – a financial cycle of foreign indebtedness – lasts several years. During this period, in a brief moment, immediately after the balance of payments crisis breaks, the national currency depreciates, while for the rest of the time it appreciates – it appreciates chronically or in the long term.

Figure 1: The three equilibriums and the market exchange rate



Source: Elaborated by the author.

<sup>7</sup> Adolfo Canitrot, "La experiencia populista de distribución de renda" [The populist experience of income distribution], *Desarrollo Económico* 15(59) (1975): 331–51.

Note that Figure 1 contains a third horizontal line, which depicts what I propose to call the “foreign debt equilibrium”. This is in my view a mistaken and dangerous equilibrium; it is the exchange rate that corresponds to a ratio of current account deficit to GDP that keeps the ratio of total foreign debt to GDP constant at a level viewed by international financial markets as “comfortable”. I say that this equilibrium is mistaken because it disconnects actual and potential competent business enterprises existing in this economy from demand; it is dangerous because the exchange rate easily falls below this third level, which increases the ratio of foreign debt to GDP and enhances the likelihood that a currency crisis will materialize.

I stress this third line in Figure 1 not only to emphasize the risk involved but also to observe that this is the equilibrium that most economists believe to be correct or advisable for developing countries. According to these economists, this is the exchange rate that would maximize the growth rate of the country, given their belief that capital-rich countries should transfer their capital to capital-poor countries – a belief based on the false assumption that foreign savings add to domestic savings instead of substituting for them and increasing consumption, as is usual in developing countries.

## 6. Conclusion

I believe that by now the reader will understand why full employment and growth do not depend on active macroeconomic policies that neutralize the tendency to the insufficiency of effective demand; in developing countries, where the exchange rate tends to be chronically overvalued, full employment and growth depend also of an active exchange rate policy. Such a policy has a structural component and a day-to-day component. The structural component is an export tax on the commodities that cause the Dutch disease, because this tax increases the value of the exchange rate, so making the current equilibrium and the industrial equilibrium coincide and, for that reason, making the market price exchange rate fluctuate around this equilibrium. The day-to-day exchange rate component is the macroeconomic policy that manages capital inflows and outflows either administratively by the adoption of capital controls, or in price terms by the central bank buying and selling foreign reserves.

I have been sketching over the last 12 years the developmental macroeconomics models that I have summarized here. In this paper I draw on them, and add to them the problem of access to demand, which I have not previously fully discussed. Together these historical (rather than hypothetical-deductive) models constitute a developmental macroeconomics under construction. They are based on experience; they have been verified by the research of many economists – often economists who were not aware of the entire underlying theory. In order to develop they need much theoretical thought and much research, but they already add up to an instrument that developing countries may use to accelerate their growth and catching-up.<sup>8</sup>

## References

---

<sup>8</sup> These ideas will be put together in the book by Luiz Carlos Bresser-Pereira, José Luis Oreiro and Nelson Marconi, *Developmental Macroeconomics* (London: Routledge, 2014 forthcoming).

Bresser-Pereira, L.C. (2010) *Globalization and Competition*. Cambridge: Cambridge University Press.

Bresser-Pereira, L.C. (2013) "The value of the exchange rate and the Dutch disease", *Brazilian Journal of Political Economy* 33(3), 371–387.

Bresser-Pereira, L.C., Oreiro, J.L., Marconi, N. (2014) *Developmental Macroeconomics*. London: Routledge.

Canitrot, A., (1975) "La experiencia populista de distribución de renda" [The populist experience of income distribution], *Desarrollo Económico* 15(59), 331–51.

## Keynes on Expectations, Uncertainty and Defensive Behavior

Fernando J. Cardim de Carvalho\*

### Abstract

Keynesianism dominated macroeconomics until the early 1970s in the form of what was called hydraulic Keynesianism, a fundamentally mechanistic approach that assumed that economic agents always reacted in the same way to a certain set of stimuli. The dominance of hydraulic Keynesianism opened the way for the emerging criticism, first by Milton Friedman, and later by New Classical economists, that Keynesianism had no place for expectations. Keynes, however, dedicated close attention to the ways expectations were formed under fundamental uncertainty and how economic behavior was changed when agents acknowledged that the future was uncertain. For Keynes, acknowledging uncertainty meant that agents sought to take precautions against the possibility that their expectations were wrong and the decisions relying on them were incorrect. In *The General Theory*, Keynes showed that, in practically all fields, behavior would be significantly changed when agents acknowledged uncertainty. Precautionary savings, liquidity preference, conventional behavior, were all particular manifestations of the attempt to get protection against the losses that could result from the disappointment of expectations.

**Keywords:** expectations; uncertainty; defensive behavior

**JEL Classification:** A 12; B 22; E 12; E 41

\* **Fernando J. Cardim de Carvalho** is Professor of Institute of Economics, Federal University of Rio de Janeiro (Brazil) and Patron of the Brazilian Keynesian Association.

## 1. Introduction

Between the end of World War Two and the mid-1960's, a Keynesian consensus dominated both macroeconomic theory and policy-making, most strongly in the Anglo-Saxon countries, but in one way or another also practically everywhere in the (then) non-communist world. Keynesian macroeconomics consisted, in fact, of a set of propositions that were collectively known as the Neoclassical Synthesis, a label Paul Samuelson attached to it in his *Economics*, for decades the most influential *Economics* textbook of the Twentieth Century. Its main pillar was the aggregate demand and supply analysis formalized by Samuelson himself (the 45-degree cross) and, even more importantly, by John Hicks (the IS/LM model). Keynesian policy doctrine could be summarized in two propositions: 1. Modern market economies cannot spontaneously guarantee full utilization of their productive resources, including labor, in the short run because actual aggregate demand could be lower than potential output; 2. The government could, using monetary and/or fiscal policies<sup>9</sup>, make up for any short-term deficiency in private demand; it could thus *manage* aggregate demand so as to achieve the level of unemployment where all workers willing to work at the going wage could find a job, avoiding at the same time any excess demand pressure that could lead to price inflation. In the heyday of Keynesianism, that is, in the early 1960's, the expression *fine tuning* was introduced to describe aggregate demand management policies intended to maintain the economy operating at full employment.<sup>10</sup>

The firm belief in the efficacy of demand management policies to fine tune the economy (achieving the combination between unemployment and inflation rates society desired at each moment) was strengthened by another result of Keynesian dominance among macroeconomic theorists, the widespread drive to build large-scale macroeconomic models. These models were expected not only to describe accurately the operating mechanisms of a given economy but also serve as the main source of information for the design of policy instruments to governments.

Triumphant Keynesianism was a Cartesian monument to mechanistic views of the economy which was approached as if it worked like a machine. Pushing the right buttons, pulling the right levers, it should be possible to a technically prepared government to adjust aggregate demand to full-employment output without generating unwanted inflationary pressures.

Critics used to label this strand of Keynesian economics *hydraulic Keynesianism*, emphasizing its mechanistic nature. The criticism was not really far off the mark in relation to Samuelson's Neoclassical synthesis, to the macroeconomic models derived from it and even to some less orthodox versions of effective demand theory which emphasized the stability of the structural functions that defined the operation of the economy. In the 1960's, however, developed economies were operating in an increasingly disordered way. In this context, hydraulic Keynesianism was to become an easy target for criticisms based on the notion that human behavior, even when it obeys laws and rules, is more flexible than it had been

---

<sup>9</sup> In fact, strong faith was invested in the efficacy of fiscal policy, not so much trust surrounded monetary policies, largely assumed to be cursed by what was then called "pessimism of elasticities". It was generally believed that the money demand function was highly interest-elastic while the investment expenditure function (believed to be the main transmission channel between monetary policy and real activity) was highly interest-inelastic. Under these conditions, monetary policy could only be a poor instrument to properly manage aggregate demand behavior.

<sup>10</sup> Perhaps the most important work of the period documenting the view that governments could adjust aggregate demand so finely was Heller (1966). Walter Heller was the chairman of the Council of Economic Advisors to President Lyndon Johnson. A social reformer and a firm believer in the efficacy of Keynesian policies he wrote the 1966 book almost as a manifesto in favor of enlightened employment policies by governments.

assumed. First Milton Friedman, and later Robert Lucas, among others, argued that Keynesian macroeconomics neglected the possibility that agents would learn from their experience, including in dealing with government intervention, and that as a result they could react differently to the same stimulus at different dates. People's views mattered and their expectations should be taken into consideration in the formulation of any macroeconomic theory. The theoretical criticism inaugurated by Friedman with his adaptive expectation hypothesis, was to be followed by a criticism of structural macroeconometric models by Lucas, in the development of the rational expectations hypothesis.

We are not particularly interested in the reasons why Keynesianism evolved into its hydraulic version or whether Friedman's and Lucas' criticisms were appropriate or even if their alternative hypotheses really represented any progress from a theoretical point of view. In this paper, we assume an alternative starting point, represented not by the Neoclassical Synthesis, but (freely paraphrasing Axel Leijonhufvud) by the Economics of Keynes.

The criticism directed at the mechanistic nature of Keynesian theory is singularly inappropriate when applied to Keynes himself (and the authors that claimed his legacy on these matters). Expectations and behavior under uncertainty were in fact lifelong interests of Keynes's. One of his first major works, written before he had even decided to become an economist, was called *Treatise on Probability*, and was an investigation of the possibility of acting rationally under uncertainty. These ideas and concerns were to accompany Keynes for all his intellectual life and to become a central element of the theory he came to propose in his opus magnum, *The General Theory of Employment, Interest and Money* (Keynes, 2007).

It is argued in this paper that the most important theoretical innovations advanced by Keynes in *The General Theory* are in fact developments or applications of his views on behavior under uncertainty. We begin, in section two, by offering a quick summary of Keynes's approach to expectations and decision-making, from the *Treatise on Probability* to *The General Theory*, drawing a few general implications of the theory that is proposed. In section III we show that all three pillars of effective demand theory, the propensity to consume, the marginal efficiency of capital and liquidity preference, rely on the same fundamental pattern of behavior described in the preceding section. Section IV introduces Minsky's model of financial fragility as a development of the same basic assumptions proposed by Keynes to illustrate how flexible those assumptions are in terms of theoretical predictions. Section V concludes.

## **2. From the *Treatise on Probability* to *The General Theory***

Keynes's first major contribution to the study of behavior under uncertainty and the formation of expectations was his *Treatise on Probability*, originally published in 1921, but written about ten years earlier. Keynes had not yet decided to become an economist when the work was prepared but his concern was to investigate the possibility of rational behavior under uncertainty, that is, when decision is based on probabilities rather than on certainties.

Keynes followed the logic probability school, not the frequentist approach. The aim of the logic probability school was not to count cases to measure the frequency of events. In fact, logic probability is more frequently non-numerical than the opposite. The goal is to study probability as a foundation for *induction*, again not as a branch of epistemology but as a basis for rational behavior. If knowledge obtained by induction, i.e. by direct observation, is by its own nature incomplete, how can one make rational decisions on the basis of incomplete information? The study of probability was the study of decision making when the relevant information to achieve certainty is partly unavailable. If one cannot anticipate a given effect as implied with certainty by a definite cause on the basis of available information, one has to decide which events among a set of possibilities are probable, or, in other words, what should the decision-maker believe to be the more likely effects resulting of a given cause (such as a decision made by the individual). As Keynes put it, "[p]robability is the study of the grounds

which lead us to entertain a *rational* preference for one belief over another.” (Keynes, 1973a, p. 106)

Here is not the place to present Keynes’s full approach to probability and decision making.<sup>11</sup> For our purposes in this paper it suffices to say that according to the *Treatise*, one can obtain knowledge both by observation (or direct knowledge, as he wrote) and by argument. Leaving aside the debate around whether observations can be really relied upon to generate *true* knowledge, a philosophical point Keynes does not seem particularly interested in, probability has to do with knowledge obtained by argument, which Keynes meant as being obtained as implication of the premises taken as direct knowledge. According to Keynes, deriving implications of premises is a logical process, objective in nature in the sense that logic rules are the same no matter which individual is applying them. But if premises are true and the derivation of implications has to be logical, why would one be concerned with probabilities? Keynes’s point is that direct knowledge, even if true, is seldom complete. Observable premises have to be completed with *conjectures* to enable the decision-maker to derive their logical implications. In other words, one does not start from true knowledge alone but has to complement it with conjectural premises. If more than one set of conjectures is possible, implied results are conditioned by the set of conjectures selected by the decision maker and are, therefore, probabilistic. The choice of conjectures is subjective. The knowledge by the decision-maker that at least part of his or her premises was obtained by conjecture rather than direct observation raises the inter-related problems of belief and of confidence in beliefs.

Thus, in the *Treatise* Keynes was already concerned with *rational* decision-making on the basis of incomplete hard information and the roles of conjectures and of confidence. When Keynes chose to dedicate his time to the study of economics he brought this approach to his new field. It is important to note that Keynes’s concern was with *rational* behavior and the nature of the information on which decision making is based. In his works, he never turned to the possibility that expectations (and the behavior patterns they led to) were *irrational*. In fact, Keynes rejected the hypothesis that agents behaved irrationally both on theoretical and on empirical grounds. As Shackle (1979) would put it, Keynesian agents make their choices as rationally as neoclassical agents. The difference is that, under uncertainty, agents choose among a subjectively-created list of outcomes while orthodox analysis postulates choice among objectively-determined lists of outcomes.<sup>12,13</sup>

As a result, and contrary to what is postulated by, say, the rational expectations hypothesis, the same informational set can lead to different expected outcomes (depending on which conjectures are used to complement it). Moreover, even if expected outcomes are the same (because, for instance, two individuals choose the same conjectures as complement to their informational set) the resulting action may not be the same if the degrees of

---

<sup>11</sup> This author has tried to do it in Cardim de Carvalho (1988). In that paper, the detailed references upon the interpretation being presented here relies are provided.

<sup>12</sup> Keynes’s concept of uncertainty applies to situations where the universe of outcomes resulting from a given cause cannot even be fully described *ex ante*, so that the full certainty that one of those events will in fact take place cannot be distributed among the possible outcomes. Decision makers know that there are risks in the future that they cannot identify (or protect against) at the moment of decision. They have to *create* a picture of what the future may be. In contrast, with calculable probabilities one is dealing with a known universe of possibilities and knows that one of those events will materialize in the future and nothing out of that set of events can take place. Expectations formation as an act of creation was a lifelong interest of Keynes’s follower G.L.S. Shackle. See, for instance, Shackle (1979).

<sup>13</sup> Thus, Keynes should *not* be taken as a precursor of behavioral finance or behavioral economics. The latter searches for instances of irrational albeit systematic behavior while Keynes sought to explain how individuals make rational choices when they know they are exposing themselves to risks generated by the incompleteness of information at the moment of decision. See, for instance, Kahnemann (2013).

confidence on the expectations held by each individual are different. In other words, there is no way, in Keynes's view, to establish a direct connection between direct knowledge (that is, observable data) and decisions.

Keynes's skepticism with respect to the possibility of irrational behavior being relevant was maintained throughout his life. In 1930, for instance, discussing how expectations would react to recovery programs during the crisis, Keynes was blunt:

As regards psychology, I maintain that if I am right that a large capital programme would increase the profits of business men, this would, after the first blush, have more effect on them than anything else." (Keynes, 1981, p. 361).<sup>14</sup>

In fact, during all this period, there were many occasions where Keynes had the opportunity to defend the idea that *experience* was the strongest determinant of expectations. A few years later, in *The General Theory*, Keynes was still warning against the reliance on the argument of irrationality to explain the instability of the economy (Keynes, 2007, pp. 162-3).

Keynes's approach to expectations and uncertainty, thus, attempted to transcend at the same time a *mechanistic* bias whereby agents responded in automatic ways to specified stimuli and the assumption of *irrationality*. Keynes's point is that individuals do make non-empty choices because they are choosing among outcomes of their own creation but once the outcomes are identified the choice among them is rational, that is, is derived from a calculation of costs and benefits, given the confidence agents place on their own beliefs.

In *The General Theory*, Keynes maintained the same essential views presented in the *Treatise on Probability* but took a step forward to reconcile the two apparently incompatible notions he had maintained until then. The *Treatise* view emphasized the element of *creativity* in expectations formation, since the formulation of conjectures is a condition for the derivation of implications of a given informational set among which the decision maker will make his or her choices. The appeal to conjectures implies that there is always some degree of autonomy in the formation of expectations with respect to objectively experienced reality. But, as we saw above, Keynes also believed that current incentives (such as earning profits from capital investment programs) would have something like a direct impact on expectations.

Keynes reconciled the two views by differentiating between *short* and *long term* expectations (Keynes, 2007, chapter 5). *Short term* expectations oriented choices which affected the immediate future, like, typically, production decisions. *Long term* expectations

---

<sup>14</sup> In a statement to the MacMillan Committee, Keynes elaborated the point, delimiting in the process his view of the role of fiscal policy in promoting recovery from a recession: "In conclusion I should like to say about Government action of this kind, that obviously it cannot be a permanency. You cannot be permanently stimulating local authorities to anticipate their programme, and you cannot permanently be going ahead at a great pace with public developments. Nevertheless I think the first impetus forward must come from action of this kind, that it must be Government investment which will break the vicious circle. If you can do that for a couple of years, it will have the effect, if my diagnosis is right, of restoring business profits more nearly to normal, and if that can be achieved then private enterprise will be revived." (Keynes, 1931, pp. 146-7). Later, in July 1931, Keynes seemed to be more cautious, at least with respect to the financial system, badly burned by the Stock Exchange crash and the episodes of bank runs: "There is a certain point where almost everybody in charge of funds reaches the stage of what I call 'abnormal psychology'. In an ordinary way, any kind of financial institution has a certain cushion of some kind, reserves and margins, and is prepared to run reasonable risks, prepared to be sensible on the evidence, but when those margins run down to a certain point they get into a state of mind where they are not prepared to run even an actuarial risk or better than an actuarial risk. They just won't run any risk at all, because they have got to the end of their margins. If they would run any risk at all, and it was to go wrong, they would be in a horrid situation, and as credit and security is their total stock in trade, they get into a state of mind where they won't run a sound risk." (Keynes, 1981, pp. 536-7). One should notice, however, that abnormal psychology is not a reference to irrational fears, but to extreme exposure to reasonable risks, to be considered in any rational decision process.

oriented behavior directed at targets located farther in the future. The first group of expectations would be practically determined by the “most recent results”.<sup>15</sup> Long term expectations were another matter. Hard information about the far future is scarcer so the weight of conjectures in the decision process is increased. This means that “[t]he state of long-term expectation ... does not solely depend ... on the most probable forecast we can make. It also depends on the *confidence* with which we make this forecast – on how highly we rate the likelihood of our best forecast turning out quite wrong.” (Keynes, 2007, p. 148, Keynes’s emphasis)

Thus, repetitive operations, which can be assumed to happen within a reasonably stable environment, are oriented by short term expectations. Learning is possible because the process preserves its basic characteristics long enough for them to be identified. Under conditions such as these, expectations are basically adaptive. In equilibrium, Keynes assumed them to accurately reflect actual conditions.<sup>16</sup> However, with long term expectations it is another matter entirely. Forecasts cannot be trusted to accurately depict far-in-the-future situations. Innovations are possible so that learning is limited by the continuous obsolescence of past information. The weight of the state of confidence means that subjective factors are irreducible to objectively observed current conditions. Long term expectations should be treated, therefore, as theoretically exogenous. They may be, and certainly are, *influenced*, perhaps heavily, by current conditions but are not *determined* by these conditions.

Formally, therefore, short term expectations are endogenous, but long term expectations are exogenous to the theory of employment proposed in *The General Theory*. But besides proposing this dichotomy, there is another, perhaps more important, implication derived from Keynes’s theory of expectations.

As already mentioned, Keynes entered the discussion of induction in the *Treatise* motivated not by the epistemological dimensions of the debate but by its behavioral implications. How rational can the reliance on inductive reasoning be to orient making decisions, that was the question that interested Keynes. The main point was that induction is never enough to generate certainties but it can be powerful enough to determine some degree of confidence on what one believes to be true. The central point is that Keynes explicitly assumes that the individual not only has to decide with insufficient hard information but also that he *knows* that the information on which the decision relies is insufficient to allow drawing certain conclusions. The implication of this assumption is that the decision maker is aware that he is accepting exposures to risks that cannot even be named (let alone insured against) at the moment of decision. This is an essential characteristic of economic behavior as postulated by Keynes. Awareness that information is hopelessly insufficient (because the future can never be known before it happens, when it will be too late for the information to have any value) imparts to all decision making, according to Keynes, a *precautionary* concern that modifies, sometimes substantially, the way the economy works.

Two results follow from this: 1. Keynesian economic agents are permanently in the look out for new information that can signal that things developed in a different way from what was expected and that therefore new decisions should be made to adapt to newly discovered circumstances; 2. Every decision to be made should take into consideration not only its explicit

---

<sup>15</sup> As Keynes (2007, p. 51) argued: “It would be too complicated to work out the expectations *de novo* whenever a productive process was being started; and it would, moreover, be a waste of time since a large part of the circumstances usually continue substantially unchanged from one day to the next.”

<sup>16</sup> That is why there is no discussion of possible divergences between expected demand and actual demand in the theory of employment presented in *The General Theory* or any consideration of the occurrence of unwanted inventories: production decisions are supposed be based on accurate expectations of demand so that no mistakes are made or are needed to be corrected in the model.

goals but also how much flexibility it gives the decision maker to alter his strategy in the case where changes of route become eventually required.

In other words, Keynes's theory of expectations implies that economies are potentially *unstable*, since new information can lead to drastic re-assessments of desired strategies by economy agents<sup>17</sup> and that *defensive* forms of behavior are pervasive and can be identified in every major group of decisions individuals have to make.

### 3. Decision Making under Uncertainty and Keynes's Theory of Employment

It can be easily shown that all theoretical innovations presented in *The General Theory* relate to the assumption of pervasiveness of defensive behaviors in modern market economies. Keynes's point was that acknowledging the importance of expectations formation under non-measurable uncertainty meant that one should aim at explaining how economic behavior, even *rational* economic behavior, is changed in comparison to situations of certainty or measurable risk. The tradition that prevailed in conventional models was rooted in von Neumann and Morgenstern (1944). For these authors, measurable risk modified the *value* of goods at the eyes of economic agents, but did not change their choice behavior. As von Neumann and Morgenstern (1944, pp. 27-8) argued, if one can define preferences for  $v$  over  $u$ , one can also define preferences for a chance of  $v$  over a chance of  $u$ . Therefore, taking risk into consideration it was just a matter for properly ranking chances of events in the preference scale, as long as the chances of  $u$  and  $v$  can be measured.<sup>18</sup>

Keynes took an entirely different path. His main proposition is that agents act in different ways in the face of uncertainty, that is, their pattern of behavior is changed and, thus, the dynamics of an entrepreneurial economy which is based on the assumption that uncertainty cannot, in certain cases, be measured, is likewise changed. *The General Theory* was written to explain how it would work. In a closed economy with no government, aggregate demand comprises consumption and investment. To analyze them, Keynes introduced three concepts: the propensity to consume, the marginal efficiency of capital and liquidity preference.

The propensity to consume is the function that connects the decision to buy consumption goods to its determinants. There are many variables that may help to determine aggregate consumption, but Keynes singles out income. In his theory, consumers decide how much to consume and how much to save mainly as a function of their income level. Why? Keynes argues that the consumption/saving choice is a complex decision where many (objective and subjective) variables are involved. Among these variables, Keynes mentions, at the top of the list, for households "to build up a reserve against unforeseen contingencies" (Keynes, 2007, p. 107), that he calls the Precaution motive (idem: 108). For business firms, four reasons to save are given, two of which (liquidity and financial prudence) have to do with the same precautionary concern (idem, pp. 108-9). At least in the case of households Keynes seemed to suggest that one of the main reasons to save was to make sure that a given

---

<sup>17</sup> Some authors follow Keynes's lead in this point to postulate that institutions evolve in modern economies precisely to help controlling this inherent instability, either by socializing its negative consequences or to channel its deleterious effects to less important areas of the economy. Keynes inaugurated this line of reasoning in *The General Theory* when discussing the role of the Stock Exchange (Keynes, 2007, chapter 12). Paul Davidson (1978) extends another of Keynes's insights to the role of money forward contracts.

<sup>18</sup> Debreu (1959) is an alternative way to obtain a similar result. Instead of comparing chances of a given result, Debreu postulates the existence of complete markets, so that for every "chance" of getting a given good its value can be properly computed.

standard of living could survive economic adversities. The higher the level of income that is attained, the higher savings have to be to ensure that.<sup>19</sup>

With respect to the marginal efficiency of capital, i.e. the rate of return on investments, Keynes emphasized the importance of institutions like Stock Exchanges to give an investor a way out of a given initiative on the attractiveness of investment opportunities. Illiquidity is a big minus in the decision to buy capital goods (Keynes, 2007, pp. 150-1).

Finally, liquidity preference is in itself a model of defensive behavior. The best evidence that this is what Keynes had in mind is his reply to critics of *The General Theory*, led by Jacob Viner, in 1937. In this paper, titled "The General Theory of Employment", Keynes defended his concept of uncertainty, as described above, and argued that:

[...] partly on reasonable and partly on instinctive grounds, our desire to hold money as a store of wealth is a barometer of the degree of our distrust of our own calculations and conventions concerning the future." (Keynes, 1973b, p. 116)

Liquidity preference relates to the desire of individuals to keep assets in liquid form, and money is the most liquid of all assets. The return money offers as an asset is its liquidity premium, its power of disposal (Keynes, 2007: 226). Individuals demand money when uncertainty rises, penalizing less liquid assets that do not offer their holders the same degree of flexibility guaranteed by liquid assets. But "because the facilities for hoarding are strictly limited ... liquidity preference mainly operates by increasing the rate of interest. ... A rise in the rate of interest is a means *alternative* to an increase of hoards for satisfying an increased liquidity preference." (Keynes, 1973b, pp. 110-1, Keynes's emphasis)

Therefore,

The possession of actual money lulls our disquietude; and the premium which we require to make us part with money [that is, the rate of interest] is the measure of the degree of our disquietude. (idem, p. 116)

To summarize Keynes's theory of employment advanced in *The General Theory*, it is proposed that in a closed economy without government aggregate private demand may be insufficient to support full employment when individuals and firms decide to save and to retain non-consumed income in the form of liquid assets. The jobs that are lost in the production of consumption and investment goods that are not desired by private agents are not recovered in the production of liquid assets, particularly money. Keynes called the resulting unemployment *involuntary* because, in his view, there was nothing workers could do to increase employment since entrepreneurs know that an increased output will not be saleable anyway.

#### 4. Minsky and Keynes

Keynes wrote his works mostly during hard times and it seemed only natural to assume that high uncertainty was a strong factor causing individuals to retreat from consuming and investing. Uncertainty fed the fears of the population as to what to expect of the future and led consumers and firms to build stocks of liquid assets instead of taking the risks involved in spending. As private agents retreated to safe forms of wealth accumulation the economies deteriorated and unemployment rose, confirming the worst expectations of the public and feeding a new round of precautionary demands.

Minsky, in contrast, was an American Keynesian economist writing in a different time and under completely different circumstances. The ghost of the depression was still present in the minds of macroeconomists in the immediate post-war years in the United States but the country was in fact living the beginning of a golden age of economic growth and prosperity

---

<sup>19</sup> A few authors developed a theory of precautionary or "buffer" savings, without apparently taking notice that Keynes had already advanced such possibility. See, for instance, Deaton (1999) and Carroll and Summers (1991).

that was to last until the mid-1960's. In such an environment, a theory of expectations and behavior that highlighted the influence of uncertainty and confidence was to become surprisingly liberating. Minsky accepted that uncertainty is the root of instability.<sup>20</sup> However, his immediate concerns are the exact opposite of Keynes's:

It turns out that the fundamental instability of a capitalist economy is a tendency to explode – to enter into a boom or 'euphoric' state. (Minsky, 1982, p. 118)

In a prostrated environment such as the one in which Keynes wrote *The General Theory*, when Great Britain lived through a durable recession (initiated with the return to the gold standard at an overvalued exchange rate in 1925), and the United States and a large number of other countries suffered the Great Depression of the 1930's, raising the argument of confidence served to stress why individuals and firms shied away from the spending on goods and services that was necessary to support employment. On the contrary, in the euphoric environment of the post war American economy in which Minsky wrote his works, acknowledging the role of confidence served to stress how overconfident investors and financial institutions could take the economy to unsustainable levels of activity. Keynes argued that lack of confidence led to unemployment. Using the same theory, Minsky argued that excess confidence could lead to overheating and inflation.

In Minsky's approach, the most important decision an agent has to make in a capitalist economy is how to build his or her balance sheet (Minsky, 1975, pp. 86-7). Assets are purchased primarily to earn money returns, liabilities are issued to finance these purchases. Cash inflows expected to be generated by the ownership of assets have to be sufficient to allow the individual to honor the cash outflow commitments represented by liabilities. Agents are exposed to *insolvency risk* because even if cash inflow expectations are disappointed, cash outflow commitments have still to be honored. They are also exposed to *illiquidity risk* because cash inflow expectations may be enough to cover cash outflow commitments but not in the right time, which is the settlement date defined in contractual liabilities. To manage the two risks, every agent, no matter if they are households, firms or banks, tries to build a *margin of safety* between assets and liabilities. These safety margins may be defined in terms of liquidity buffers, i.e. assets that are held not for their monetary returns but for their liquidity, or in terms of excess expected returns over committed payments making it possible to settle debts even when expectations of cash inflows are partly disappointed. The safety of the balance sheet is, thus, directly dependent on the appropriate margins of safety being set. Under uncertainty, however, these calculations are directly affected by changes in the state of confidence. In euphoric times, the particular case that interested Minsky, these margins may be set at levels that are too low to effectively protect the balance sheet because investors and financial institutions believe that risks are in reality low.<sup>21</sup> Minsky called these states *financially fragile* in the sense that even a small shock may be enough to cause households, firms and financial institutions to find themselves illiquid and, in the worst case, insolvent. If financial fragility is widespread such adverse shock may generate a financial crisis, as it happened in

---

<sup>20</sup> "To understand Keynes it is necessary to understand his sophisticated view about uncertainty, and the importance of uncertainty in his view of the economic process. Keynes without uncertainty is something like *Hamlet* without the Prince." (Minsky, 1975, p. 57) A few pages later, Minsky added: "Uncertainty enters strongly into the determination of behavior at two points: in the portfolio decisions of households, firms and financial institutions, and in views held by firms, by the owners of capital assets, and by the bankers to firms as to the prospective yields of capital assets." (Minsky, 1975, p. 67)

<sup>21</sup> As Keynes before him, Minsky did not postulate that agents irrationally underestimated (or overestimated) risks. In fact, Minsky relies strictly on the assumption of rationality stating that estimates of risks follow actual experience, in a similar way to Bayesian evaluations of probabilities. When an economy remains prosperous for some time, risks estimated statistically tend to fall. At the same time, confidence tends to be strengthened when a bet on prosperity is continuously confirmed by actual developments. This is what Minsky meant with his well-known aphorism stability is destabilizing.

2007/8 in the United States. If a crisis does take place, then Keynes's predictions come back in force. Uncertainty now justifies excess fears, rising liquidity preferences and paralysis. If left unchecked, the financial crisis may become an economic crisis, again as it did in 2008/9 in the United States and Western Europe.

## 5. Conclusion

The notion that Milton Friedman and Robert Lucas introduced the issue of expectations against Keynesians is reasonable if one is talking strictly about what was known as hydraulic Keynesianism but is preposterous as a criticism of Keynes's own approach. In fact, expectations were a central theme in his reflections even before he decided to focus on economic problems. Moreover, Keynes's approach to expectations was much richer than the desiccated treatment the theme received by proponents of adaptive and rational expectations hypothesis alike. While in New Classical theories, for example, the rational expectations hypothesis is proposed just as a means to get rid of the problem of how expectations are actually formed,<sup>22</sup> Keynes wanted to actually incorporate in his theories the implications of taking fundamental uncertainty at face value.

The result was an approach that stressed two of the implications identified in the exercise. First, expectations formed on the basis of a combination of direct knowledge and conjectures are fragile and therefore the processes oriented by them are unstable. Second, assuming that agents are fully aware of the extent to which they rely on conjectures implied that flexibility to change their positions as new information was received was valuable to wealth holders, which explained liquidity preference but also other decisions of a at least partial precautionary nature. Uncertainty, as seen by Keynes, imparted a deflationary bias on the operation of the economy because it reduced agents' disposition to spend in favor of the accumulation of illiquid assets.

But acknowledging the role of confidence, and of variations in the state of confidence, allowed Minsky to turn Keynes's ideas around and to propose that under different circumstances, changes in confidence could explain euphoric states, an inflationary rather than a deflationary bias. Minsky used basically the same concepts of uncertainty and expectation formation to derive a theory of financial fragility instead of involuntary unemployment.

## References

- Cardim de Carvalho, F. J. (1988) "Keynes on probability, uncertainty and decision making", *Journal of Post Keynesian Economics*, 11 (1), Fall, 66/81.
- Carroll, C. and Summers, L. (1991) "Consumption growth parallels income growth: some new evidence", in B.D. Bernheim and J. Shoven (eds), *National Saving and Economic Performance*, Chicago: The University of Chicago Press.
- Davidson, P. (1978) *Money and the Real World*, London: MacMillan, 1978.
- Deaton, A. (1999) "Saving and Growth", in K. Schmidt-Hebbel and L. Servén (eds), *The Economics of Saving and Growth*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Debreu, G. (1950) *A Theory of Value*, New Haven: Yale University Press.
- Heller, W. (1966) *New dimensions of political economy*, Harvard University Press.
- Kahnemann, D. (2013) *Thinking, fast and slow*, New York: Farrar, Strauss and Giroux.
- Keynes, J. M. (1973a) *A Treatise on Probability. The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. VIII*, London: MacMillan for the Royal Economic Society.

---

<sup>22</sup> Sargent (1994) seems to give some support to this interpretation.

- Keynes, J. M. (1973b) *The General Theory and After. Part II: Defence and Development. The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. XIV*, London: MacMillan for the Royal Economic Society.
- Keynes, J. M. (1981) *Activities 1929-1931. Rethinking Employment and Unemployment Policies. The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. XX*, London: MacMillan and Cambridge: Cambridge University Press for the Royal Economic Society.
- Keynes, J. M. (2007) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Palgrave MacMillan.
- Minsky, H. P. (1975) *John Maynard Keynes*, New York: Columbia University Press.
- Minsky, H. P. (1982) *Can 'It' Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk: M.E. Sharpe.
- Sargent, T. (1944) *Bounded Rationality in Macroeconomics*, Oxford: Oxford University Press.
- Shackle, G. L. S. (1979) *Imagination and the Nature of Choice*, Edinburgh: Edinburgh University Press.
- Von Neumann, J. and Morgenstern, O. (1944) *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton: Princeton University Press.

## A SUPREMACIA DA FINANÇA E A CRISE

Maria de Lourdes Rollemberg Mollo\*

### Resumo

O artigo reflete sobre a supremacia da finança ainda hoje, apesar de sua responsabilidade na crise atual. Ele usa principalmente ideias de Marx, Keynes e Minsky para analisar as relações entre o capital financeiro, o capital fictício e a fragilidade financeira conduzindo à crise, e para discutir soluções keynesianas para ela, propondo uma interpretação para a manutenção da predominância política e econômica da finança sobre a produção.

**Palavras-Chave:** capital financeiro, capital fictício, fragilidade financeira, crise.

### Abstract

The paper discusses the untouched finance's supremacy, despite its responsibility in the current crisis. It uses mainly ideas of Marx, Keynes and Minsky to analyze the relations between financial capital, fictitious capital and financial fragility which lead to the crisis and to discuss Keynesian solutions for it, proposing an interpretation of the reasons for the maintenance of the political and economic predominance of finance over production.

**Keywords:** financial capital, fictitious capital, financial fragility, crisis.

**JEL Classification:** B51; B59; E44

\***Maria de Lourdes Rollemberg Mollo**, Professora do Departamento de Economia da Universidade de Brasília – UnB, pesquisadora do Conselho Nacional de Pesquisa (CNPq) e Patrona da Associação Keynesiana Brasileira (AKB). A autora agradece a Afredo Saad-Filho e Andrea Cabello pelos comentários, embora se responsabilize integralmente pelas ideias do texto.

## 1. Introdução

O objetivo deste artigo é refletir sobre a situação econômica mundial após a crise desencadeada em 2008. Mais de meia década após o início da crise, a finança, apesar de responsável por ela, cujos efeitos ainda se fazem sentir até hoje, continua a dominar o mundo, a julgar pelas medidas de política propostas e implementadas e pela evolução das variáveis financeiras.

Necessário se faz, portanto, entender o que hoje acontece, de forma a tirar conclusões sobre as perspectivas que se apresentam. Essa é a tarefa deste artigo, que se inspirará em Marx e Keynes.

O artigo se inicia com as ideias de Marx, discutindo, em particular, a relação entre o capital financeiro e a crise. A maior parte das ideias e dos conceitos relacionados às finanças, em Marx, foram organizados e publicados após a sua morte, por Engels (Marx, 1974) e após isso foram interpretados de formas diferentes por vários autores. Hilferding (1970), em particular, se destacou no exame do capital financeiro, embora o defina diferentemente de Marx. De forma a precisar qual é nossa própria posição a respeito, esses conceitos serão discutidos no item 1, salientando as diferenças de Marx com relação a Hilferding e justificando a maior pertinência do conceito do primeiro para a análise da crise atual. Em seguida, e com base nos conceitos definidos, as ideias de finanças com relação à crise serão discutidas no item 2, ainda do ponto de vista marxista. No item 3, as mesmas questões são abordadas, desta vez à luz do que nos disseram Keynes e os pós-Keynesianos. No item 4 são analisadas as soluções por eles propostas. Finalmente, no item 5, as discussões anteriores lançarão luz sobre a nossa interpretação quanto ao predomínio ou supremacia do capital financeiro sobre o capital produtivo. O artigo se encerra com algumas observações finais.

## 2. Capital Financeiro, Capital de Empréstimo Produtor de Juros e Capital Fictício: Marx e Hilferding

A Parte Quarta do Livro III do Capital, que contém a maior parcela das ideias financeiras da obra, tem como título “Conversão do Capital-Mercadoria e do Capital-Dinheiro em Capital Comercial e Capital Financeiro como Formas do Capital Mercantil”. Em seguida, os capítulos XVI e XIX tratam especificamente do Capital Comercial e do Capital Financeiro, que aparecem reciprocamente como seus títulos. No capítulo sobre o Capital Comercial, Marx (1974, p. 310) o define dizendo:

Quando essa função do capital que está no processo de circulação adquire autonomia como função particular de um capital particular, tornando-se em virtude da divisão do trabalho, função própria de determinada categoria de capitalistas, converte-se o capital-mercadoria em capital comercial (grifo nosso).

Por sua vez, ao iniciar o capítulo sobre o capital financeiro, Marx (1974, p. 363) fala de movimentos técnicos que o dinheiro efetua no processo de circulação do capital industrial e comercial e acrescenta que “esses movimentos – ao se tornarem função autônoma de um capital particular que os executa, como operações peculiares e nada mais faz além disso – transformam esse capital em capital financeiro (grifo nosso)”.

É com base nestas passagens que nosso próprio entendimento do assunto é o de que, enquanto nas mãos do capitalista industrial, para comprar força de trabalho e meios de produção o dinheiro é capital-dinheiro, o capital mercantil constitui-se do capital comercial e do capital financeiro. O primeiro se destina ao comércio de mercadorias como função autônoma de um tipo de capitalista, o comerciante. O segundo, o capital financeiro, é o capital-dinheiro quando as operações técnicas com o dinheiro ou quando o comércio de dinheiro como mercadoria se tornam função particular de um capital particular que as executa. Ou, de outra forma, o capital financeiro é o capital que se especializa no comércio e nas operações de dinheiro e não de mercadorias.

Nesse sentido, o capital financeiro inclui tanto o capital de empréstimo produtor de juros (Marx 1974, p. 392) quanto o capital fictício. O capital de empréstimo produtor de juros, para Marx, é o dinheiro que tem o valor de uso de “funcionar como capital”. Faz isso quando é emprestado ao capitalista produtivo para que este possa, antecipando a compra de força de trabalho e meios de produção potencializar a produção e ampliar o próprio lucro obtido. Este capital é produtor de juro porque, ao cedê-lo ao capitalista produtivo, o faz com a condição de que este, ao final do processo de geração de valor maior, devolva-o com um juro, que também sai da mais-valia, tanto quanto o lucro.

Mas Marx esclarece, em primeiro lugar, que nesse caso, o dinheiro “na qualidade de capital potencial, de meio de produzir lucro, torna-se mercadoria, mas mercadoria de gênero peculiar” e “está prenhe de mais-valia” (Marx, 1974, p.396). Mais ainda, diz que “o capital produtor de juros só se sustém como tal na medida em que o dinheiro emprestado se converte efetivamente em capital, produzindo um excedente de que o juro é fração” (p. 439). Ora, transformar dinheiro em capital, para Marx, significa comprar força de trabalho, para o que deve ter ou comprar meios de produção, ou então a mais-valia, de onde sairá o lucro e o juro, não é gerada. Daí porque ele diz:

Para transformar dinheiro em capital tem o possuidor do dinheiro de encontrar o trabalhador livre no mercado de mercadorias, livre nos dois sentidos, o de dispor como pessoa livre de sua força de trabalho como sua mercadoria, e o de estar livre, inteiramente despojado de todas as coisas necessárias à materialização de sua força de trabalho, não tendo além desta outra mercadoria para vender (Marx, 1971, p. 189).

Uma vez definido o capital de empréstimos produtor de juros, fica fácil definir o capital fictício. Segundo Marx, ele só pode se desenvolver a partir do desenvolvimento do crédito. Mas ele próprio não é o crédito, ou capital dinheiro de empréstimo, porque se, como vimos, o capital dinheiro de empréstimo precisa comprar força de trabalho para que haja geração de mais-valia, com o capital fictício é exatamente essa compra que não é realizada segundo as observações de Marx. Para ele (Marx, 1974, p. 536), “constituir capital fictício chama-se capitalizar”, e explica que quando o sistema de crédito está desenvolvido, todo rendimento regular é atribuído ou associado a um capital, e o valor deste capital é calculado capitalizando tal rendimento à taxa de juros vigente. “Por exemplo, para a receita anual de 100 libras e para a taxa de juros vigente de 5%, as 100 libras seriam o juro anual de 2000 libras, consideradas então o valor-capital do título de propriedade sobre as 100 libras anuais”.

Marx (1974, p. 537) completa em seguida, mostrando a ausência de compra da força de trabalho neste processo, ao dizer que “assim desaparece todo vestígio de conexão com o processo efetivo de valorização do capital e reforça-se a ideia de ser o capital autômato que se valoriza por si mesmo”.

A falta de lastro em valor-trabalho deste capital fictício, por sua vez, aparece nos exemplos dados por Marx de capital fictício: os títulos da dívida pública e as ações. No primeiro caso, diz Marx (1974, p. 535) “porque a soma emprestada ao Estado não apenas não existe mais”, mas “não se destinava a ser despendida, empregada como capital, e só investida como tal podia transformar-se em valor que se mantém”. No caso das ações, Marx se refere ao descolamento dos seus preços relativamente ao capital real que lhes deu origem, dizendo que seu “valor de mercado se determina diversamente do valor nominal”, (Ibid. p. 537). Trata-se, pois, de um valor de um título ou ativo financeiro que não tem contrapartida em geração de valor real.

Uma vez definidos capital financeiro, e seus constituintes, capital de empréstimo produtor de juros e capital fictício, é preciso destacar que não há consenso sobre estas definições no marxismo. Para, Meacci (1998) e Nelson (2008), e Pinto (1998), por exemplo, capital de empréstimo produtor de juros ou todo tipo de crédito se confunde com capital fictício, enquanto para outros, como neste artigo e em Brunhoff (1990), capital fictício é algo

diferente, sem lastro em valor-trabalho por definição. Claro está que, como o próprio Marx chamava atenção, parte dos ativos dos bancos pode ser formada por títulos cujo valor é em grande parte fictício, o que tende a espalhar a fictividade pela economia. De qualquer forma, uma vez que o crédito se destine à produção comprando força de trabalho e meios de produção ele não pode ser confundido com o capital fictício. Fica clara, então, a conclusão de Foley (2005, p. 45) quando diz que, *“loans to productive capitalists are ‘real capital’(...)The value of existing stock (...)is largely fictitious capital, and bears only a very loose relation to the value of the corporate assets that it legally represents.”*

Outra discordância grande com o conceito aqui defendido de capital financeiro é com Hilferding (1970), que trabalhou muito com o assunto nos primórdios do século XX e cuja principal obra se chama justamente *O Capital Financeiro*. Neste livro ele defende a ideia de que capital financeiro é a fusão do capital bancário com o capital industrial. Nas suas próprias palavras, o capital financeiro é “o capital bancário – por consequência capital sob a forma dinheiro, que é dessa forma transformado na realidade em capital industrial” (Hilferding, 1970,p. 318). Ele descreve uma situação típica da Alemanha na sua época como se fosse generalizada e tendência geral no capitalismo. Para ele, “uma parte cada vez maior do capital empregado na indústria é capital financeiro, capital à disposição dos bancos e empregado pelos industriais”. Observe-se, aqui, que sua definição exclui do capital financeiro a parte que não vai para investimento na indústria ou na produção real e que é, por isso, definida nos termos de Marx como capital fictício.

Ora, é justamente o desenvolvimento deste capital na esfera financeira, sem voltar à produção real que vai definir o que correntemente veio a se chamar financeirização e que está na base da crise atual. Assim, o conceito de capital financeiro a partir de Marx é o pertinente para tratar do assunto.<sup>23</sup>

Hilferding (1970, p. 318), ao contrário, dada sua definição de capital financeiro, vai se mostrar otimista com relação à acumulação de capital, porque não percebe a punção de recursos produtivos que o desenvolvimento do capital fictício provoca, embora perceba o caráter concentrador que ela pode ter. Diz ele, por exemplo, que

O capital financeiro cresce na medida do desenvolvimento do sistema de sociedades por ações (...) A renda industrial adquire assim um caráter mais e mais constante. Por aí a possibilidade de aplicação do capital bancário na indústria se estende mais e mais (...) É claro que com a concentração crescente da propriedade, os proprietários do capital fictício com poder sobre os bancos e de seu capital com poder sobre a indústria são cada vez mais os mesmos (...).

### **3. A Financeirização como Desenvolvimento do Capital Fictício e a Crise**

A interpretação da crise atual entre os marxistas não é consensual. Os marxistas têm se dividido entre os que acham que se trata de uma crise causada pela queda da taxa de lucro (Kliman, 2012), e os que acham que é uma consequência da forma neoliberal da evolução do capitalismo nas últimas décadas, relacionada em particular com a chamada financeirização das economias (Mohun, 2013; Duménil e Lévy ,2011; Shaikh ,2011; e Lapavitsas, 2012, Saad-Filho, 2011). Nossa posição se assemelha às destes últimos autores, embora apreenda tal financeirização como desenvolvimento do que Marx chamou de capital fictício. É essa relação entre financeirização e desenvolvimento do capital fictício que procuraremos esclarecer neste item.

A financeirização é definida em geral, grosso modo, como predomínio das operações e transações financeiras sobre as produtivas, ou, nas palavras de Epstein (2005, p. 3) “increasing

---

<sup>23</sup>O capital fictício, por sua vez, é definido por Hilferding (1970) como ações e títulos da dívida pública tal como Marx o faz.

role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies”. Ela foi descrita por Chesnais (2006, p. 19), desde a década dos 1990 como mundialização financeira, e já então ele chamava atenção para a formação de “massa elevada de capital fictício”, relacionando-a com a vulnerabilidade sistêmica da economia mundial.

Ora, seja no que se refere ao baixo crescimento da produção em relação à hipertrofia das finanças, seja em função da ideia de fazer dinheiro do próprio dinheiro sem passar pela produção, seja nas operações meramente especulativas, o que se vê é que a financeirização nada mais é do que o desenvolvimento do capital fictício.

Esse desenvolvimento só se realizou na dimensão em que ocorreu, em primeiro lugar, em vista da liberalização dos mercados financeiros. Como já dizia Marx, o capital fictício precisa do sistema de crédito para se desenvolver porque este separa a produção da circulação e permite então que coisas que não têm valor-trabalho, como o capital fictício, possam ter preços e preços que se valorizam ao longo do seu desenvolvimento (Mollo, 2011).

Para Hilferding (1970 p. 216), “a importância das operações de especulação depende, guardadas todas as proporções, dos fundos colocados à disposição dos especuladores. Porque a frequência das trocas de valores depende do número de títulos existentes”. De fato, unidos os mercados de crédito no mundo todo, a massa de recursos que se moveu em direção aos mercados financeiros foi enorme. Mas, como também anunciava Chesnais (1996), a mundialização se dá de forma grandemente imperfeita. Os capitais liberalizados não fluem de forma equilibrada para vários países, mas, ao contrário, se concentram nos países desenvolvidos, porque neles os mercados são mais densos, apresentam maiores possibilidades de aplicações e há maior segurança em função dos poderes econômicos dos estados nacionais. Concentraram-se, assim, principalmente nos EUA, em função do papel de moeda internacional do dólar, do papel hegemônico dos Estados Unidos<sup>24</sup> e do tamanho e densidade do sistema financeiro americano, mas também na Europa. Só essa concentração em poucos mercados financeiros, atraindo durante longo tempo grande volume de recursos pode explicar a valorização grande e duradoura dos ativos e dívidas que eram aí negociados. De fato, os capitais não fluíam para mercados de países periféricos ou emergentes. Nestes últimos, podiam ser vultosos quando comparados às dimensões dos seus próprios mercados financeiros, mas representavam parte pouco significativa dos movimentos mundiais de capitais.

O critério de sucesso foi, ao longo do tempo, o de valorização a curto prazo, ou especulativa dos títulos (Parenteau, 2005), estimulado, inclusive, pelo pagamento dos gerentes por meio de stock options (Plihon, 1999), e pela recompra de ações pela própria empresa emissora (Duménil & Lévy, 2004), ampliando seus preços e, então, a fictividade dos ganhos.

Toda essa valorização era então fictícia, uma vez que não era fruto de produção maior, mas de procura aumentada pelos ativos concentrados em alguns poucos mercados desenvolvidos. Ao contrário, ao longo da financeirização, mais que o crescimento do valor das ações vão ter destaque o comércio de moedas, de dívidas (securitização) e de dívidas de dívidas (derivativos). Como dizia Marx (1970, pp. 435-436),

todo capital parece se duplicar ou mesmo triplicar, graças às diversas maneiras em que um mesmo capital ou simplesmente um crédito aparece em mãos diferentes sob formas diferentes. A maior parte deste capital dinheiro é puramente fictícia.

Diferentemente do que pensava Hilferding, porém, esses recursos para a especulação não vieram dos bancos, mas o capital financeiro, conforme Chesnais (1996, p. 261) “se

---

<sup>24</sup> Panitch e Gindin (2012) analisam bem o papel dos EUA criando condições de estabilidade para a acumulação globalizada de capital, assim como de líder da ordem capitalista internacional, com a ajuda das organizações internacionais.

modificou em favor das instituições financeiras não bancárias (em primeiro lugar os fundos), cuja tarefa é fazer dar frutos aos fundos dos quais eles se encarregam, conservando a forma dinheiro (Marx) e exercendo forte ‘preferência pela liquidez’ comandada pelo motivo especulação (Keynes)”.

Quanto aos lucros no processo de produção real, cresciam, embora em proporção menor, ajudados pelo crescimento pífio ou queda das remunerações salariais que acompanharam a precarização dos processos de trabalho no mundo todo. Esse crescimento menor foi evitado por muitos capitais individuais em função da concentração acentuada de capitais com as fusões e aquisições que caracterizaram o período neoliberal. Para isso contaram também com o desenvolvimento do capital financeiro. Como já dizia Hilferding (1970, p. 209), desta vez com acerto, a Bolsa, lugar privilegiado de criação de capital fictício, é palco também de “um processo de concentração da propriedade independente do processo de concentração da indústria”. Também Lapavitsas (2012) chama atenção para a concentração e a centralização do capital via IPOs (Initial Public Offerings), LBOs (Leveraged Buyouts) e transações do tipo, em grande parte fruto de ganhos obtidos com capital fictício.

Observe-se, finalmente, que toda a valorização dos ativos financeiros e todos os recursos que, ao invés de fluir para a esfera real da economia, ficavam no sistema financeiro foram reduzindo aos poucos o crescimento da produção real e significavam, do ponto de vista marxista, recursos que faltavam para a realização dos lucros com a venda das mercadorias. Em parte isso foi compensado pela redução de custos com a queda ou crescimento pífio dos salários e pela precarização que o liberalismo permitiu nos mercados de trabalho mundiais. Mas, em parte, isso foi criando problemas para a esfera produtiva da economia.

Como já dizia Marx, na sua época, “é necessário, para salvar alguns milhões de dinheiro, sacrificar bons milhões de mercadorias” (Marx, 1970, p. 475). A esfera produtiva sentiu antes, com a punção de recursos que fluíam da produção para a esfera financeira, mas sentiu sobretudo após a crise. Uma vez desvalorizados os ativos financeiros, apurando o caráter fictício do capital, reduzem-se os recursos destinados a consumo e investimento, cai a produção real e o emprego e a crise se espalha na economia.

#### **4. Fragilização e Instabilidade do Capitalismo**

O tratamento das finanças em Keynes (1970, 1987 a, b e c) e nos pós Keynesianos, em particular Minsky, é também esclarecedor no que se refere à crise e ao seu encadeamento. Por um lado, Keynes percebe e explora a importância dos sistemas financeiros para viabilizar a decisão de investir, decisão vista como a mais importante por aumentar de forma multiplicada a renda e o emprego nas economias. Por outro, Keynes reconhece seus limites e as possibilidades que apresentam de gerar instabilidade. Minsky, por sua vez, mostra como é tendência inerente ao funcionamento normal do capitalismo a fragilização das economias, e é essa fragilidade financeira que, dada a preferência pela liquidez, transforma-se em crise financeira.

De fato, na análise do finance motive de demanda de moeda Keynes percebe a importância dos bancos e de sua preferência pela liquidez na viabilização do investimento. Tanto a preferência pela liquidez do público, do lado da demanda de moeda, quanto a preferência pela liquidez dos bancos do lado da oferta, são fundamentais na determinação da taxa de juros que, comparada à eficiência marginal do capital viabilizará ou não a decisão de investir. Bancos são aí muito importantes, o mesmo valendo para o público quando compra ações, porque assim fazendo fornecem a liquidez necessária para as primeiras ações do processo de investimento, ou seja, satisfazem à demanda por finance.

Também quando trata do funding, percebe-se o papel dos sistemas financeiros, desta vez permitindo, de um lado, que as poupanças possam ter opções de aplicação que acomodem as diferentes preferências pela liquidez dos poupadores. De outro, que acomodem os vários

prazos de maturação dos investimentos. É mais fácil para os poupadores se desvencilhar da moeda quando há possibilidades de aplicações a curto ou médio prazos do que quando só há títulos de longo prazo para comprar. Assim, quanto mais denso é o mercado financeiro, com títulos diferenciados, maiores são as possibilidades de acomodação dos diversos prazos de maturação dos investimentos, porque há maior variedade de empréstimos (ativos à venda) quanto a prazos. Nesse caso, as rolagens das dívidas de curto prazo relativas ao finance podem se fazer de forma fácil e pouco onerosa. O processo de investimento pode ocorrer sem interrupções danosas e as economias tendem a crescer mais facilmente.

Os mercados financeiros são também importantes porque fornecem a liquidez necessária aos investimentos de longa maturação, permitindo que sejam convertidos em títulos e ações e transferidos mais facilmente caso seus proprietários revejam suas expectativas. Essa possibilidade acalma os investidores e facilita a tomada da decisão de investir.

Mas apesar de reconhecer a importância dos mercados financeiros no fornecimento de liquidez, Keynes (1970, p. 155-156) percebe também que “o risco de um predomínio da especulação tende a aumentar à medida que progride a organização dos mercados de investimentos”, o que pode ser um problema “quando o empreendimento se converte em borbulha no turbilhão especulativo”. A razão pela qual a especulação cresce com os mercados financeiros decorre da própria liquidez fácil que proporcionam.

Foi essa liquidez fácil que se percebeu na economia internacional com o aumento dos fluxos de recursos com o mercado de eurodólares, com os recursos provenientes das privatizações das previdências privadas, com a liberalização dos mercados de crédito e com a liberalização dos movimentos de capitais. Essa injeção de liquidez, por sua vez, encontra razões e possibilidades diversas de aplicações especulativas, com a desregulamentação generalizada dos mercados, e as pressões da concorrência encurtando os prazos para obtenção de resultados em termos de rentabilidade.

Passando os olhos rapidamente pela história da financeirização é preciso lembrar, em primeiro lugar, que ela se verificou com a liberalização das economias. Esta última, por sua vez, vem no final dos anos 1970 e início dos 1980, como movimento do capital reagindo contra ou tentando fugir das regulamentações que limitavam a rentabilidade no período pós Segunda-Guerra. Observa-se seu início com o mercado de eurodólares, onde uma moeda estrangeira operando fora do seu país não pode ser gerida nem pelo país emissor nem pelos hospedeiros, e o aumento das taxas de juros com Volcker. A reciclagem dos eurodólares se fez por meio das dívidas, em particular dos países do Terceiro Mundo, e sua renegociação deu origem aos processos de securitização das dívidas públicas, iniciando um movimento típico de desenvolvimento do capital fictício. O processo de securitização vai também, num segundo momento, caracterizar o comércio de dívidas privadas. As privatizações das previdências públicas vão levar ao crescimento enorme dos fundos institucionais, em particular os fundos de previdência privada e fundos mútuos. Seu poder cresce e faz sombra ao poder dos bancos.

Minsky (1977, 1982) trabalha a ideia de crises ou de instabilidade da economia capitalista como algo inerente ao seu próprio funcionamento. Para ele há um aumento da fragilidade das economias com o processo normal de financiamento do investimento preparando-as para a crise. Enquanto as coisas andam bem os endividamentos crescem, e a imprudência das condições de financiamento também, mas tendem a se destinar ao aumento do investimento que produz lucros. Esses são condição fundamental tanto para o pagamento das dívidas contraídas quanto para influir nas perspectivas dos investidores e garantir investimentos futuros. Diz Minsky (1977, p. 146) que o

crescimento endógeno de moeda e ativos líquidos eleva o preço dos ativos de capital em relação ao preço da moeda, dos ativos líquidos e do produto (...) Dada a robustez da estrutura

financeira e a elasticidade dos financiamentos de curto prazo, o resultado é um aumento da taxa de investimento.

À medida que as economias crescem, tendem a ter suas estruturas financeiras fragilizadas, uma vez que haverá cada vez mais unidades empresariais especulativas e Ponzi relativamente a unidades hedge<sup>25</sup>. Enquanto, porém, esses investimentos crescem, fornecem os recursos para pagar os financiamentos obtidos e os lucros ainda estimulam novos investimentos. O que transforma a fragilidade financeira em instabilidade ou crise é o aumento da taxa de juros, identificando o aumento da preferência pela liquidez do sistema bancário.

Observe-se, porém, que no caso da crise de 2008, ela foi preparada por uma estrutura de financiamento também frágil, mas a liquidez que surge na economia internacional com a liberalização, e que leva à fragilização das economias, vai em busca de lucros rápidos, dada a concorrência acirrada, o que amplia a demanda de aplicações especulativas. Assim, no caso da crise de 2008, não é superendividamento da esfera produtiva que fragiliza as economias mas, pior, é um superendividamento que, ao contrário, pune o investimento produtivo desde o início. É um superendividamento para ampliar a especulação. A liberalização facilita a especulação com moedas com a flutuação generalizada dos regimes cambiais e essa especulação aumenta muito com a abertura do movimento de capitais. As valorizações se dão nos ativos líquidos, que passam a ser preferidos e isso pune o investimento produtivo, em particular o de longa maturação.

O processo de desintermediação bancária, por sua vez, não só tirou poder dos bancos, mas os levou a buscar clientes novos, assim como a conceder empréstimos menos garantidos. Buscaram dar crédito a indivíduos e não para empresas, para consumo e não para os investimentos produtivos (Santos, 2012). Ganhavam com taxas, mais do que com juros ou hipotecas, e tinham interesse em expandir empréstimos para compra de imóveis de forma a securitizar os novos empréstimos nos seus balanços. Os fundos para tais securitizações eram buscados nos mercados monetários (Lapavitsas, 2012).

Os riscos maiores destes e de outros empréstimos eram transferidos por meio dos produtos estruturados, ou dos pacotes de dívidas onde, por um lado, oferecia-se alta rentabilidade que compensasse os maiores riscos e, por outro, afastava-se o devedor inicial dos últimos proprietários, o que facilitava ainda mais sua comercialização, embora ampliasse o risco de crédito. As agências de classificação de risco e os programas econométricos de cálculo incumbiam-se de facilitar a comercialização dos mesmos. Tudo isso foi fragilizando a economia mundial.

Minsky (1982, p. 19) diz também que “uma economia com débitos privados é especialmente vulnerável a mudanças no ritmo de investimento, uma vez que o investimento determina não só a demanda agregada como também a viabilidade da estrutura de débitos”. Isso porque é do sucesso desses investimentos que dependem os lucros e estes “capacitam as empresas a honrar seus compromissos e entram na formação da expectativa de lucros futuros”. As reduções dos prazos de aplicações retiraram os recursos necessários ao finance e ao funding dos investimentos produtivos e inibiram lucros e investimentos na produção real. O aumento da incerteza em geral, provocado pelas inovações financeiras arriscadas, por sua vez, preparou a crise.

---

<sup>25</sup>As unidades *hedge* são as que têm necessidade de liquidez pequena, com as saídas de recursos para pagamentos de dívidas facilmente cobertas pelas entradas de rendimentos com a atividade normal das empresas, e não têm necessidade de se refinarciar; as unidades especulativas têm saídas monetárias em pagamento de dívidas que superam, a curto prazo, as entradas, e as empresas precisam se refinarciar; as empresas Ponzi, têm pagamentos de dívidas superando as entradas de recursos em quase todos os períodos significativos, sendo o valor do seu investimento líquido negativo.

As regras de avaliação de risco, baseadas em modelos probabilísticos, dada a ilusão do poder preditivo e os novos métodos de transferência de risco foram responsáveis por sua ampliação. Cresce, assim, a imprudência do processo de endividamento, espalhando-se pelas economias e fragilizando-as.

Se inicialmente as taxas de juros estavam altas, para reduzir a inflação e provendo ganhos elevados a credores, os ganhos obtidos com juros, dividendos e lucros precisavam ser reaplicados e o eram de forma cada vez de forma mais distante da produção real. Como destacou Chesnais (1996), no início da década dos 1990 o salvamento das caixas de poupança nos EUA exigiu recursos vultosos do orçamento fiscal americano e, no caso das grandes bancos uma política de juros que os permitisse ganhar o spread entre taxas de curto prazo pagas aos depositantes e as cobradas a longo prazo. Esse socorro, no caso da crise financeira de 2001, levou a uma política de juros baixos, negativos em termos reais, que foi responsável por outro round de financeirização, facilitando a securitização, a transferência de riscos e a modificação dos tomadores de empréstimos que passam a ser famílias e se estendem a tomadores duvidosos. Apesar do crescimento das taxas de juros de curto prazo dos fundos federais, a ampla liquidez em dólar no mercado internacional em meados dos 2000, as inovações financeiras e a desregulamentação impediram o controle da política monetária americana, ampliando ainda mais o endividamento e, com ele, a desconfiança, a incerteza e levando ao desencadeamento da crise em 2008.

O crescimento relativamente maior do crédito a consumidores nos EUA ao invés de investidores - dado o processo de desintermediação - aliado aos ativos dos bancos com maior volume de capital fictício, ampliaram as possibilidades de problemas e conduziram o Federal Reserve a uma política de taxas baixas de juros. Crescem os produtos estruturados, os produtos financeiros tóxicos.

Nessas circunstâncias, os preços dos ativos perdem qualquer relação com a economia real e, por um lado, para se sustentarem é preciso que se mantenham as entradas de recursos para nova venda de ativos. Por outro, qualquer boato ou novidade pode ser o motivo para desencadear a espiral deflacionária que caracterizou a crise, contaminando a economia real.

## **5. Keynes, Minsky e as Saídas para a Crise**

O *mainstream* em economia não espera crises e não está, por isso, preparado para sair delas. As razões para a crise são sempre exógenas ao mercado ou se trata de flutuações transitórias Pareto-eficientes, o que impede que estejam preparados para seu combate. Daí porque, tal como na crise de 1929, e mesmo nas crises menores até a de 2008, os remédios fossem keynesianos. Também não é a Marx, crítico do capitalismo e buscando ultrapassá-lo, a quem caberá analisar remédios enquanto ele durar. Assim, é com Keynes e Minsky que podemos aprender sobre as políticas de enfrentamento da crise.

Nas análises de Minsky, a fragilidade financeira se transforma em crise quando os bancos, ao acharem que emprestaram muito, reduzem os empréstimos para o que aumentam a taxa de juros. Ao fazê-lo, porém, desencadeiam a crise ou a espiral deflacionária que a explicita. Isso porque o aumento das taxas de juros torna os financiamentos tomados inviáveis de serem pagos. Por um lado, isso incita as unidades empresariais a vender ativos para pagar os financiamentos obtidos e a venda generalizada de ativos desencadeia a espiral deflacionária. Por outro, isso transforma unidades *hedge* em especulativas e unidades especulativas em Ponzi, fragilizando ainda mais as economias.

Interromper esse processo requer que os Bancos Centrais, emissores dos ativos mais líquidos (as moedas nacionais) acalmem a preferência pela liquidez dos bancos. Quanta liquidez será necessária nunca se sabe, uma vez que é a incerteza tal como percebida pelos agentes que os impulsiona a preferir a liquidez. Mas a injeção de liquidez acalma os agentes e evita novas vendas de ativos, interrompendo a espiral deflacionária.

Esse papel de prestador em última instância do Banco Central, tão bem analisado por Minsky (1986), foi e tem sido fundamental para impedir um aprofundamento e uma expansão ainda maior da crise. De fato, num primeiro momento, esse papel impediu que a crise se alastrasse ainda mais e trouxesse problemas ainda maiores. Seja nos salvamentos dos bancos, seja nos empréstimos a bancos e empresas ou ainda no “*quantitative easing*” que perdura até hoje, a economia mundial foi protegida de problemas bastante maiores.

Mas após todos esses esforços, as economias como um todo, mas principalmente as economias européias e americana rateiam, e não conseguem resultados significativos de saídas da crise. O próprio Keynes já anunciara a possibilidade de armadilha da liquidez, hoje tratada como empoçamento dos recursos concedidos a bancos e empresas, que não os investem.

Ao tratar do investimento, Keynes (1970, p. 302) chamava a atenção para a hipótese de que a queda da eficiência marginal do capital pode ser tal que fique inferior à taxa de juros mesmo que esta esteja muito baixa.

Dizia que

a curva da eficiência marginal do capital pode baixar tanto que dificilmente seja possível corrigi-la de modo a assegurar um fluxo satisfatório de novos investimentos por meio de qualquer redução praticável na taxa de juros (...) Em conclusão, acho que não se pode, sem inconveniente, abandonar à iniciativa privada o cuidado de regular o volume corrente do investimento (Keynes, 1970, p. 305).

A incerteza, por um lado, fazendo com que todo recurso líquido seja retido (armadilha da liquidez) e influenciando negativamente sobre a eficiência marginal do capital passa a inibir as decisões de investir, tornando a política monetária ineficaz.

Surge então o papel da política fiscal estimulando a demanda agregada. Por um lado, segundo Keynes (1970, p. 98), “se a política fiscal se usa como um instrumento deliberado para conseguir maior igualdade na distribuição das rendas, tanto maior é o seu efeito sobre o aumento da propensão a consumir”. Por outro, diz ele,

No que concerne à propensão a consumir, o Estado terá de exercer sobre ela uma influência orientadora através do seu sistema de impostos, fixando a taxa de juro e talvez ainda por outros meios. Por outro lado, parece improvável que a influência da política bancária sobre a taxa de juro seja suficiente por si mesma para determinar um volume de investimento ótimo. Creio, portanto, que uma socialização algo ampla dos investimentos será o único meio de assegurar uma situação aproximada de pleno-emprego, o que não implica a necessidade de excluir os compromissos e fórmulas de toda a espécie que permitam ao Estado cooperar com a iniciativa privada (Keynes, 1970, p. 356).

Caberia, neste caso aos governos, que não têm objetivo de lucro, investir e estimular o crescimento da renda e da demanda para então, num novo ciclo, isso influir positivamente sobre as perspectivas empresariais, reabilitando as decisões privadas de investimento. Apesar de longamente conhecidas, as frases acima foram citadas porque vêm sendo sistematicamente esquecidas, dada a ainda nítida supremacia da finança. É o que veremos no próximo item.

## **6. A Supremacia da Finança**

Do que vimos até aqui foi o predomínio da finança sobre a produção, ou o desenvolvimento do que Marx chamou de capital fictício que esteve por trás da crise que se desencadeia em particular em 2008, crise “cujo centro motor é o capital-dinheiro, exercendo sua ação imediata na esfera dos bancos, bolsas de valores e finanças” (Marx, 1971, p. 152), deixando seu rastro ainda hoje na maioria dos países mas, em particular, nos EUA e na Europa.

Como dizia Keynes (1970), “o enfraquecimento do crédito é suficiente para levar a uma crise” (Keynes, 1970, p. 155). Com a financeirização da economia houve crédito, mas ele se destinou ao crescimento da especulação que, como dizia Keynes torna a situação séria quando predomina sobre o empreendimento.

Apesar de responsável pela crise, o capital financeiro, na sua versão de capital fictício tal como definido por Marx, a lógica financeira ainda predomina sobre a produtiva, a julgar pelos problemas enfrentados pela produção até hoje para deslanchar, pelo melhor desempenho dos mercados financeiros, e pelas políticas de austeridade, e o retorno da importância das avaliações feitas pelas agências de *rating*.

Principalmente na Europa, sob a batuta de Merkel, mas também nos Estados Unidos, predominam as propostas de austeridade que, como reza o novo consenso monetário, continuam privilegiando o objetivo de controle da inflação - apesar da ameaça de deflação generalizada. Mais que nos países desenvolvidos, essas políticas de austeridade atingem principalmente os países em desenvolvimento (Ortiz e Cummings, 2013). Apesar de responsáveis pela crise, os mercados financeiros são os beneficiados com tal austeridade, uma vez que deflações ampliam em termos reais os ganhos financeiros dos credores, embora arrasem o produto, a renda e o emprego.

As agências de *rating*, por sua vez, as mesmas que às vésperas da crise avaliavam com notas máximas as empresas que viriam a falir, continuam a dar as ordens, a empresas e países, impedindo que políticas econômicas nacionais, principalmente de países menos desenvolvidos, possam funcionar contra ciclicamente. Como interpretar tal poderio da finança sobre a produção, do capital financeiro sobre o produtivo? Se, por um lado, as políticas de austeridade beneficiam, conforme mencionado, o capital financeiro, por outro como é possível explicar que este continue ganhando se a esfera produtiva acha-se prejudicada e é ela que alimenta a esfera financeira com lucros e salários altos que vão ser aplicados especulativamente?

A razão para tais ganhos encontra-se na enorme concentração de renda e riqueza sob a hegemonia do capital financeiro, mesmo após a crise. Como destacam Piketty e Saez (2013), os 10% mais ricos nos EUA, que detinham 50% da renda na Grande Depressão de 1929, passam a deter cerca de 35% entre 1940 e 1970 e voltam a deter 50% nos últimos anos. Entre 2008 e 2009 essa proporção cai um pouco, mas já se recupera em 2010 estando de novo próxima dos 50%. O mesmo ocorre com e sem a inclusão de ganhos de capital e com a Inglaterra e países desenvolvidos de língua inglesa, embora em menor proporção. Na França e na Alemanha essa proporção se mantém em 35%, pouco acima dos baixos níveis observados nos 1970 e 1980, o que se relaciona com um sistema de tributação distinto. A maior parte da desigualdade acha-se no alto da pirâmide tendendo a aumentar muito quando se observa os 1% mais ricos. Apesar disso, os autores mostram que a tributação dos mais ricos nestes países caiu desde os 1990. Finalmente, os autores mostram que a proporção da riqueza na renda nacional, dos países europeus – mais regulados e com políticas menos amigáveis vis à vis o capital privado - que era baixa relativamente nos anos 1970, mostra com o neoliberalismo crescimento particularmente forte até 2010.

Só essa concentração explica a possibilidade de ganhos e a resistência à mudança do capital financeiro que ainda domina. Apesar de menor rentabilidade e da perda desta rentabilidade após a crise, a concentração amplia ainda a margem de ganhos apropriados e garante, via poder econômico, a resistência da supremacia da finança.

Conforme mencionado e analisado por vários autores, a finança é, por vezes, vista como o extrato superior do capital. Hilferding, por exemplo, assumia que o capital financeiro era a expressão “suprema e mais abstrata” do capital, embora para ele, conforme mencionado, o

capital financeiro fosse definido como a fusão do capital bancário e do capital industrial, o que não é o caso do capitalismo hoje.

Duménil e Lévy (2004, pp. 73-74), por sua vez, definem a finança de forma larga, como “a fração superior da classe capitalista e as instituições onde se concentra sua capacidade de ação”. O que chama atenção nessa definição não é a constituição da finança, que para seus autores inclui não apenas bancos e instituições financeiras em geral, mas em particular fundos de pensão e bancos centrais, mas a ideia de que formam uma fração superior da classe capitalista. Embora isso seja verdade ao longo do processo de financeirização das economias e até o momento, não é sempre o caso no capitalismo. Assim, estes autores incorrem, a nosso ver, no mesmo equívoco de Hilferding, ao generalizar o que é uma especificidade histórica como, aliás, eles mesmos, paradoxalmente, assumem, ao chamar atenção que a hegemonia financeira é um traço dos períodos do final do século XIX até 1929, e também do período atual desde 1980, embora não seja no período intermediário do *New Deal* aos anos 1970.

Como observa Pinto (1998, p. 228), capital seja sob a forma dinheiro, ações ou meios de produção é antes de tudo uma relação social “que subordina a produção para a acumulação privada de capital”. Mais que isso, é uma relação social de dominação cujo objetivo é o lucro. Maximizar lucro é a forma de se manter como classe dominante. O problema, porém, é que, do ponto de vista agregado, há limites para tal valorização quando ela se faz sem que os recursos financeiros sejam aplicados na produção real.

Faz seis anos que a crise se desencadeou e se alastrou pelo mundo inteiro e os resultados, em termos de recuperação efetiva não apareceram. O mundo como um todo mostra resultados ruins. A maior parte dos países avançados apresentou contração depois de 2009. Embora os países da zona do Euro tenham apresentado crescimento, a periferia da zona perde produto e emprego. Mesmo nos EUA, onde as taxas de crescimento são maiores, os níveis de desemprego caem, mas parte do declínio deve-se à exclusão dos que foram desencorajados a procurar emprego e redução da taxa de participação da força de trabalho (Cohen, 2013 apud. Akyüz, 2014). Quanto aos países emergentes, que pareciam se descolar da crise no mundo desenvolvido no início, ressentem-se em seguida com as dificuldades para exportar e para atrair capitais de economias desenvolvidas e em vista das dificuldades que a China enfrenta para manter taxas de crescimento elevadas e o modelo anterior *export-led* (Akyüz, 2014). Em meio a esta situação observa-se acentuado aumento das desigualdades entre e dentro dos países em geral<sup>26</sup>

Tais problemas, paradoxalmente, têm conduzido a respostas de política econômica que impõem austeridade, reduzem o poder de ação discricionária do Estado, evitando ações mais relevantes de política fiscal, optando, ao contrário, apenas por políticas monetárias. Trata-se de mais do mesmo que provocou a crise, ou seja, o predomínio das ideias neoliberais ortodoxas que construíram a financeirização. Na situação de armadilha pela liquidez em que o mundo desenvolvido se encontra, não é possível contar com política monetária, como alertava Keynes, e isso tende a voltar a ampliar a fragilidade do sistema, com a busca de aplicações rentáveis como destaca Akyüz (2014).

Como descreve Krugman (1991, p. 24), hoje um crítico da ausência de política fiscal contracíclica, o *mainstream* em economia é tal que “*monetarists and their even more free-market-oriented successors think the government should be as laissez-faire about aggregate demand as it is about supply and demand in individual markets*”. Quanto aos novos-keynesianos, “*...the government should take an active role in macroeconomic stabilization but otherwise leave markets mostly to themselves*”. Ou: “*activism on the macro side, but laissez-faire on the micro side*”. É, pois, o poder discricionário do Estado que é eliminado na proposta

---

<sup>26</sup> Em países da América Latina, embora se observe redução de desigualdades as taxas de crescimento não deixam que haja convergência para a situação do centro.

novo-clássica, e que é aceito com limites, pelos novos-keynesianos. Daí o privilégio dado à política monetária, onde se altera a taxa de juros ou a quantidade de moeda da mesma maneira para todos, sendo, neste sentido, menos discricionária, enquanto a política fiscal ao atuar, afeta a alocação de recursos, sendo assim, mais discricionária por definição e, por isso, colocada sob suspeita pelo *mainstream*.

Porém a discricionariedade da política fiscal é algo fundamental, neste momento, não apenas para estimular a economia, mas para corrigir desigualdades. Sobre essas medidas, como observa Akyüz (2014), não houve uma reestruturação das dívidas de forma a eliminá-las e dividir custos dos problemas de excesso de endividamento entre credores e devedores. Ao contrário, os empréstimos foram dados aos credores e, em vista da armadilha da liquidez não foram transformados em demanda efetiva de forma a beneficiar produção e emprego. Também Silvers (2013) chama a atenção para o salvamento de empresas nos EUA, sem reparar as condições financeiras das famílias. E a desigualdade continua crescendo.

Essas observações, por um lado, indicam que políticas não discricionárias em situação de desigualdade tendem a ampliá-las e que a correção das mesmas exige Estado e discricionariedade. Por outro, mostram que o papel ativo do Estado com políticas fiscais buscando redirecionar o andamento da economia e estimular o crescimento do emprego e da renda podem não implicar em déficits ou dívidas elevadas, porque podem e devem ser financiadas pelos extratos superiores onde a renda se concentra.

A única e forte razão para que essas políticas não sejam adotadas no momento é o ainda grande poder econômico e político da finança que se protege exatamente com este aumento de desigualdade. Difícil, assim, imaginar quando sairá da confortável situação onde se encontra.

## **7. Considerações Finais**

Do exposto ao longo deste artigo é possível concluir, em primeiro lugar, que não será possível sair da situação atual com mais do mesmo e que, a se manter a supremacia da finança, as coisas não mudarão. Alterar essa situação requereria mais Estado e mais discricionariedade para:

1. Inibir a preferência pela liquidez, taxando as reservas nos bancos, conduzindo-a na direção de empréstimos a pequenos negócios (Pollin, 2013).
2. Re-regular prudencialmente o setor financeiro, garantindo o cumprimento das regras via fiscalização.
3. Impor taxas e impostos que reduzam ou inibam operações meramente especulativas.
4. Usar “financiamentos públicos sem financistas” para contrarrestar a restrição de crédito. Como sugere Epstein (2013), deve haver maior apoio público e instituições financeiras públicas e cooperativas, de forma a garantir o emprego da finança em atividades produtivas, assim como para garantir taxas baixas nestes financiamentos.
5. Limitar a concentração do sistema bancário.

Em todos esses casos, trata-se de atuar com discricionariedade e inverter a chamada supremacia da finança que, em virtude de seu poder econômico e sua posição política atuais, não se mostra coisa fácil.

## Referências

- Akiuz, Y. (2014) "Crisis mismanagement in the United States and Europe: impact on developing countries and longer-term consequences", *South Center Research Paper*, n. 50, February.
- Brunhoff, S. (1990) "Fictitious capital", J. Eatwell, M. Milgate and P. Newman (Eds.) *Marxian Economics – The New Palgrave Dictionary*, New York/London: Macmillan.
- Chesnais, F. (1996) "Mondialisation financière et vulnérabilité systemique", F. Chesnais (Ed.), *La Mondialisation Financière – Genèse, coût et enjeux*, Paris: Syros.
- Chesnais, F. (2006) "La preeminence de la finance", S. de Brunhoff. et al. (Eds.) *La Finance Capitaliste*, Paris, PUF.
- Cohen, D. (2013) "Resilient job market puts Fed tapering back on table". *Brookings on Job Numbers*. [www.brookings.edu/blogs/jobs/posts/2013/11/08-resilient-jobmarket-fed-tapering-cohen](http://www.brookings.edu/blogs/jobs/posts/2013/11/08-resilient-jobmarket-fed-tapering-cohen) (Accessed 9 November 2013).
- Duménil, g. e Lévy, D. (2004) "O neoliberalismo sob a hegemonia Norte-Americana", F. Chesnais (Org.) *A Finança Mundializada*, São Paulo: Boitempo.
- Duménil, g. e Lévy, D. (2011) "The crisis of the early 21st century: general interpretation, recent developments, and perspectives", *World Review of Political*, 2(4), Winter.
- Epstein, G. (2005) *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK; Northampton, USA: Edward Elgar.
- Epstein, G. (2013) "Restructuring finance to better serve society", T. I. Palley and G. A. Horn (Eds.), *Restoring Shared Prosperity – A Policy Agenda from Leading Keynesian Economists*, Licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International License.
- Foley, D. (2005) "Marx's theory of money in historical perspective", F. Moseley (Ed), *Marx's Theory of Money – Modern Appraisals*, London and New York: Palgrave Macmillan.
- Hilferding, R. (1970) *Le Capital Financier*, Paris: Les Editions de Minuit.
- Keynes, J.M. (1970). *Teoria Geral*, Rio de Janeiro: Fundo de Cultura.
- Keynes, J.M. (1987 a) "The Ex-Ante Theory of the Rate of Interest", *Collected Writings*, Cambridge University Press, vol. XIV.
- Keynes, J.M. (1987 b) "Mr. Keynes's Finance", *Collected Writings*, Cambridge University Press, vol. XIV.
- Keynes, J.M. (1987 c) "Alternative Theories of the Rate of Interest", *Collected Writings*, vo. Cambridge University Press, vol. XIV.
- Kliman, A. (2012) *The Failure of Capitalist Production – Underlying Causes of the Great Recession*, London: Pluto Press.
- Krugman, P. R. (1991) "Policy implications of alternatives views". In: P. Krugman (Ed.), *Has the adjustment process worked?* Washington, DC: Institute for International Economics, p. 23-31.
- Lapavitsas, C. (2012) "Financialised capitalism: crisis and financial expropriation", C. Lapavitsas (Ed.) *Financialization in Crisis*, Chicago, IL: Haymarket Books.
- Marx, K. (1970) *Le Capital*, Vol. III. Paris: Les Editions Sociales.
- Marx, K. (1971) *O Capital*, Vol. I. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.

- Marx, K. (1974) *O Capital*, Vol. III. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- Meacci, F. (1998) "Fictitious capital and crises", R. Bellofiore (Ed.), *Marxian Economics – A Reappraisal*, Vol. 1, Houndmills, Basingstoke, Hampshire and London: Macmillan Press Ltd/New York: St. Martin's Press, Inc.
- Minsky, H. (1977) "A theory of systemic fragility", pp. 138-152, in E.D. Altman and A.W. Sametz, Eds. *Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment*. New York, NY: John Wiley and Sons.
- Minsky, H. (1982) "The financial instability hypothesis: capitalist process and the behavior of the economy", pp. 13-39, in C.P. Kindleberger and Jean-Pierre Laffargue, Eds. *Financial Crises: Theory, History, and Policy*. Cambridge, England: Cambridge University Press.
- Minsky, H. (1986) *Stabilizing an Unstable Economy*, <http://digamo.free.fr/minsky86.pdf>.
- Mohun S. (2013) "Rate of profit and crisis in the US economy: a Class Perspective", In: Lance Taylor, Armon Rezai and Tom Michl (Eds.), *Social Fairness and Economics: Economic Essays in the Spirit of Duncan Foley*, London and New York: Routledge.
- Mollo, M. L. R. (2011) "Capital fictício, autonomia produção-circulação e crises: precedentes teóricos para o entendimento da crise atual", *Economia*, ANPEC, Setembro-Dezembro.
- Nelson, A. (2008) "Fictitious capital and real compacts", *Radical Notes*, 15/octobre.
- Ortiz, I. e Cummings, M. (2013) The age of austerity: a review of public expenditures and adjustment measures in 181 countries. *South Center Initiative for Policy Dialogue and the South Centre Working Paper*, March.
- Panitch, L. and Ginding, S. (2012) *The Making of Global Capitalism – The Political Economy of American Empire*, London/New York: Verso.
- Parenteau, R. W. (2005) "The late 1990's US bubble: financialization in the extreme", G. Epstein (Ed.). *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK; Northampton, USA: Edward Elgar.
- Pikety, T. and Saez, E. (2013) "Top incomes and the great recession: recent evolutions and policy implications", *IMF Economic Review*, 61(3).
- Pinto, N. P. A. (1998) "Financial capital revisited", R. Bellofiore (Ed.), *Marxian Economics – A Reappraisal*, Vol. 1, Houndmills, Basingstoke, Hampshire and London: Macmillan Press Ltd/New York: St. Martin's Press, Inc.
- Plihon, D. (1999). "A economia de fundos próprios: um novo regime de acumulação financeira", *Economia e Sociedade*, Campinas, (13)52, p. 41-56.
- Pollin, R. (2013) "Short- and long-run alternatives to austerity in the US". T. I. Palley and G. A. Horn (Eds.), *Restoring Shared Prosperity – A Policy Agenda from Leading Keynesian Economists*. Licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International License.
- Santos, P. L. (2012) "On the content of banking in contemporary capitalism", em C. Lapavitsas (Ed.), *Financialization in Crisis*, Chicago, IL: Haymarket Books.
- Saad-Filho, A. (2011) "Crisis in neoliberalism or of neoliberalism?", *Socialist Register*, vol. 47.
- Shaikh, A. (2011) "The first great depression of the 21st Century", *Socialist Register*, vol. 47.

Silvers, D. (2013) “The financial system, financialization and the path to economic recovery”, T. I. Palley and G. A. Horn (Eds.), *Restoring Shared Prosperity – A Policy Agenda from Leading Keynesian Economists*, Licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International License.

## Uma Interpretação de Pontos Controversos da *Teoria Geral* de Keynes

Mario Luiz Possas\*

### Resumo

O artigo propõe uma interpretação da Teoria Geral baseada em duas premissas essenciais: (i) que o núcleo da mensagem da obra é heterodoxa (no sentido de se afastar do referencial neoclássico); e (ii) que, embora não desenvolva um modelo dinâmico, não é estática nem emprega a noção de equilíbrio no sentido usual, i.e., como atrator, constituindo um preâmbulo de uma teoria dinâmica pela ênfase posta no tempo (futuro) e nas expectativas. A exposição é centrada na subdivisão curto/longo prazo (período), com respectivas particularidades e distinções. No primeiro caso, é proposta uma conceituação mais geral do princípio da demanda efetiva, a partir da qual são interpretadas a relação poupança-investimento, as funções de oferta e demanda em nível microeconômico, onde se dão as determinações básicas, o “ponto de demanda efetiva” e as respectivas agregações. No segundo caso, as decisões de investir são examinadas à luz do cap. 17, no contexto das decisões de aplicação de capital, i.e. da demanda individual por ativos. O conceito central de incerteza é introduzido nesse quadro. Daí se depreende a moeda como ativo e a teoria da preferência pela liquidez e da taxa de juros. Incorporada a incerteza nas expectativas de longo prazo, emergem dois conceitos chave – o estado de confiança e a convenção. Segue-se, em conclusão, a peculiar e crucial noção de instabilidade dos investimentos e, por extensão, da economia capitalista.

**Palavras-Chave:** economia Keynesiana; Teoria Geral de Keynes

### Abstract

The paper offers an interpretation of the General Theory based on two main assumptions: (i) that its core is heterodox (meaning far from Neoclassical references) and (ii) that, while not working out a dynamic model, it is neither static nor based on the notion of equilibrium in the usual sense, i.e. as an attractor. It amounts rather to a foreword to a dynamic theory, given its emphasis on (future) time and expectations. The exposition is centered on the division between short and long run (period) with corresponding particularities and distinctions. In the first case, a more general concept of the principle of effective demand is proposed, from which the relation investment/savings, supply and demand functions at the Micro level – where basic variables are determined -, the “point of effective demand” and corresponding aggregative versions are interpreted. In the second case, investment decisions are examined on the light of chap. 17, concerning investment in capital assets, i.e. individual demand for assets. The central concept of uncertainty is introduced here, giving place to money as an asset as well as to liquidity preference and the rate of interest theories. Long term expectations under uncertainty give rise to other two key concepts – the state of confidence and the convention. As a result, his peculiar and crucial notion of instability of investment follows, as well as its extension to the capitalist economy as a whole.

**Keywords:** Keynesian economics; General Theory

**JEL Classification:** E2

\* **Mario Luiz Possas** é Professor Titular Emérito do Instituto de Economia da UFRJ, Professor Colaborador Livre-docente do Dep. de Economia da FCL/Ar - UNESP e Patrono da Associação Keynesiana Brasileira (AKB).

## 1. Introdução

Por ocasião do cinquentenário da *Teoria Geral* (T.G.)<sup>27</sup>, escrevi um artigo<sup>28</sup> em que tentei sistematizar, de forma algo compacta, minha interpretação – que permanece – da sua contribuição teórica essencial. Como acontece com obras fundamentais de autores proeminentes, há muito espaço tanto para leituras alternativas das suas grandes linhas quanto para interpretações divergentes de numerosos pontos controversos, alguns destes consideravelmente importantes.

Aquela interpretação procurava destacar, em síntese, dois aspectos fulcrais do pensamento de Keynes nesta obra: o princípio da demanda efetiva e o conceito de incerteza “fundamental”.<sup>29</sup> Tomando-a como pano de fundo, o presente artigo buscará identificar e focalizar, numa sequência lógica (não necessariamente a mesma da obra original), os pontos centrais que sustentam – ou podem sustentar, uma vez reinterpretados – a solidez e coerência das propostas principais do autor, na linha de interpretação aqui defendida.

Retomando a mesma estrutura básica que adotei no artigo anterior, as duas seções seguintes tratarão, respectivamente, das decisões de “curto prazo” (ou curto período, de forma mais técnica) – produção e emprego – e das de “longo prazo” (longo período) – aplicação de capital em geral, e investimento, em particular. Segue-se uma breve conclusão.

## 2. O Curto Período: demanda efetiva, produção, emprego e renda

É de senso comum que a apresentação do Princípio da Demanda Efetiva (P.D.E.) por Keynes, T.G. capítulo 3, é muito confusa. O próprio autor admitiu isso em texto pouco posterior à T.G., sugerindo até que deveria reescrevê-lo.<sup>30</sup> Este fato, aliado à forma inteiramente distinta – e igualmente idiossincrática – em que o cofundador da Macroeconomia, Michal Kalecki, apresenta o mesmo princípio<sup>31</sup> me motivou a buscar uma forma alternativa, mais simples e geral, que reunisse as condições estritamente necessárias e suficientes para sua validade.<sup>32</sup>

### 2.1. O P.D.E. numa Formulação Simples e Geral

Consideremos uma economia mercantil simples, tal como definida por Marx (isto é, ainda não capitalista, implicando abstrair o trabalho assalariado e o capital). Ela apresenta duas propriedades essenciais: a *divisão social do trabalho*, implicando anarquia da produção (ausência de uma instância coordenadora deliberada das decisões autônomas dos produtores) e o seu *caráter monetário* (possui moeda com todas as suas propriedades mercantis – meio de troca, unidade de conta, meio de pagamento – o que já pressupõe a *presença do crédito* - e reserva de valor)<sup>33</sup>. Para tal economia, vale o seguinte enunciado do P.D.E.:

---

<sup>27</sup> Keynes, J. M. (1936).

<sup>28</sup> Possas, M. (1986).

<sup>29</sup> Ou qualificativo correlato, indicando a sua irredutibilidade a risco (calculável), e portanto a cálculo probabilístico.

<sup>30</sup> Keynes, J.M. (1937a, p. 181).

<sup>31</sup> Sem sequer mencioná-lo, porque o artigo original em que o formulou é de 1933, anterior à T.G.: v. Kalecki, M. (1954, cap 3).

<sup>32</sup> Possas, M. (1987, pp. 50-72).

<sup>33</sup> Este ponto é essencial: como mostrou Marx n’O Capital, livro I, cap. 3, não se pode reduzir uma economia mercantil ao escambo (ou seja, à troca simples), dado que este sempre tende a gerar um equivalente geral – uma mercadoria que funcione como moeda - à medida que as trocas se desenvolvem. Em outras palavras, o escambo é demasiado instável para ser tomado como ponto de partida da análise de uma economia de mercado. Ou ainda, é preciso considerar que toda economia mercantil é *necessariamente monetária*.

numa economia mercantil, em qualquer transação de compra e venda existe apenas uma decisão autônoma: a de gastar.

Simple como é o enunciado, ele implicitamente desloca os problemas de interpretação para a necessidade de se extrair algumas de suas implicações básicas em termos das versões habituais do P.D.E., inclusive a de Keynes. Seguem algumas delas:

(i) o P.D.E. não envolve qualquer noção de equilíbrio (a causalidade é unilateral, do gasto para a renda);

(ii) o P.D.E. é “micro”, e não “macro”;

(iii) o P.D.E. dispensa um conceito de renda ou valor adicionado;

(iv) o P.D.E. supõe uma renda instantânea (fluxo) e não precisa de nenhuma “renda prévia”, pois a renda (fluxo) não é gasta, mas sim o poder de compra (estoque).

Vejamos brevemente cada uma.

*(i) P.D.E., equilíbrio e causalidade*

O P.D.E. estabelece o primado de uma relação causal unilateral gasto → renda que afasta o equilíbrio como pretensão requisito metodológico para gerar determinações unívocas, como é usualmente suposto sem maior discussão nas teorias econômicas tradicionais (não só na neoclássica). Além disso, aponta claramente na direção da dinâmica, uma vez que a causalidade unilateral sem equilíbrio acarreta uma cadeia sequencial de impactos entre unidades econômicas – uma cadeia potencialmente inesgotável de desequilíbrios *à la* Schumpeter -, afetando as decisões empresariais de produção, emprego e investimento, assim como as decisões de consumo. A meu ver, essa função desempenhada pela causalidade unilateral tem grande importância metodológica e alcance para uma reformulação teórica orientada para a dinâmica econômica.

*(ii) O P.D.E. é definido na dimensão microeconômica*

Embora formulado no século XX pelos fundadores da Macroeconomia, Keynes e Kalecki, o P.D.E., ao contrário do que supõe o senso comum, é essencialmente “micro”. Isso quer dizer que envolve decisões (de gastar) tomadas por indivíduos ou empresas, em função de suas expectativas individuais de curto e longo prazos. A dimensão “macro” diz respeito especificamente às consequências dessas decisões no âmbito da economia como um todo, podendo ou não envolver o uso de agregados (pode-se optar, como prefiro, pelo uso de modelos multissetoriais, dispensando inteiramente as agregações).

*(iii) O P.D.E. dispensa um conceito de renda ou valor adicionado*

O enunciado do P.D.E. apresentado acima propositalmente não recorre ao conceito de valor adicionado, mas se dá simplesmente em termos de receita e despesa. Esta forma a meu ver não só é bem mais simples e geral, mas afasta falsas questões que podem ser suscitadas pela apresentação agregada e em termos de renda, que Keynes e Kalecki utilizaram e que se consagrou na Contabilidade Nacional e na Macroeconomia. Keynes justifica essa opção (T.G., cap. 3, p. 24, n. 2), de forma razoável, para evitar as ambiguidades associadas ao conceito de valor da produção (ou das vendas), que requer uma definição precisa – nem sempre possível, e nem sempre estável ao longo do tempo – do conteúdo das cadeias produtivas, em comparação com o conceito de renda ou valor adicionado, cuja definição clara independe do grau de integração vertical das cadeias produtivas.

Assim, vale ressaltar que esta opção – que implica alguma interpretação, não sendo evidente por si mesma – foi feita expressamente por conveniência contábil, e não por imposição teórica. Quando Keynes (e Kalecki) iguala, no agregado, a renda (produto) com a soma de investimento e consumo, está implícito que estes dois últimos envolvem por hipótese cadeias produtivas verticalmente integradas, sem o que jamais a renda (produto) ou valor adicionado poderia equivaler à soma de valores de produção de macrossetores produtores de bens finais.

(iv) *Pelo P.D.E. a renda é um fluxo instantâneo, que independe de renda prévia; quem é gasto não é a renda (fluxo), mas sim o poder de compra (estoque).*

A formulação do P.D.E. pode e deve rejeitar os termos habituais da Lei de Say, pela qual existe uma renda determinada previamente ao gasto, e que portanto admite perguntar se “uma renda recebida é ou não totalmente gasta”. A renda gerada por uma transação individual é, por definição, um fluxo instantâneo, que “desaparece” no momento em que é criado; quem é ou não é gasto não é uma renda, mas um estoque de poder de compra (monetário, mas que deve incluir os créditos disponíveis a curto prazo). Dadas essas premissas logicamente essenciais, a questão de “se uma renda é gasta” torna-se puro *nonsense*. Ela simplesmente não faz sentido, razão pela qual não é preciso invocar conceitos como o de entesouramento, do tempo de Marx, ou da preferência por liquidez, de Keynes, para refutar a Lei de Say – independentemente de quão importantes sejam tais conceitos em si mesmos. O P.D.E. é suficiente para rejeitar completamente a Lei de Say, uma vez que inverte a sua determinação causal – torna-se uma “Anti-Lei de Say”.

Em tese, qualquer agente econômico pode gastar menos – ou mais! - que a renda prévia, uma vez que sua decisão de gasto não está restringida por ela, mas sim pelo poder de compra contido em suas reservas líquidas (mesmo pessoas pobres costumam ter acesso a algum tipo de crédito); e, além disso, depende essencialmente de expectativas sobre eventos futuros. A renda só deixa de ser um fluxo instantâneo quando é *agregada* ao longo de um intervalo de tempo discreto, necessário para que se somem as rendas instantâneas geradas de forma não simultânea e se contabilize, por exemplo, uma renda nacional gerada durante um determinado ano.

Antes de ingressar propriamente na análise Keynesiana de curto prazo, tal como expressa na T.G., cap. 3, convém extrair pelo menos duas implicações muito relevantes dessa forma mais simples e geral de apresentação do P.D.E., que têm relação estreita com as posições de Keynes.

## **2.2. Duas Implicações Básicas do P.D.E.**

**1)** Em primeiro lugar, cabe confrontá-la com a noção habitualmente atribuída a Keynes de que o P.D.E. teria permitido demonstrar “a possibilidade de um equilíbrio (macroeconômico) aquém do pleno emprego”.

Aparentemente, não há nada em comum entre as duas formulações. Consideremos dois termos-chave na formulação atribuída a Keynes: o “equilíbrio” e o “pleno emprego”, para examinar que função cumprem no contexto do P.D.E..

Começemos pelo último, que parece mais simples. Por que a ênfase no emprego, ausente tanto do P.D.E. na formulação geral quanto da Lei de Say? Ela decorre unicamente da preocupação de Keynes com o tema, tanto que o colocou no título do livro. A provável motivação, perfeitamente legítima, é derivada da Grande Depressão, e sua quase completa ausência em Kalecki não nos deve impedir de considerar o emprego como uma variável central

na própria fundação da Macroeconomia (a análise da utilização dos recursos na economia como um todo, no dizer de Keynes, e não de sua distribuição ou alocação<sup>34</sup>) – embora tão distante das preocupações da maioria dos macroeconomistas contemporâneos, não-Keynesianos, que o consideram um assunto “micro”.

Quanto ao uso por Keynes da noção de equilíbrio, que acabamos de afastar do âmbito do P.D.E. em sua expressão básica, a provável explicação é mais sutil. De fato, essa noção não é normalmente empregada pelo autor no sentido usual de um atrator, isto é, uma posição para a qual tendam as variáveis principais do sistema (as variáveis de estado), mas sim como uma referência analítica de uso convencional. Como veremos adiante com mais detalhe, em sua análise de curto prazo Keynes assume um equilíbrio aproximado, sem grande preocupação com rigor, apenas sob o argumento de que o curto prazo é curto o bastante para que o presente e o passado recente se superponham, implicando que erros de expectativa não se acumulem.<sup>35</sup>

Embora fonte de discussões estéreis e mal-entendidos, há uma boa dose de pragmatismo nessa premissa, se considerarmos razoável que o autor pretendesse escapar da armadilha do desequilíbrio de curto prazo (em que parece terem caído seus contemporâneos da escola sueca), isto é, que a possibilidade de desemprego involuntário – tão crucial em sua teoria - viesse a ser indevidamente relegada a situações de desequilíbrio, que sempre foram, e continuam sendo, vistas pela esmagadora maioria dos economistas como situações temporárias, fadadas a se desfazerem por si mesmas. É como se dissesse a seus interlocutores: para mim importa pouco se virá a ocorrer ou não um equilíbrio estrito, em que as expectativas de curto prazo são confirmadas *ex post*, dado que o nível de emprego a essa altura já terá sido plenamente determinado *ex ante*! Na verdade, um eventual equilíbrio é irrelevante para essa conclusão, e sua única vantagem para Keynes é puramente expositiva, ou até mesmo retórica, ao evitar descaracterizar sua tese central como sendo fruto de um “mero” desequilíbrio.

Esclarecidas essas circunstâncias idiossincráticas que envolvem o uso por Keynes das noções de equilíbrio e pleno emprego, sua apresentação do P.D.E., embora ainda certamente *sui generis*, não só se torna plenamente compatível com a forma geral sugerida acima, mas representa ainda uma exposição razoavelmente precisa e completa – embora, admita-se, confusa - de sua aplicação para a atividade produtiva empresarial numa economia capitalista plenamente constituída, mais que numa economia mercantil simples.

Assim, fica claro desde o início que a aplicação adequada do P.D.E. à produção capitalista requer uma delimitação prévia de um período discreto, o período curto –, que se subdivide *à la* Marshall em período de produção e período de mercado (realização das vendas). O período de produção se inicia (*ex ante*) com a decisão de produção, baseada nas expectativas de curto prazo (E.C.P.) acerca de demanda pelo produto, envolvendo a determinação do volume de emprego; o preço também será determinado *ex ante* na condição predominante de preços rígidos no período de mercado. Neste período de mercado, que sucede o de produção, os lotes de produtos são postos à venda e fica determinado o volume de vendas, a receita e o lucro efetivo (bem como a renda)<sup>36</sup>.

Em consequência, note-se que algumas variáveis são determinadas *ex ante* – quantidade produzida, emprego e preço (no caso de sua rigidez no período de mercado); enquanto outras o são *ex post* – quantidade vendida, receita de vendas, renda, lucros. Nada mais distante, vale

---

<sup>34</sup> Keynes, J. M. (1936), cap. 2, pp. 4-5 e notas.

<sup>35</sup> *Ibidem*, cap. 5, p. 51. Também Keynes, J. M. (1937 a), *op. cit.*, pp. 181-182.

<sup>36</sup> A terminologia aqui adotada para as variáveis contábeis, salvo casos muito particulares, é a atual e não coincide necessariamente com a utilizada por Keynes na T.G.

sublinhar, do esquema tradicional da Microeconomia neoclássica, em que oferta e demanda se encontram e determinam, simultaneamente, todas as variáveis. Na perspectiva Keynesiana, e em benefício do realismo, é essencial dar a devida importância à conhecida frase de Paul Davidson de que “*production takes time*”. Cai por terra, nos mercados associados à atividade produtiva - isto é, a grande maioria (à exceção, portanto, dos mercados de *commodities* e financeiros) -, a ideia absurda, mas universalmente disseminada pela Microeconomia neoclássica, de que preços e quantidades (além de estoques, receita, etc.) são suficientemente determinados pela igualdade, e ademais em equilíbrio, entre oferta e demanda! Como seria isso possível, se a oferta está situada *ex ante*, e a demanda *ex post*?! Só se for com uma “máquina do tempo”... E o “equilíbrio”, se houver algum, será necessariamente *ex post*, caso o produtor acerte, ainda que aproximadamente, a previsão de sua receita de vendas expressa nas suas E.C.P. – o que será puramente fortuito, pois tal “equilíbrio” não é um atrator.

**2)** Em segundo lugar, mas não menos relevante, a formulação mais simples e geral do P.D.E. nos auxilia a evidenciar com clareza os erros e inconsistências das formas habituais de encarar a igualdade – em particular, novamente, o equilíbrio – entre poupança e investimento, numa economia em que se abstrai governo e setor externo.

O próprio Keynes cuidou de buscar, na T.G., afastar a possibilidade de mal-entendidos resultantes da definição de poupança, que na época proliferavam e dificultavam ainda mais o deslindamento de um assunto por si já complexo. Desde então se aceita sem maior discussão que a poupança, agregada ou não, é igual à renda disponível (*i.e.* depois dos impostos diretos) menos o consumo. As divergências, portanto, podem ser remetidas a diferenças conceituais e/ou teóricas.

De forma muito resumida, pode-se dizer que Keynes adota duas perspectivas distintas, embora não incompatíveis, para abordar o problema.

A primeira é a interpretação mais convencional - nem por isso errada, apenas muito parcial - da posição do autor: Keynes rejeitara a então em voga Teoria dos Fundos Emprestáveis (“*loanable funds*”), pela qual poupança e investimento representariam respectivamente a oferta e a demanda agregadas de recursos líquidos destinados a financiar os investimentos. Seu “equilíbrio” corresponderia a uma determinada taxa de juros, o preço respectivo de oferta e de demanda, e viabilizado por serem ambas “bem comportadas”: a oferta positivamente inclinada em função da taxa de juros e a demanda negativamente, como de hábito. Assim resultam determinados simultaneamente a poupança e o investimento, igualados em equilíbrio, e a própria taxa de juros.

Keynes diverge dessa teoria em vários pontos, destacando-se: (i) a poupança não é função da taxa de juros, mas, supondo uma função consumo da renda, ela se torna por definição e por extensão uma função complementar (ao consumo) da renda; (ii) o investimento não é função principalmente da taxa de juros, mas sim das expectativas de longo prazo (como veremos adiante), que implicitamente são tratadas nesse modelo como um parâmetro – apesar de que, contraditoriamente, seria um parâmetro altamente volátil...; (iii) a taxa de juros é um fenômeno puramente monetário, e não real, além de não ter relação nenhuma com crédito ou financiamento; ela é determinada pela oferta e demanda de moeda, e não por oferta e demanda de crédito. Essa conclusão tem duas implicações cruciais: primeira, que o investimento tem que ser contabilmente igual à poupança, mas sem que se estabeleça entre ambos uma relação de equilíbrio; e segunda, que seria preciso desenvolver uma teoria monetária específica da taxa de juros (o que Keynes fará no Livro IV da T.G.).

A segunda perspectiva adotada por Keynes, mais ou menos simultaneamente, é a meu ver a mais interessante, por ser mais geral e de grande impacto teórico: consiste em examinar

essa igualdade pela ótica estrita do P.D.E.. Por essa ótica, sendo o investimento um gasto e a poupança uma renda – o *resíduo* da renda total sobre o consumo -, o investimento não só tem de ser contabilmente igual à poupança - já que também ele é por hipótese igual à renda menos o consumo -, mas *determina* unilateralmente a poupança.<sup>37</sup> Em outras palavras, a poupança está *sempre* – e não apenas em supostas situações de equilíbrio – “condenada” a ser igual ao investimento.<sup>38</sup>

O alcance dessa conclusão não pode ser exagerado. Sendo a poupança, por definição, uma parte da renda, e não um gasto, não pode ser objeto de decisão de ninguém – da mesma forma, de resto, que não se pode decidir receber uma renda. Em outras palavras, se ninguém decide o quanto ganha, logicamente não pode decidir a diferença entre o que ganha e o que gasta em consumo – ou seja, a poupança. Não é por outro motivo que Keynes propôs, ao final do capítulo 6 da T.G., que doravante não mais faria referência a uma “propensão a poupar”, mas somente à propensão a consumir<sup>39</sup>, pois ninguém pode ser propenso a realizar algo sobre o qual não tem qualquer controle.

Os problemas parecem começar a surgir quando, invocando o próprio Keynes em sua função consumo, se busca conciliar essa determinação irrestrita da poupança pelo investimento, que resulta do P.D.E., com o fato de que, dada uma particular função consumo da renda, só existirá um nível específico de renda que excede o consumo no montante exato do investimento, gerando assim uma poupança que o iguale. Como se dá essa determinação aparentemente simultânea?

A apresentação mais tradicional da questão é o conhecido gráfico de Alvin Hansen em seu Guia para Keynes<sup>40</sup>, reproduzido durante muitos anos nos manuais de Macroeconomia (quando esta ainda era Keynesiana...). Ele é útil para esclarecer a questão apenas do ponto de vista formal, pois nada mais faz do que expor visualmente a solução estática de um sistema de duas equações – a formação da renda (via P.D.E.) por consumo mais investimento, e a função consumo da renda, determinando simultaneamente o consumo, a renda e a poupança (por resíduo) para um dado nível de investimento. Mas não é realista, nem obedece as prescrições do próprio Keynes em seu efeito multiplicador, o qual supõe o decurso de algum tempo – embora indeterminado *a priori* – para que a renda e o consumo (variáveis dependentes) eventualmente se ajustem mutuamente frente a uma dada variação do investimento (variável independente).

Autores pós-Keynesianos se envolveram nos anos 1980 num debate pouco conclusivo e a meu ver estéril: será ou não preciso esperar a conclusão do efeito multiplicador para que ocorra a igualdade poupança=investimento?<sup>41</sup> Mas se o investimento *já* determinou uma poupança do mesmo montante antes que se conclua o efeito multiplicador, ela poderia estar, por assim dizer, fora da função consumo? Seria uma “poupança forçada”, como se dizia nos anos 1930-40?

A meu ver a questão é mais simples do que pode parecer. A função consumo é apenas um acessório empírico formulado por Keynes, embora nesse nível represente uma intuição que se revelou empiricamente sólida e útil para mostrar a diferença crucial entre as duas

---

<sup>37</sup> V. literalmente Keynes, J. M. (1936), *op. cit.*, cap. 6, p. 54.

<sup>38</sup> Para um detalhamento adicional do argumento, inclusive para a determinação da poupança numa economia aberta (abordada por Kalecki), veja-se Possas, M. (1999).

<sup>39</sup> *Ibidem*, p. 55. Apesar disso, é decepcionante como tantos Keynesianos ainda parecem acreditar na relevância desse conceito – sem falar na própria poupança.

<sup>40</sup> Hanssen, A. (1953, cap. 1, fig. 3 e cap. 4, fig. 12).

<sup>41</sup> O debate se iniciou com Asimakopoulou, A. (1983).

variáveis agregadas de demanda final privada doméstica: consumo (atrelado à renda) e investimento (autônomo em relação à renda). Seu papel, juntamente com o multiplicador, é quando muito coadjuvante na T.G., e nada justifica colocá-lo no centro da análise. Haja ou não uma função consumo da renda, e seja qual for a sua forma funcional e eventuais defasagens, a poupança agregada será sempre igual e determinada pelo investimento agregado, a qualquer tempo discreto, por mais curto que seja. Não é preciso esperar nada. Se porventura os consumidores estiverem, em média, insatisfeitos com seu nível de consumo (e portanto de poupança) como proporção de sua renda, tentarão ajustá-lo ao longo tempo, sem que isso afete na mais ínfima magnitude a poupança, já determinada completamente, como sempre, pelo investimento. Se se quiser chamar a isso de “poupança forçada”, nada a opor, desde que se admita que toda e qualquer poupança é igualmente “forçada” – a ser igual ao investimento.

Ainda assim, mesmo sendo sempre involuntária, a poupança não teria qualquer função no financiamento do investimento? Não. Quem financia o investimento é o crédito, um estoque que está “sempre lá”, ainda que em níveis variáveis ao longo do tempo, ao passo que a poupança, como parte da renda, é um fluxo que, como dito acima, desaparece no momento mesmo em que é criada. Ou seja, já não está mais “lá” quando poderia parecer necessária (mas não é). Tecnicamente, transforma-se instantaneamente em reserva líquida, que pode ou não ser mantida ou transferida para o sistema bancário e/ou financeiro, e crescer em alguma medida o crédito disponível.

Mas isso não é nem teórica nem praticamente relevante, ao contrário do que parecem supor alguns pós-Keynesianos que lhe atribuem uma função de gerar *funding* (maturação de longo prazo) para os empréstimos. São os bancos, eventualmente respaldados pelo Banco Central, que criam crédito – *do nada*, como queria J. Schumpeter, isto é, sem qualquer poupança prévia, já que se trata de fenômeno puramente monetário (criação *ex nihilo* de poder de compra); e é também sua função realizar o *funding*, convertendo as maturidades dos títulos de dívida de curto para longo prazo e administrando o seu eventual descasamento como parte do risco do negócio. Poderão ou não fazê-lo, dependendo de sua preferência por liquidez e aversão maior ou menor ao risco e à incerteza, independentemente do volume de poupança que os investimentos tenham gerado em algum momento.

O que resta, então, da poupança? Nada... É, como já tinha constatado Hansen<sup>42</sup>, uma variável macroeconômica da qual Keynes abriu mão inteiramente sem problemas (e podemos fazer o mesmo.). Ela simplesmente não tem nenhuma função.

### 2.3. O Curto Período e o P.D.E. na T.G.

Os capítulos 3 a 5 da T.G. tratam da determinação das variáveis do curto período Marshalliano, associadas às decisões de produção (*ex ante*, quantidade produzida, emprego e preços – na hipótese mais geral de preços rígidos) e às vendas (*ex post*, quantidade vendida, receita, lucros, renda). À diferença de Marshall, porém, essas determinações nem são simultâneas, pois – como já ressaltado - há um intervalo discreto de tempo entre o *ex ante* e o *ex post*, ou entre produção e vendas, nem geram necessariamente algum equilíbrio. A determinação da produção - e, por implicação, do emprego - se dá por decisão unilateral do produtor – não por qualquer equilíbrio -, *ex ante* de um período curto, abarcando o período de produção e o período de mercado que o segue. O produtor considera a função de oferta, plenamente conhecida *ex ante*, e a demanda esperada para ocorrer no final do período curto (*ex post*), sobre a qual formula expectativas de curto prazo (E.C.P.).

---

<sup>42</sup> Hansen, A. (1953), *op. cit.*, cap. 2, seção 4.

Na sequência será feita uma apresentação esquemática – em linguagem (e notação) moderna – da determinação das variáveis associadas à oferta, *ex ante*, e a das associadas à demanda, *ex post*.

### **(a) A função de oferta (*ex ante*)**

Antes de prosseguir, convém fazer uma breve digressão sobre o porquê de a determinação do emprego na T.G. ter sido descartada desde o âmbito do mercado de trabalho – objeto do capítulo 2 – para o âmbito das decisões de produção e da demanda efetiva – capítulo 3.

#### *(a.1) Por que o mercado de trabalho não determina o volume de emprego*

Na teoria neoclássica convencional, como se sabe, tanto a demanda por trabalho de cada empresa quanto a oferta de cada trabalhador são funções - decrescente e crescente, respectivamente - do salário real. Keynes inicia seus comentários sobre o tema por esses que chama “os dois postulados da economia clássica”, aceitando o primeiro e rejeitando o segundo<sup>43</sup>. O argumento de Keynes, adequadamente entendido, implica uma crítica ainda mais radical da teoria neoclássica do emprego, pelo equilíbrio entre oferta e demanda de trabalho segundo os princípios maximizadores usuais, do que habitualmente se admite – aí incluídos os Keynesianos de perfil neoclássico. Em suma, como veremos, o ponto crucial de Keynes é que o equilíbrio no mercado de trabalho – entre o volume de emprego e o salário real – nem sequer pode ser definido corretamente.

O ponto-chave na caracterização diferenciada que Keynes faz da demanda e da oferta de emprego como funções do salário real está no fato de que o salário real *não é definido da mesma forma* na demanda e na oferta. Na primeira, ele é definido pelo salário nominal deflacionado pelo preço de oferta da empresa, conhecido do empresário uma vez dado o salário nominal e demais custos; enquanto na segunda o é por um índice – *futuro* – de preços ao consumidor. Assim, a demanda de trabalho pode ser precisamente definida, ao contrário da oferta; esta não pode ser determinada<sup>44</sup> - a não ser, vale acrescentar, com base numa eventual expectativa de salário real futuro por parte dos empregados. Os argumentos dessas funções são distintos, e o equilíbrio não pode ser determinado.

Keynes argumenta exaustivamente, a propósito, que o contrato de trabalho não é negociado em termos dos salários reais – uma cesta de consumo, por exemplo -, mas sim em salários nominais, o que torna esse problema incontornável.<sup>45</sup> Os supostos mecanismos de ajuste por flexibilidade de preços que operariam em mercados de preços flexíveis não valem aqui – um eventual excesso de oferta de trabalho (desemprego involuntário) não seria rapidamente eliminado pela redução do preço - no caso, o salário nominal. Além disso, uma redução de salário nominal voltada a eliminar o desemprego involuntário dificilmente surtiria efeito: ainda que os custos baixassem e pudessem induzir a um aumento de oferta, a expectativa de demanda – que norteia as decisões de produção (cf. T.G. cap. 3) – seria mais cedo ou mais tarde reduzida, provavelmente cancelando algum efeito positivo no emprego ou tornando indeterminado o resultado.<sup>46</sup>

---

<sup>43</sup> Keynes, J. M. (1936), cap. 2, pp. 5-10.

<sup>44</sup> *Ibidem*, pp. 10-11.

<sup>45</sup> *Ibidem*, pp. 8-10. Não se trata apenas, como nota o autor, do fato empírico de que os trabalhadores resistam a uma queda do salário nominal, mas de que não têm controle direto sobre o salário real e não têm como negociá-lo.

<sup>46</sup> *Ibidem*, cap. 19, p. 259 ss.

O que, afinal, faz o mercado de trabalho? Dada a função de demanda, a negociação salarial determina o *salário nominal*<sup>47</sup>, ficando simultaneamente determinados os custos e o preço de oferta e, dada a expectativa de demanda, o nível de produção e emprego. Esta é uma determinação unilateral, sem qualquer conotação de equilíbrio. Os trabalhadores poderão eventualmente ficar insatisfeitos com o nível de emprego que estão ofertando ao salário real que se materializará mais à frente, dependendo do comportamento dos preços da sua cesta de consumo, mas isso não pode ter impacto – por ser sempre necessariamente posterior! – à negociação do salário nominal que foi estabelecido no contrato de trabalho ora em vigor. Deveria ser patentemente óbvio que isso não decorre de que os trabalhadores e os sindicatos sofram de “ilusão monetária”, como Friedman e seus sucessores alegaram extensamente, mas simplesmente porque não possuem bola de cristal...

Conclusão: mesmo que *todos os mercados* estejam em equilíbrio, o de trabalho poderá não estar - e normalmente não estará -, sem que qualquer mecanismo de ajuste em direção ao equilíbrio de pleno emprego atue automaticamente; e o desemprego involuntário persistirá. Daí a conhecida proposição da “possibilidade de equilíbrio (exceto o do mercado de trabalho!) abaixo do pleno emprego”, associada a Keynes.

#### (a.2) Função de Oferta

Keynes chama essa função de “preço de oferta”, mas a expressa como receita total (e não unitária, como na Microeconomia convencional). Usando uma terminologia mais atual, ela se compõe de custos (fixos e variáveis) mais lucro “desejado” (já que é *ex ante*). Podemos designá-la como “receita desejada” em função da quantidade produzida para venda (abstraindo, para simplificar, alguma variação programada de estoques).

Numa versão adequadamente modificada do original, teríamos<sup>48</sup>:

$R^D(q^*) = C_T(q^*) + L^D(q^*)$ , onde  $C_T$  é o custo total,  $L^D$  o “lucro desejado” e  $q^*$  a produção, tais que:

$C_T(q^*) = C_F + C_V(q^*)$ , sendo  $C_F$  o custo fixo e  $C_V$  o variável. Os custos fixos incluem pagamentos de juros, alugueis, outras rendas, salários não ligados à produção e depreciação não relacionada ao uso dos equipamentos (para Keynes, seguindo Marshall, “custo suplementar”). Os custos variáveis incluem salários ligados à produção e gastos com matérias-primas e outros insumos, bom como a depreciação devida ao uso dos equipamentos – o “custo de uso”.

Tem-se ainda  $L^D(q^*) = r^D [K_F + K_C(q^*)]$ , sendo  $r^D$  a taxa de lucro de longo prazo (“desejada”),  $K_F$  e  $K_C$ , respectivamente, o capital fixo e o circulante.  $L^D(q^*)$  poderá ser ligeiramente crescente com a produção, devido ao capital circulante, dependendo do peso relativo deste.

O gráfico a seguir ilustra a construção da função de oferta como receita,  $R^D$ , supondo (mais modernamente que em Keynes) custos marginais constantes<sup>49</sup>.

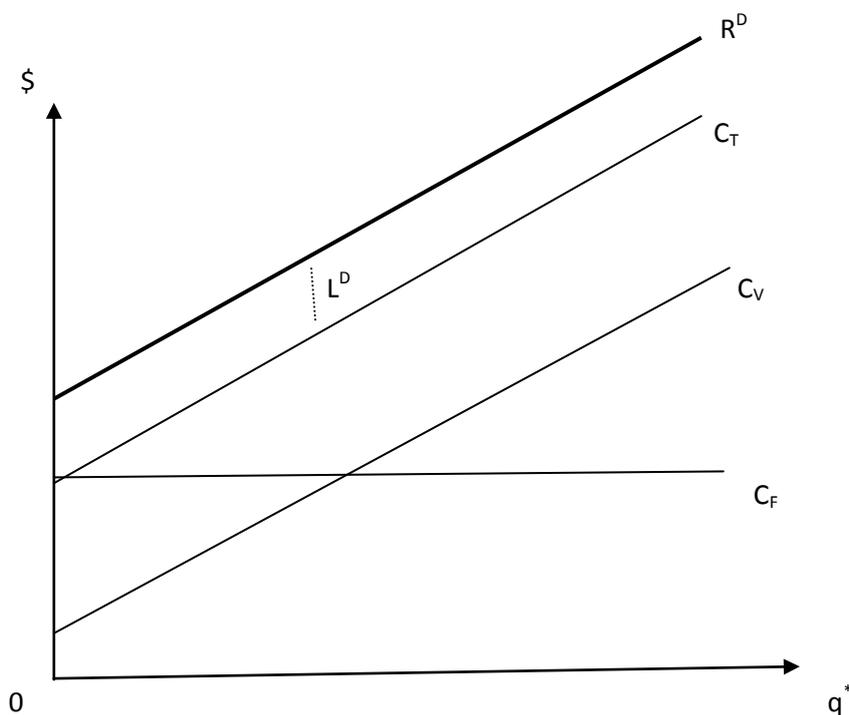
<sup>47</sup> *Ibidem*, cap. 2, p. 13.

<sup>48</sup> Esta apresentação acompanha em parte a de Macedo e Silva, A. (1994).

<sup>49</sup> Embora Keynes seja na melhor das hipóteses ambíguo sobre isso, já que aceita o “postulado” de rendimentos decrescentes dos fatores de produção em várias passagens, considero que a premissa de custos marginais constantes não é incompatível com a sua posição. Há na T.G. duas explicações não excludentes para custos marginais crescentes, nenhuma delas derivada da concepção neoclássica tradicional de rendimentos físicos marginais decrescentes: uma real – o uso de equipamentos de reserva, menos produtivos, quando se atinge a plena capacidade; e outra pecuniária – o pagamento de horas-extra ou novos turnos de trabalho com salários mais altos, também associada à plena capacidade.

FIGURA 1

Função de oferta da firma expressa como Receita Total



(a.3) Função de Demanda (esperada)<sup>50</sup>

A rigor o empresário não conhece esta função, apenas a estima na vizinhança de sua atividade normal. A projeção dessa estimativa para o final do período curto que se inicia é feita pelas E.C.P. que o empresário formula, em geral por projeção de períodos passados recentes (T.G., cap. 5). Em linguagem atual, as E.C.P. seriam adaptativas, de tipo extrapolativo.

A função de demanda, quando expressa em termos de receita total esperada – que designaremos por  $R^E$  –, deverá ser crescente; e a taxa decrescente, se a demanda em termos unitários for negativamente inclinada, como é usual. A propósito, não é provável que Keynes estivesse supondo concorrência perfeita, nem há evidências claras disso na T.G., o que torna mais plausível que a demanda vista pela firma individual seja negativamente inclinada, e não linear, correspondente a uma demanda expressa em receita unitária horizontal (perfeitamente elástica).<sup>51</sup> Em particular, se a demanda em termos unitários for aproximadamente linear – uma aproximação bastante comum –, quando expressa em termos de receita total será aproximadamente quadrática, como no gráfico abaixo.

---

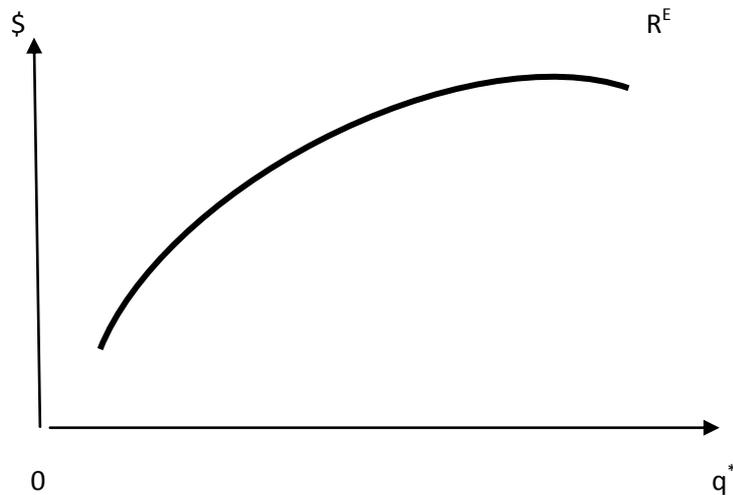
Até atingir as imediações desta última, portanto, a hipótese de custos marginais constantes pode e deve prevalecer.

<sup>50</sup> A rigor, Keynes quase não discute as características da demanda individual da firma, passando abruptamente – e, a meu ver, desnecessariamente – para o nível agregado (v. Keynes, J. M. (1936), cap. 3, pp. 25 ss.). No entanto, todas as determinações importantes ocorrem no nível microeconômico, em particular no âmbito da firma individual, de forma que a agregação é a rigor pouco relevante e, se feita dessa forma súbita e pouco elaborada, torna-se enganosa e fonte de inúmeros problemas de interpretação. O ponto será retomado ao final da seção.

<sup>51</sup> Observe-se que a intenção de elaborar uma Teoria Geral com fundamento microeconômico apoiado na premissa de concorrência perfeita não faz muito sentido, mormente em Cambridge em meados dos anos 1930, que acabara de testemunhar a publicação do livro de Joan Robinson, discípula de Keynes, e respectivos debates, sobre a Economia da Concorrência Imperfeita.

FIGURA 2

Função de demanda esperada da firma expressa como Receita Total



(a.4) O Ponto de Operação (ou de "demanda efetiva")

Por fim, segundo Keynes, o ponto de operação da firma em termos de  $R$  e  $q^*$  do produtor – que o autor chamou de forma paradoxal de “ponto de demanda efetiva”<sup>52</sup>, apesar de ser *ex ante* - seria dado pela interseção entre as curvas de oferta e demanda, ou seja, para  $R^E = R^D$ .

Por que a interseção? Este é um dos temas mais controversos na interpretação do capítulo 3 da T.G.. Keynes afirma que tal interseção deve atender à condição de maximização de lucros<sup>53</sup>. Mas isso não é possível sob concorrência imperfeita, como está sendo assumido aqui, em que o ponto de interseção estaria sempre à direita (*i.e.* para uma quantidade produzida maior) do ponto de maximização, que obviamente corresponde à distância vertical máxima entre as curvas de receita total esperada (demanda) e de custo total. A coincidência entre o ponto de interseção e o de maximização de lucros só é possível em concorrência perfeita, caso em que a função de oferta expressa como receita total seria  $q \cdot CMg$  e a de demanda  $q \cdot p$ , e a interseção seria portanto maximizadora, com  $p = CMg$ .

É lamentável que essa interpretação neoclássica convencional seja seguida por alguns pós-Keynesianos<sup>54</sup>, impondo à T.G. de Keynes uma restrição séria e – o que é pior – desnecessária. Contudo, é possível fazer outra leitura da afirmação de Keynes. A interseção entre oferta e demanda poderá ser maximizadora de lucros sem concorrência perfeita se a interpretarmos como maximização de *longo prazo*, como sugerido pelo próprio autor em apêndice sobre o custo de uso no capítulo 6.<sup>55</sup> Implicitamente, já o fizemos na construção da função de oferta  $R^D$ , ao definir o lucro nesta função pela taxa de retorno dos ativos (de longo prazo),  $r^D$ .

Assim, o ponto de operação  $R^E = R^D$  maximiza lucros a longo prazo, *i.e.*, sujeitos à restrição de lucro “normal” pela ótica do empresário – aquele visto como *sustentável a longo prazo*, vale dizer, sem inviabilizar empresas já atuantes e sem atrair novos entrantes. É

<sup>52</sup> Keynes, J. M. (1936), cap. 3, p. 25.e cap. 6, p. 55.

<sup>53</sup> *Ibidem*, cap. 3, pp. 23-25.

<sup>54</sup> V. por exemplo Chick, V. (1983, cap. 4).

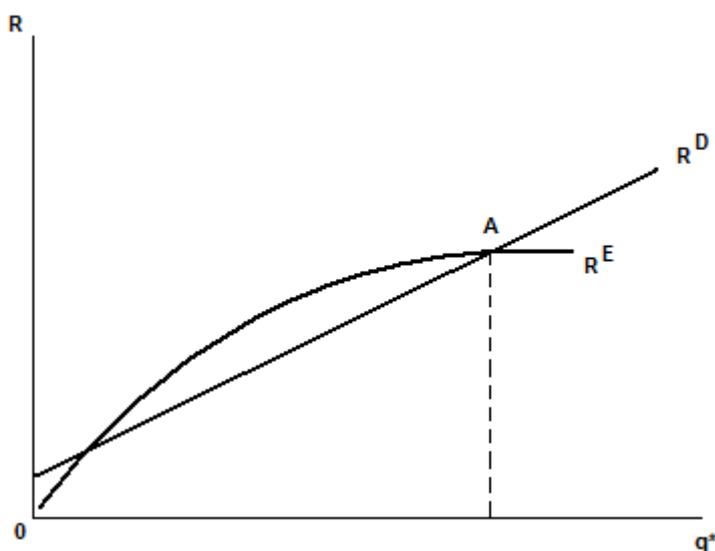
<sup>55</sup> *Ibidem*, cap. 6, pp. 68-70, em que discute o preço de oferta de longo prazo.

análogo, portanto, ao conceito de lucro de longo prazo de Marshall, só que *sem equilíbrio* (é *ex ante!*).

O gráfico a seguir ilustra o ponto de operação de curto prazo em Keynes – o ponto A -, segundo a interpretação aqui oferecida.

FIGURA 3

O Ponto de Operação (ou de “demanda efetiva”) ao nível da firma



**(b) A função de demanda (ex post)**

Decorrido o período de produção, no período de mercado o lote produzido é levado ao mercado para venda. De acordo com o P.D.E., a decisão autônoma de gasto dos demandantes determina - *ex post* - a receita efetiva de vendas (**R**) e a renda ou valor adicionado pela unidade econômica (**Y**), assim como os lucros (**L**).

O empresário está em geral muito longe de conhecer sua função de demanda. Ele tem, no momento da decisão de produzir, uma E.C.P. a respeito da demanda pelo produto que se materializará ao final do período curto (*ex post*), geralmente limitada às vizinhanças do nível habitual de atividade; mas obviamente não conhece *ex ante* a receita, apenas o preço *ou* a quantidade a ser vendida - p. ex. quando os produtos não são estocáveis, ou o são a um custo proibitivo. No primeiro caso, o preço é rígido no período de mercado<sup>56</sup> – *fixprice*, na terminologia de J. R. Hicks -, que é a hipótese realisticamente assumida por Keynes; no segundo caso, o preço é flexível no período de mercado (*flexprice*).

Note-se que no caso *fixprice* o ajuste da oferta à demanda no período de mercado se dará via estoques, enquanto no *flexprice* “puro” (*i.e.* sem qualquer ajuste de quantidades) se dará via preço; os casos residuais, incomuns, de *flexprice* não “puro” terão ajuste híbrido, em parte de preços e em parte de quantidades. Keynes enfatizou o primeiro caso, de preços rígidos no período curto e com ajustamento de estoques<sup>57</sup>; mas é essencial, em benefício do reconhecimento da abrangência de sua teoria, constatar que a rigidez de preço *não* é um

<sup>56</sup> Note-se que isso não implica que os preços sejam *constantes* ao longo de dois ou mais períodos curtos; a rigidez de preços aqui suposta é sempre *no período de mercado*, isto é, em face de uma receita (demanda) *ex post* eventualmente diferente daquela que havia sido prevista *ex ante*, configurando um erro das E.C.P..

<sup>57</sup> Keynes, J. M. (1936), cap. 5, pp. 46-7 ss.

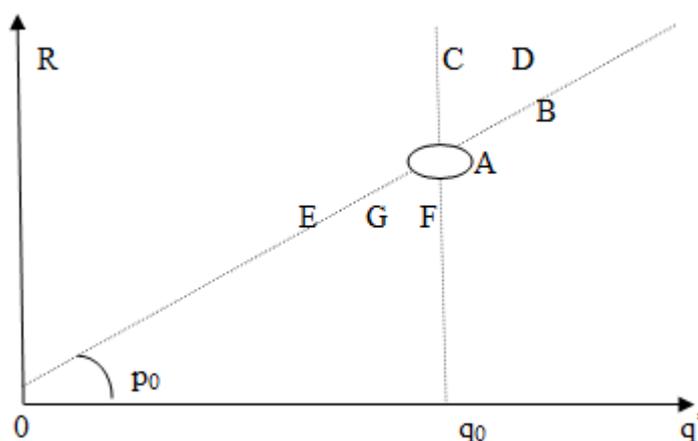
requisito necessário da sua validade, ao contrário do que supõe o senso comum dos economistas neoclássicos a esse respeito, quer se digam ou não “Keynesianos”.

É crucial constatar, no entanto, que em nenhum caso esse ajuste da oferta à demanda implica um equilíbrio. O simples fato de haver *ex post* um ajuste *dentro* do período curto significa que *já aconteceu um desequilíbrio*, e é tarde demais – sem se poder voltar no tempo, ao início do período de produção - para alterar a decisão de produção já tomada. Em outras palavras, tal ajuste é sempre *em face de um desequilíbrio que já ocorreu e é irreversível* no período em curso! Para eventualmente atingir-se algum equilíbrio, seria necessário tentar novamente no(s) período(s) seguinte(s) – o que depende de novas E.C.P., e de forma alguma estará assegurado, num mundo de incerteza, portanto repleto de processos não-ergódicos, no qual um modelo como o de expectativas racionais estaria fora de questão (ponto central a ser retomado na discussão do longo prazo).

Embora Keynes seja omissos em relação a essa análise *ex post*, vale reforçar o argumento apresentando as diferentes possibilidades de ajuste da oferta à demanda no período de mercado, com preços rígidos ou flexíveis, conforme gráfico a seguir.

**FIGURA 4**

**Ajuste *ex post* (período de mercado) da oferta à demanda ao nível da firma**



Apenas na vizinhança do ponto A (*i.e.* dentro de alguma margem de erro) ocorre equilíbrio – as E.C.P. foram satisfeitas aproximadamente -, de modo que  $R = R^E$ . Em todos os demais pontos há *ajustes com desequilíbrio*: em B e C por ter-se verificado  $R > R^E$ , respectivamente com ajuste via redução de estoque (*fixprice*) e via preço (*flexprice*), ou ambos no ponto D; e vice-versa, com  $R < R^E$  nos demais pontos.

Uma conclusão fundamental se impõe: *a simples flexibilidade de preços não garante nenhum ajustamento ao equilíbrio*. Este só poderia ser buscado novamente em períodos seguintes, sob novas E.C.P., e sem qualquer garantia de obtenção na inviabilidade de se adotar expectativas racionais. *O desequilíbrio é a norma e o equilíbrio só se dá ao acaso!*

Apesar disso, o próprio Keynes dá margem a interpretações ambíguas quando assume o equilíbrio de curto prazo como situação normal (*i.e.* que as E.C.P. sejam habitualmente confirmadas<sup>58</sup>). É uma contradição aparente, que precisa ser afastada. Na verdade, não há qualquer tendência ao equilíbrio; simplesmente Keynes supõe que (i) no plano empírico, as E.C.P. são *aproximadamente* confirmadas<sup>59</sup>; e (ii) no plano teórico, o equilíbrio é *secundário*, e

<sup>58</sup> *Ibidem*, cap. 5, pp. 47 ss., e cap. 3, pp. 25 ss.; v. também Keynes, J. M. (1937a), p. 182.

<sup>59</sup> *Ibidem*, p. 181.

considerado pelo próprio autor como puramente fortuito<sup>60</sup>. Como observado antes, no contexto dos comentários sobre a formulação geral do P.D.E., é como se dissesse aos seus interlocutores: “se preferirem supor equilíbrio em todos os mercados, nada contra, pois é a hipótese mais desfavorável para minha posição; só que isso não implica equilíbrio no mercado de trabalho, e, portanto pleno emprego”. O emprego é determinado *ex ante* pelas decisões de produção, portanto não depende de haver ou não algum equilíbrio *ex post*<sup>61</sup>.

### **(c) Oferta e demanda agregadas**

A versão mais conhecida da análise de curto prazo de Keynes é a agregada, que já surge – de forma abrupta – relativamente no início do capítulo 3 da T.G. (p. 25). Entretanto, o essencial já se encontra no nível microeconômico, como vimos; e a agregação, além de pouco ou nada acrescentar de substancial, apresenta inúmeros problemas. A seguir listamos brevemente algumas dessas dificuldades.

Um obstáculo preliminar de agregação é a heterogeneidade de produtos, enfrentada por Keynes com o conceito de “unidade de salário” (*wage unit*), que permite reduzir magnitudes de emprego e de renda a volume de emprego não-qualificado equivalente<sup>62</sup>. Consiste, resumidamente, no salário nominal de um homem-hora não-qualificado. O emprego agregado passa a ser medido pelo número de homens-hora não-qualificados, reduzindo-se homens-hora de mão-de-obra heterogênea a homens-hora não-qualificados pela proporção dos respectivos salários; e magnitudes de renda passam a ser expressas em número de unidades de salário, portanto em emprego não-qualificado (ou “básico”) equivalente. Assim, tanto a oferta como a demanda agregadas serão expressas em unidades de emprego básico equivalente.

O ponto de operação (“demanda efetiva”) agregado, expresso a partir das unidades de salário, em termos de emprego básico, pode ser definido *ex ante*. Só que a definição de Keynes abrange a situação *ex post* e define aquele ponto como de interseção entre oferta e demanda, o que supõe implícita e necessariamente equilíbrio de curto prazo, ou seja, confirmação das E.C.P.. A rigor, no entanto, o ponto de operação agregado já estaria previamente determinado, tornando *inócua* a construção de funções de oferta e demanda agregadas! Mas Keynes procede então à construção dessas funções: a de oferta *ex ante*, por agregação das ofertas individuais; e a de demanda *ex post*, diretamente no agregado<sup>63</sup>.

A função de *oferta* agregada oferece de saída um problema insolúvel, reconhecido explicitamente pelo autor: não existe uma *função* de oferta, pois há uma infinidade de possíveis participações de cada produtor individual na oferta total. A “solução” é fixar, para toda a extensão dessa função, a mesma estrutura (composição do produto) observada no ponto de operação<sup>64</sup>. Contornada essa dificuldade, a função de *demanda* é construída diretamente no agregado, decomposta em gastos de consumo e de investimento. A função consumo da renda (e, por extensão, da produção e do emprego) é suposta crescente a taxas decrescentes; enquanto o investimento (a essa altura da T.G.) é dado exogenamente.

O resultado é um esquema de oferta e demanda agregadas cuja interseção – o “ponto de demanda efetiva” agregado – já estava predeterminada *antes* das duas curvas... Além disso, é analiticamente duvidosa sua relevância, porque tal interseção *não é um equilíbrio estável* (atrator) e por isso não permite uma análise convencional de estática comparativa. Dada a presença de expectativas endógenas, um deslocamento de uma das curvas pode interferir de forma complexa na outra, sem que um novo “equilíbrio” possa ser claramente determinado.

<sup>60</sup> P. ex. Keynes, J. M. (1936), cap. 3, p. 28; também Keynes, J. M. (1937a), pp. 181-182.

<sup>61</sup> Keynes, J. M. (1936), cap. 5, p. 47, e. Keynes, J. M. (1937a), p. 180.

<sup>62</sup> Keynes, J. M. (1936), cap. 4, pp. 41 ss.

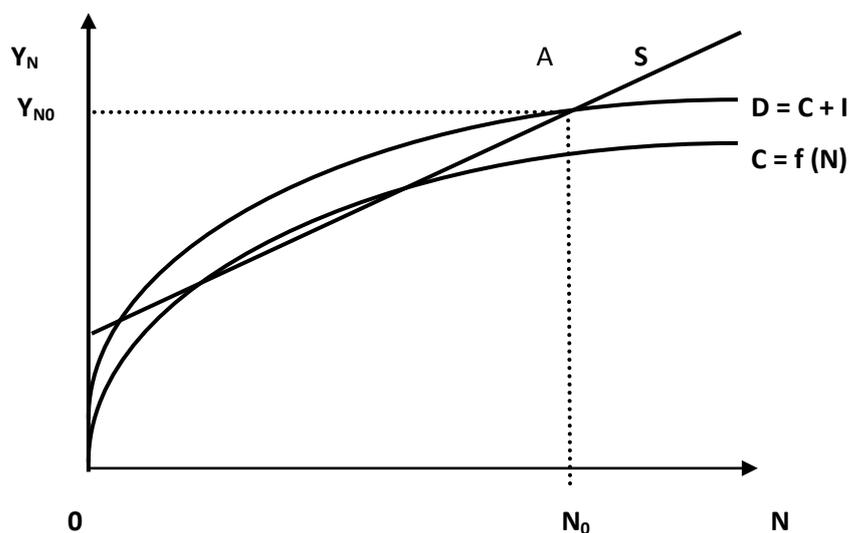
<sup>63</sup> *Ibidem*, cap. 3, p. 25.

<sup>64</sup> *Ibidem*, cap. 20, pp. 281-2 e 286.

O gráfico a seguir ilustra o esquema agregado proposto por Keynes. Todos os valores na ordenada (renda, consumo, investimento) são expressos em emprego equivalente.

FIGURA 5

Oferta e Demanda Agregadas e Ponto de “Demanda Efetiva” Agregado



Pelas razões expostas, especialmente as dificuldades de trabalhar com uma estática comparativa não confiável, dado que A *não* é um ponto de equilíbrio entre oferta e demanda agregadas, mas é definido anteriormente a ambas, prefiro considerar que os resultados agregados da análise de curto prazo de Keynes são meras agregações das variáveis já determinadas no nível das unidades individuais de produção (*ex ante*, empresas) e de gasto (*ex post*, consumidores e empresas). Assim, consumo e investimento agregados são simplesmente a agregação das decisões individuais respectivas ao longo de um período contábil (*e.g.* um ano), determinando a renda agregada no mesmo período; e o emprego agregado é a simples agregação – adotando-se a hipótese simplificadora de Keynes, de reduzir qualquer volume de emprego ao emprego básico equivalente – das decisões de empregar, consequentes das decisões de produzir, das unidades produtivas ao longo do mesmo período de referência. Não há – nem é preciso haver – nenhum equilíbrio, menos ainda agregado, nessas determinações.

### 3. O Longo Período: investimento, expectativas de longo prazo e instabilidade

O longo período é tratado por Keynes na T.G. nos capítulos 11 a 17, envolvendo três temas em sequência: a determinação do investimento produtivo, a taxa de juros e a aplicação de capital em geral. Mas uma leitura sistemática, centrada numa interpretação essencialmente financeira do capítulo 17 (como proposto por Hyman Minsky<sup>65</sup>), aponta na direção oposta à ordem de apresentação desses temas: a determinação da taxa de juros e do investimento devem ser compreendidas à luz do enfoque mais geral proposto por Keynes nesse capítulo, em

<sup>65</sup> Minsky, H. (1975, cap. 4, pp. 82-90).

que moeda e investimento produtivo entram como ativos particulares dentre todos os ativos que podem compor uma carteira de aplicações de capital.

### 3.1. Teoria da Aplicação de Capital

Acompanhando Minsky, creio que a grande contribuição de Keynes na T.G. – entre tantas outras – está neste capítulo. Nele se encontra a melhor e mais completa “teoria geral do capital” desde Marx. Aliás, sugiro que esta é a verdadeira “Teoria Geral” de Keynes: não a do emprego, dos juros e do dinheiro (moeda), mas a *teoria geral da aplicação de capital* ali contida.

É uma teoria financeira da aplicação de capital, no sentido de que visa a explicar a composição típica de um portfólio: com ativos produtivos, ativos financeiros e moeda *como ativo* – extraordinária contribuição original de Keynes.<sup>66</sup> Determinar a composição de um portfólio implica apenas explicar a *demand*a pelos ativos, não a oferta – tomada como dada – nem algum “equilíbrio” dos mercados dos ativos, como às vezes é cobrado indevidamente de Keynes neste capítulo. Isso simplesmente está fora do seu escopo: claramente não pretende ser um modelo de equilíbrio de mercados de ativos.

#### (a) Preço de demanda e eficiência marginal dos ativos

Só pode ser ativo de capital, por definição, algo capaz de proporcionar rendimento. Os rendimentos *esperados* por unidade de um ativo qualquer são, segundo Keynes: a apreciação esperada do ativo em moeda ( $A$ ), a quase-renda ( $Q$ , na verdade o lucro líquido) e o prêmio de liquidez ( $L$ ); além dos custos de carregamento (manutenção em carteira, incluindo os custos financeiros) do ativo ( $C$ ). Em particular, a moeda é ativo porque possui prêmio de liquidez, e em grau máximo; é a base da explicação dos juros.

Dois conceitos são relevantes aqui: o *preço de demanda* do ativo e a sua *eficiência marginal*. O primeiro é o valor presente dos rendimentos esperados ao longo da vida útil econômica do ativo, descontados a uma taxa de desconto específica do ativo; a segunda é a taxa interna de retorno do ativo. As fórmulas respectivas são:

(i) O *preço de demanda* do ativo  $a$ ,  $p_a^D$ , é dado por:

$$p_a^D = \sum_{i=1}^n (A_i + Q_i - C_i + L_i) / (1 + j_a)^i,$$

onde  $A$  é a apreciação em moeda,  $Q$  a quase-renda (lucro líquido);  $C$  o custo de carregamento, inclusive financeiro; e  $L$  o prêmio de liquidez;  $j_a = k_a j$  é a taxa de desconto específica do ativo  $a$  e  $k_a$  o seu *spread* de prazo, risco e incerteza sobre a taxa básica da moeda,  $j$ ; e  $n$  é o número de períodos de vida útil econômica do ativo<sup>67</sup>.

(ii) A *eficiência marginal* de  $a$ ,  $r_a$ , é a taxa interna de retorno correspondente:

$$p_a^S = \sum_{i=1}^n (A_i + Q_i - C_i + L_i) / (1 + r_a)^i,$$

<sup>66</sup> Acompanho o autor em reservar a palavra “investimento” para a aplicação de capital em ativos produtivos (“instrumentais”), fixos ou circulantes. Para um ativo genérico está sendo usada a expressão “aplicação de capital”.

<sup>67</sup> Grande parte da notação aqui utilizada não é a original do autor, tendo sido adotada para maior clareza analítica.

onde  $p_a^S$  é o preço de oferta (ou, de modo mais geral, o preço de mercado) de  $a$ .

A aplicação de capital em  $a$  prosseguirá enquanto

$$p_a^D \geq p_a^S \Leftrightarrow r_a \geq j_a;$$

Essas condições supõem que as inequações não se mantenham indefinidamente, *i.e.*,  $p_a^D$  e  $r_a$  devem ser decrescentes, ou então  $p_a^S$  e  $j_a$  devem ser crescentes, com a quantidade demandada de qualquer ativo  $a$ , para que cesse a aplicação no ativo. Veremos adiante que, para os ativos produtivos, vale a primeira hipótese; para os financeiros, a segunda (especificamente,  $j_a$  crescente); e a moeda é o único ativo cujo rendimento não se altera com a quantidade demandada.

### **(b) Moeda como ativo: liquidez e juros**

Embora em primeira aproximação a moeda seja um ativo como os demais, ela tem peculiaridades, principalmente associadas ao conceito fundamental de *liquidez*.

Seu conteúdo básico é o da busca de flexibilidade na composição do portfólio. Na definição de Keynes, que coincide com a habitualmente adotada nos mercados financeiros, liquidez é um atributo de um ativo pelo qual ele pode ser realizado em moeda a curto prazo sem perdas (*i.e.* a preço de mercado). Isso envolve três aspectos: realização do ativo em moeda num mercado secundário; num prazo o mais curto possível; e sem perdas *pelo fato de estar sendo realizado*.<sup>68</sup> Por definição, portanto, a moeda tem liquidez máxima entre os ativos.

Daí deriva o conceito de *preferência por liquidez*, entre os mais importantes do acervo Keynesiano.<sup>69</sup> Ele implicará uma fonte especificamente capitalista de demanda por moeda (bem como outros ativos líquidos), que abrange dois componentes de demanda por moeda da conhecida classificação de Keynes: a demanda precaucional e a demanda especulativa.<sup>70</sup> Essa fonte relevante de demanda por moeda não exclui, evidentemente, que outros ativos que possuem liquidez sejam demandados pela mesma razão, o que pode afetar substancialmente o portfólio em situações de aumento súbito da preferência por liquidez, associada ao aumento da incerteza, particularmente em situações de crise.

Um segundo conceito essencial, e correlato, é o de *juros*. Keynes observa que sua concepção equivale à definição “aritmética” de juros: o prêmio pago por abrir mão de uma quantia em moeda durante um período de tempo, expressando uma preferência pelo presente em relação ao futuro; sem qualquer relação com abstenção de consumir ou com produtividade do capital.<sup>71</sup>

Usando as fórmulas anteriores, é fácil verificar a relação quantitativa existente entre a taxa de juros da moeda,  $j_M = j$ , e o seu prêmio de liquidez,  $L$ , ambos por um período, explicitando a relação biunívoca entre juros e liquidez da moeda:

---

<sup>68</sup> E por isso não se confunde com o atributo de reserva de valor.

<sup>69</sup> Keynes, J. M. (1936), cap. 13, p. 166.

<sup>70</sup> *Ibidem*, cap. 15, pp. 196-197.

<sup>71</sup> *Ibidem*, cap. 13, p. 167.

$$p_a^D = p_a^S = 1 = L/(1+j) = L/(1+r_M), \text{ donde}$$

$$j = L - 1; \text{ e } j = r_M.$$

### **(c) Incerteza e suas implicações: expectativas de longo prazo. grau de confiança, juros**

O conceito-chave que unifica, e explica simultaneamente, os juros normalmente positivos na economia capitalista e a preferência por liquidez é o de *incerteza* (forte, ou fundamental).<sup>72</sup> Por definição, consiste num desconhecimento radical do futuro, irreduzível (ao contrário do *risco*) ao cálculo de probabilidades, com base em distribuição construída objetivamente. Uma distribuição objetiva de probabilidades pode ser construída com base em (i) lei de formação matemática, ou redutível a cálculo; e (ii) observação empírica, capaz de gerar distribuição de frequências observadas. Caso se queira definir probabilidades sob incerteza, é essencial notar que estas sempre *são* e *permanecem* subjetivas (não se tornam progressivamente mais “objetivas” por ensaio e erro ou por aprendizado, como supõe a hipótese de expectativas racionais).

O conteúdo do desconhecimento acerca de eventos incertos não se reduz a um hiato (“*gap*”) de informação, como se encontra geralmente em textos *mainstream*, mas em um hiato *cognitivo*, incapaz de ser suprido apenas com mais informação e/ou a mera passagem do tempo. A incerteza tem implicações cruciais para a teoria econômica, algumas das quais – dentre as principais – foram identificadas por Keynes.

Estas dizem respeito à formação de expectativas em processos de decisão. Como o foco aqui é no longo período, refiro-me às expectativas de longo prazo (E.L.P.) e às decisões de aplicação de capital, particularmente de investir.

Tal como em inferência estatística convencional, mas com conteúdo muito diverso, Keynes identifica duas variáveis relevantes e distintas: o valor esperado e o grau de confiança associado à previsão.<sup>73</sup> O valor esperado é uma previsão quantitativa, ainda que sob probabilidades subjetivas; enquanto o grau de confiança é ordenável, mas não quantificável. Ele representa a maior ou menor convicção nos fundamentos que geraram a previsão, sem ter relação necessária com a probabilidade (subjetiva) associada àquele valor previsto. Dada a (mais ou menos, mas sempre) precária base em que se apoia uma previsão sob incerteza, o grau de confiança se torna sensível à percepção da incerteza, mantendo uma relação inversa a esta: maior incerteza, menor confiança – independentemente de que o valor previsto também seja, ou não, afetado.

Mais importante ainda, o grau de confiança é fortemente sensível a *mudanças* na percepção da incerteza, quer em geral, quer específica a determinado mercado, podendo sofrer alterações abruptas e violentas em função dessa percepção.<sup>74</sup> Tais alterações, por si só – independentemente do valor esperado das variáveis de previsão –, são capazes de afetar sensivelmente o preço de demanda de um ativo – na notação que adotamos acima, via variação da taxa de desconto  $j_a$  –, com isso afetando o investimento no ativo. Assim, uma queda acentuada e repentina na *confiança* depositada nas previsões que formaram as E.L.P. – e.g. quanto a receitas e custos previstos para a vida útil de determinado ativo produtivo – é *suficiente* para retrair o investimento, *mesmo que o conteúdo dessas E.L.P. não tenha se*

---

<sup>72</sup> *Ibidem*, p. 168.

<sup>73</sup> *Ibidem*, cap. 12, p. 148.

<sup>74</sup> *Ibidem*, p. 154.

*alterado*. É claro que, se ao mesmo tempo as E.L.P. estiverem sendo revistas para baixo – como é frequente ocorrer nas recessões e mais ainda nas crises –, haverá um efeito “pinça” que precipitará um processo cumulativo de retração<sup>75</sup>, simultaneamente pelo aumento da taxa de desconto -  $j_a$  na notação aqui adotada –, presente no denominador da fórmula do preço de demanda, e pela queda das E.L.P., que incidem sobre o numerador da fórmula.

Esses elementos teóricos são fundamentais para entender as implicações da presença marcante de incerteza nas E.L.P. sobre as aplicações de capital em geral, e sobre o investimento produtivo em particular. Maior incerteza implica menor confiança nas E.L.P., causando queda nos investimentos produtivos, acompanhada de aumento na preferência pela liquidez e migração dos portfólios para ativos mais líquidos, inclusive moeda. Essas variações nas E.L.P., e com isso na eficiência marginal dos ativos de capital fixo, devidas a mudanças abruptas e intensas no grau de confiança nas previsões, são o principal fator de instabilidade do investimento.<sup>76</sup>

Podemos então retomar a determinação dos juros, associados à preferência pela liquidez, a partir da presença de incerteza. Sendo a incerteza mais forte em relação ao futuro que ao passado;<sup>77</sup> sendo onipresente nos eventos econômicos; e sendo a aversão à incerteza um atributo aparentemente universal, haverá preferência intertemporal pelo presente em relação ao futuro quanto ao prêmio de liquidez de qualquer ativo – em especial a moeda, cujo único rendimento é esse prêmio (só que em nível máximo). Logo, em condições normais, haverá *juros positivos* por abrir mão da posse de moeda por algum período, admitidos sistematicamente tanto por ofertantes como por demandantes de moeda. Um corolário nem sempre bem percebido merece ser ressaltado neste ponto: quem proporciona juros é a *moeda*, não os títulos; estes só proporcionam *spread* de risco, incerteza e prazo em relação à moeda, implicando juros mais altos que a taxa básica de juros da moeda.

#### **(d) Rendimentos esperados decrescentes dos ativos e a composição do portfólio**

Para chegar finalmente à composição do portfólio típico, é necessário explicar por que as aplicações têm limite – o que passa pelo que se pode chamar de “princípio da escassez” em Keynes.

Os rendimentos esperados são decrescentes com a quantidade demandada de cada ativo, devido à escassez decrescente do ativo na carteira – com exceção (crucial) da moeda. Não custa sublinhar que esses rendimentos *esperados* decrescentes nada têm a ver com a produtividade marginal decrescente do capital neoclássica. Para Keynes, o capital rende não por ser produtivo, mas por ser escasso<sup>78</sup>.

Considerando os ativos produtivos – que estão no foco da análise de Keynes –, os rendimentos de tipo  $Q$  (lucro líquido) são decrescentes com a quantidade demandada do ativo porque, ao menos a partir de certo ponto, a criação de nova capacidade produtiva deve ser acompanhada por maior produção, e esta por maiores vendas – o que esbarra na restrição de demanda, obrigando a baixar preços ou aumentar custos de venda. Tal resultado, portanto, está associado à escassez do *produto* fabricado com o ativo em questão, e não a alguma

---

<sup>75</sup> Keynes, J. M. (1937b).

<sup>76</sup> Keynes, J. M. (1936), cap. 11, p. 143-144.

<sup>77</sup> Não há aqui um paradoxo deliberado; esta última também existe, devido ao componente cognitivo da incerteza.

<sup>78</sup> *Ibidem*, cap. 16, p. 213.

característica da produção de bens de capital (e.g. custo marginal crescente<sup>79</sup>) ou de seu mercado de revenda, que em geral não tem liquidez e produziria deságio. Ele é suficiente, *ceteris paribus*, para que o preço de demanda seja decrescente e imponha um limite ao investimento no ativo.

Já quanto aos ativos financeiros, os rendimentos (no numerador da fórmula do preço de demanda) não se alteram, mas ocorre *risco crescente* de concentrar o portfólio em um ou poucos ativos financeiros, aumentando o *spread* e com ele a taxa de desconto, e assim reduzindo a demanda.<sup>80</sup>

No caso da moeda, seu rendimento – o prêmio de liquidez – *não se altera* com a quantidade mantida em carteira, pois cada unidade adicional gera o mesmo benefício de liquidez se sua escassez se mantém inalterada – desde que o Banco Central consiga manter a moeda minimamente escassa.<sup>81</sup>

Finalmente, é possível concluir a composição do portfólio, tal que maximize o retorno esperado conjunto: todos os ativos serão nele mantidos em quantidades tais que suas eficiências marginais, descontadas pelo respectivo *spread* de juros, se igualem entre si e com a taxa de juros da moeda:<sup>82</sup>

$$r_a = k_a j ; r_b = k_b j ; \dots \Rightarrow r_a / k_a = r_b / k_b = \dots = j.$$

#### **(e) O investimento produtivo: E.L.P., convenção e instabilidade**

A aplicação específica dessa teoria geral para o investimento produtivo é quase direta; mas dois aspectos merecem um exame adicional: (i) as características das E.L.P.; e (ii) o financiamento dos investimentos, mais tratados por Minsky do que por Keynes.

(i) Quanto às E.L.P., o principal destaque é que elas são essencialmente exógenas, ao contrário das E.C.P., devido à incidência significativamente maior de incerteza devido à maior durabilidade dos ativos produtivos envolvidos. Mas isso não impede que, em condições de relativa estabilidade, essas possam ser também adaptativas de tipo extrapolativo, como o próprio Keynes sugeriu em artigo de 1937, quando formulou a ideia de “teoria prática do futuro”.<sup>83</sup>

Além disso, na T.G. cap. 12, Keynes expõe a conhecida noção de *convenção*, pela qual os investidores podem aderir a uma opinião média, se esta for *representativa* (i.e. tiver baixa dispersão). A principal *rationale* disso é que, nesses casos, formam-se profecias *self-fulfilling*, especialmente nos mercados financeiros - mas o argumento pode e, a meu ver, deve ser

---

<sup>79</sup> O próprio Keynes cometeu esse erro: v. *Ibidem*, cap. 11, p. 136. Mesmo que o custo marginal da produção de bens de capital fosse crescente, o que é questionável, a eficiência marginal do ativo é um cálculo *prospectivo*, como o próprio autor tantas vezes enfatiza, não fazendo sentido que esse efeito sobre o preço de oferta do ativo seja *antecipado* pelo investidor. Basicamente o mesmo argumento foi usado por Kalecki, cf. Joan Robinson: v. Robinson, J. (1964, seção 2).

<sup>80</sup> Maiores detalhes em Macedo e Silva, A. (1994, pp. 260).

<sup>81</sup> Keynes, J. M. (1936, cap. 17, p. 166).

<sup>82</sup> Keynes não faz referência, mas a demonstração é simples, baseada no princípio neoclássico da “equimarginalidade”, que, por exemplo, explica a composição ótima de uma cesta de consumo para agentes maximizadores de utilidade – em tais quantidades que as utilidades marginais dos bens, divididas pelos respectivos preços, sejam iguais.

<sup>83</sup> Keynes, J. M. (1937b).

estendido aos mercados de produtos.<sup>84</sup> Na “teoria prática do futuro” essa hipótese é incorporada como habitual, embora os agentes mais propensos a risco não necessariamente a sigam – mas ainda assim têm que tomá-la como referência para formular com maior segurança suas próprias previsões.

(ii) Quanto ao financiamento dos investimentos, Minsky sugere ver as empresas como “balanços”, notando que toda posição ativa tem que ter uma correspondente passiva, entendida como seu “financiamento”. Este financiamento pode assumir duas formas passivas: ampliação do capital próprio ou aumento da dívida (mais usual); e uma ativa: reduzir a liquidez, o que não exclui as demais.

Nesse contexto surge a aplicação por Minsky do princípio Kaleckiano do “risco crescente”,<sup>85</sup> pelo qual a taxa de endividamento (*e.g.* razão capital total/capital próprio ou equivalente) impõe um limite a novas dívidas, e, portanto, a novos investimentos. São dois riscos correlatos de inadimplência: o visto pelo credor e o visto pelo devedor (investidor); o que incidir primeiro limita a continuidade do endividamento e, logo, do investimento.<sup>86</sup>

À luz das fórmulas de Keynes no cap. 17 da T.G., esse risco incide no cálculo do investidor de duas formas: a maior percepção de risco aumenta o custo financeiro de carregamento, via taxa de juros mais alta (numerador da fórmula do  $p_a^D$ ), e a taxa de desconto, por aumento do *spread* de risco (denominador da fórmula); em ambos os casos reduzindo o  $p_a^D$  e o investimento produtivo.

O resultado é que o endividamento limita o investimento, devido ao risco de inadimplência decorrente do fluxo de caixa líquido associado – positiva e negativamente – ao investimento em questão.

A conclusão dessa análise é a noção de *instabilidade* proposta por Keynes. Não tem o significado matemático de tendência explosiva, nem uma forma particular de trajetória (*e.g.* ciclo): significa o *potencial* de produzir crises, a partir de uma queda abrupta e violenta da confiança nas E.L.P. A sequência é facilmente rastreável, usando novamente as fórmulas de Keynes: um aumento do *spread* da taxa de desconto levando à queda do preço de demanda, e portanto queda dos investimentos; segue-se retração na renda e no emprego, via multiplicador. Naturalmente, vale o movimento inverso.

Como já mencionado, ressalte-se que para tanto *não é necessária* uma queda inicial nos valores previstos para as variáveis relevantes (receitas, custos, etc.), que conformam as E.L.P., *bastando um abalo significativo na confiança*. Mas, na medida em que tal percepção se propagar e se transformar numa nova convenção, recessão e/ou crise sobrevirão, produzindo adiante uma queda nos valores esperados no bojo das E.L.P., o que por sua vez ocasionará o mencionado efeito “pinça”, deprimindo ainda mais os investimentos; e vice-versa.

---

<sup>84</sup> Keynes, J. M. (1936, cap. 12, pp. 152-153). Nos mercados de títulos a explicação é óbvia: uma convenção de que as cotações vão aumentar produzirá esse mesmo efeito. Nos mercados produtivos ocorre algo análogo, embora distinto: p. ex. decisões de ampliar capacidade por parte de empresas líderes e/ou com peso suficiente para gerar uma convenção positiva induzirá os concorrentes a acompanhá-las. Se houver um impacto macroeconômico significativo, o efeito multiplicador sobre a renda confirmará a “profecia” otimista; e vice-versa.

<sup>85</sup> Embora formulado em artigo anterior, foi retomado em Kalecki (1954, cap. 8).

<sup>86</sup> Também Keynes adotou a mesma conceituação: Keynes (1936, cap. 11, pp. 144-145).

#### 4. Conclusão

Quase oitenta anos depois de sua publicação, a T.G. ainda desperta grande interesse, não só pela atualidade de seus temas e *insights* em relação à instabilidade crônica e ao potencial de crises da economia capitalista, mas também pelo que pode continuar a representar de agenda renovada e instrumental alternativo – heterodoxo - para a teoria e a análise desta economia.

De um lado, a contribuição de Keynes e de seus intérpretes mais consistentes para compreender a natureza instável, cíclica e crítica da trajetória econômica capitalista e das políticas necessárias – embora sempre insuficientes - para domesticá-la tem permanecido à tona, ainda que de forma intermitente, por obra espontânea do fracasso da crença cega dos economistas liberais nas virtudes dos mercados financeiros desregulados. No entanto, de outro lado, o extraordinário potencial renovador – revolucionário, por que não? – dessas ideias nos planos teórico e analítico tem sido amplamente subutilizado, fruto principalmente do extremo conservadorismo do *mainstream* da academia econômica, mas também, em medida não desprezível, das dificuldades de compreensão e interpretação que a obra oferece.

Neste texto procurei esboçar, de forma muito compacta, uma linha de interpretação para os que me parecem ser os conceitos-chave da T.G., formando um conjunto tentativamente coerente, unificado por pelo menos duas direções essenciais: (i) a exploração e exposição do núcleo heterodoxo – no sentido de anti-neoclássico - da T.G.; e (ii) a dimensão não-equilibrista, por assim dizer pré-dinâmica, do tratamento radicalmente original do tempo na T.G.

Quanto à primeira direção, ela é a marca mais evidente – e uma das mais relevantes - do esforço da corrente pós-keynesiana, a partir principalmente dos trabalhos de Davidson, Minsky e Kregel, buscando reconstituir a obra de Keynes como uma teoria geral de fato, retirando-a do nicho de “caso particular, com preços, salários e juros rígidos”, projeto inaugurado por Hicks em 1937<sup>87</sup> e seguido por uma legião de autores neoclássicos, tanto os anti-Keynesianos (como A. C. Pigou) até os pretensamente Keynesianos, sejam os Keynesianos da síntese neoclássica dos anos 1950-60, sejam os mais recentes, “novos-Keynesianos”.

A segunda direção é mais sutil, e a meu ver tão importante que tende naturalmente a abarcar a primeira. A T.G. é bem menos estática do que parece formalmente, seja porque, como visto aqui, o sentido de equilíbrio utilizado por Keynes é o de uma referência analítica sem qualquer *status* de atrator ou de estabilidade, seja – tão ou talvez mais importante – porque ela constitui a meu ver a mais importante abordagem teórica do tempo realizada por um economista.

Que ela não tenha ensejado a construção de um modelo dinâmico, explicando o crescimento e os ciclos econômicos, como fizeram com variável sucesso seu contemporâneo Kalecki e seus sucessores Harrod, Hicks, Pasinetti e tantos outros, não me parece apenas ou principalmente devido a limitações do autor quanto ao uso de formalismos e modelagem, mas a uma convicção mais profunda da essencialidade do tempo *futuro*, expresso notadamente nas E.L.P., sujeitas à incerteza e, por conseguinte, a um tipo de instabilidade pouco ou nada tratável analítica e modelisticamente. Essa essencialidade do futuro, por assim dizer, torna as E.L.P. em grande medida exógenas (como querem com certa razão pós-Keynesianos); ainda

---

<sup>87</sup> Hicks, J. (1937).

que isso não exclua completamente o uso de modelos dinâmicos, a meu ver, exige muita cautela e fortes restrições a esse uso.<sup>88</sup>

Nessa perspectiva, a grande dificuldade em construir uma teoria dinâmica e respectiva modelagem consiste, em suma, em que as E.L.P. são, ao mesmo tempo, *cruciais e muito pouco determinadas*. São cruciais justamente porque não produzem normalmente algum equilíbrio: a incerteza das previsões – sua precariedade objetiva – implica processos não-ergódicos, trajetórias em aberto e imprevisibilidade; o que por sua vez exige teoricamente enfatizar as *decisões dos agentes como principal fator de determinação causal*, antes que os resultados destas. Por outro lado, a substancial exogeneidade - *i.e.* indeterminabilidade - das E.L.P. é simultaneamente causa e efeito da imprevisibilidade das trajetórias.

Essas não são, definitivamente, limitações de Keynes na T.G.. Não é banal, ou mera questão técnica e matemática, fazer teoria e modelos dinâmicos. Uma teoria da dinâmica econômica capitalista que se pretenda relevante não pode se furta a enfrentar seriamente e se posicionar frente a essa verdadeira revolução dos conceitos econômicos relativos ao tempo que Keynes propôs na T.G.. Considero que economistas Keynesianos, em particular, deveriam refletir sobre isso antes de partir para a construção convencional – ainda que não estritamente neoclássica - de mais um modelo dinâmico de equilíbrio - uma contradição em termos.

## Referências

- Asimakopoulos, A. (1983) “Kalecki and Keynes on finance, investment and saving”. *Cambridge Journal of Economics*, 7.
- Chick, V. (1983) *Macroeconomics after Keynes. A reconsideration of the General Theory*. Cambridge, Mass.: The MIT Press.
- Hansen, A. (1953) *A Guide to Keynes*. New York: McGraw-Hill.
- Hicks, J. (1937) “Mr. Keynes and the ‘Classics’: a suggested interpretation”. *Econometrica*, v. 5, abril.
- Kalecki, M. (1954) *Theory of Economic Dynamics*. Londres: Allen & Unwin.
- Keynes, J. M. (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Londres: Macmillan.
- Keynes, J. M. (1937a) “Ex post and ex ante”. In: Moggridge, D., (ed.). *The Collected Writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, 1973, v. 14.
- Keynes, J. M. (1937b) “The general theory of employment”. *Quarterly Journal of Economics*, 51, fevereiro.
- Macedo e Silva, A. C. (1994) *Macroeconomia sem equilíbrio*. Petrópolis: Vozes, 1999.
- Minsky, H. (1975) *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press.

---

<sup>88</sup> V. argumentação mais desenvolvida em Possas (1993, seção 2).

- Possas, M. (1986) "Para uma releitura teórica da *Teoria Geral*". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 16(2), agosto; republicado em Lima, G. T., Sicsú, J. (org.). *Macroeconomia do Emprego e da Renda. Keynes e o Keynesianismo*. São Paulo: Ed. Manole, 2003.
- Possas, M. (1993) "Racionalidade e regularidades: rumo a uma integração micro-macrodinâmica". *Economia e Sociedade*, v. 2, agosto.
- Possas, M. (1987) *A Dinâmica da Economia Capitalista: uma abordagem teórica*. S. Paulo: Brasiliense.
- Possas, M. (1999) "Demanda efetiva, investimento e dinâmica: a atualidade de Kalecki para a teoria macroeconômica". *Economia Contemporânea*, 3(2), jul.-dez.
- Robinson, J. (1964) "Kalecki and Keynes" In: *Essays in Honour of Michal Kalecki*, reproduzido em *Contributions to Modern Economics*. Oxford: Basil Blackwell, 1979.

## Obstáculos à Estabilização Macroeconômica e uma Agenda keynesiano-Institucionalista para a Economia Brasileira

Fernando Ferrari Filho\*

### Resumo

O artigo, por um lado, argumenta que as políticas macroeconômicas implementadas pelos governos brasileiros desde o Plano Real não têm sido capazes de assegurar uma dinâmica de crescimento sustentável e solucionar os principais problemas econômicos do país, entre os quais os desequilíbrios de balanço de pagamentos e os gargalos estruturais. Por outro lado, ele apresenta um conjunto de medidas econômicas, de curto e longo prazo, de cunho keynesiano-institucionalista, para que a economia brasileira tenha estabilidade macroeconômica, entendida como inflação sob controle, crescimento econômico sustentável, equilíbrios fiscal e externo e distribuição de renda.

**Palavras-chave:** economia brasileira, teorias keynesiana e institucionalista e estabilidade macroeconômica

### Abstract

The article aims at, on the one hand, arguing that the macroeconomic policies adopted since the Real Plan have not been able to ensure a sustainable economic growth and solve the main economic problems, such as balance of payments imbalances and structural bottlenecks. On the other hand, in the light of the Keynesian and Institutional approaches, it presents some economic measures to ensure macroeconomic stability, that is, sustainable economic growth, inflation under control, fiscal and external balances and income distribution.

**Keywords:** Brazilian economy, Keynesian and Institutional theories and macroeconomic stability

**JEL Classification:** E12, N16, O11

\* **Fernando Ferrari Filho** é Professor Titular do DERI/UFRGS e Pesquisador do CNPq. Foi presidente da Associação Keynesiana Brasileira entre 2008 e 2010.

## 1. Introdução

Desde 2007-2008 a economia mundial vem convivendo com os desdobramentos da crise do *subprime*, cujas consequências são (i) a instabilidade e o “empçoamento” de liquidez do sistema financeiro internacional, (ii) a Grande Recessão (GR) em 2009 e 2010 e, a partir de 2011, a lenta e assimétrica recuperação,<sup>89</sup> e, (iii) a crise fiscal-financeira na zona do euro.

No Brasil, o impacto da crise financeira norte-americana foi significativo: no biênio 2007-2008 a economia brasileira cresceu em média 5,6% ao ano, ao passo que em 2009 o PIB decresceu 0,2%. Para evitar um efeito contágio mais dramático da GR sobre a economia brasileira, as Autoridades Econômicas (AE) implementaram um conjunto de medidas fiscais, monetárias e cambiais para estimular a atividade econômica. Os resultados dessas medidas acabaram surtindo efeito no curto prazo: em 2010 o PIB cresceu 7,6%.

Todavia, entre 2011 e 2014, a economia brasileira não somente voltou a apresentar resultados pífios de crescimento – a taxa de crescimento do PIB foi da ordem de 2,3%, média anual<sup>90</sup> –, bem como alguns de seus crônicos problemas, conjunturais e estruturais, voltaram à cena, quais sejam, a inflação acelerou-se (entre 2011 e 2014 o IPCA acelerou-se e seu comportamento médio foi de 6,2% ao ano, bem acima do *target* do RMI que é de 4,5%); os déficits de balanço de pagamentos em transações correntes (BPTC) cresceram – no referido quadriênio o BPTC acumulou um déficit de US\$ 279,1 bilhões; o resultado primário fiscal deteriorou-se (ele caiu, em relação ao PIB, de 3,1% em 2011, para - 0,6% em 2014); e o processo de desindustrialização recrudescceu.

Diante deste cenário, surgem as seguintes questões: Por que o desempenho da economia brasileira em termos de PIB não se sustenta? Como reverter os problemas conjunturais e estruturais da economia brasileira?

Diga-se de passagem, estas perguntas, entre outras, devem nortear as ações do governo Dilma Rousseff no período 2015-2018.

De nossa parte, visando sinalizar reflexões às referidas questões, o artigo tem dois objetivos: por um lado, a partir das teorias institucionalista e keynesiana, ele argumenta que as políticas macroeconômicas implementadas pelas AE, entre o final da década de 1990 e os anos atuais, não se constituíram em um sólido pilar para assegurar a dinâmica de crescimento sustentável e solucionar os problemas econômicos conjunturais e estruturais; e, por outro lado, ele apresenta um conjunto de medidas econômicas, de curto e longo prazo, de cunho keynesiano-institucionalista para que a economia brasileira tenha estabilidade macroeconômica, entendida com inflação sob controle, crescimento econômico sustentável, equilíbrios fiscal e externo e distribuição de renda.

Para tanto, além desta introdução, as seções 2 e 3 apresentam, respectivamente, considerações sobre os fundamentos das teorias institucionalista e keynesiana e uma proposta keynesiano-institucionalista para assegurar estabilização macroeconômica para o País. Por fim, a seção 4 apresenta as considerações finais.

---

<sup>89</sup> Para se ter uma ideia do impacto da crise do *subprime* sobre a atividade econômica mundial, segundo o FMI (2015), entre 2003 e 2007 o PIB e o comércio mundial cresceram, em média, 5% e 7% ao ano, respectivamente, ao passo que entre 2008 e 2014 as médias anuais de crescimento do PIB e do comércio mundial foram, respectivamente, 3,2% e 3%.

<sup>90</sup> Se formos um pouco mais além do período recente, observamos que, desde a adoção do regime de metas de inflação (RMI), em junho de 1999, e da política macroeconômica alicerçada no Novo Consenso Macroeconômico (NCM) – além do RMI, metas de superávit fiscal e câmbio flexível –, o país apresenta uma baixa taxa média de crescimento do PIB, 2,9% ao ano, e o crescimento do PIB comporta-se à *la stop and go* (BCB, 2015).

## 2. Considerações sobre os Fundamentos das Teorias Institucionalista e Keynesiana

A relação entre o processo econômico (por que não, estabilização macroeconômica conforme definição acima?) e instituições é alvo de muitas controvérsias, muitas certezas e pouco aprofundamento teórico. Isto ocorre principalmente em economias periféricas ou emergentes, como é o caso da economia brasileira. Poucos, entretanto, se perguntam ou questionam sobre qual seria, então, o ambiente ideal para evoluir tal processo de forma exitosa, progressiva e desatrelada das amarras que o obstaculizam.

Pela abordagem institucionalista de Thorstein Veblen, John Commons e Wesley Mitchell, identificados, sob a liderança do primeiro, como o *Original Institutional Economics* (OIE), instituição é o padrão de ação coletiva que se origina do conjunto de regras, hábitos e do comportamento humano que partem dos indivíduos. Esta definição associa-se ao padrão evolucionário da sociedade, que não é previsível, nem teleológico, mas histórico, processual e “absurdista” (Conceição, 2012). Assim, o institucionalismo opõe-se ao neoclassicismo por este último tratar os indivíduos como dados, cujas preferências são exógenas e as decisões visam sempre otimização. Tal imprecisão ofusca a compreensão do papel dos indivíduos no processo de decisão econômica, que é incerto, instável, idiossincrático e específico, e que não o impede de interagir com o todo, formado pelas instituições, que repercute no plano macroeconômico. Este é o ponto de ligação entre as visões “velho”-institucionalistas e keynesianas e que se constitui, em nosso ponto de vista, no principal ponto a ser desenvolvido pelas agendas de pesquisa institucionalistas e pós-keynesianas.

Atualmente, a corrente derivada de Veblen, que se contrapõe à Nova Economia Institucional (NEI),<sup>91</sup> é designada por alguns autores como “neo-institucionalista”. Tal visão reivindica uma aproximação com o evolucionismo darwiniano. Nesse sentido, para os “neo-institucionalistas” o processo de estabilização macroeconômica é sinuoso, incerto, derivado do comportamento idiossincrático dos indivíduos, que elegem rotinas, inovações, novos padrões e rupturas, as quais, no plano agregado, conformam as instituições, e, por consequência, perfilam distintas trajetórias de estabilidade. As “convenções” para a estabilidade macroeconômica, que formam o *animal spirits*, a que se referia John Maynard Keynes no capítulo 12 da *The General Theory of Employment, Interest and Money* (2007), de agora em diante GT, dialogam com esta concepção.

A nosso ver, reside neste ponto a essência do processo de estabilidade macroeconômica. Ele não é forjado automaticamente na pressuposição analítica de uma macroeconomia ideal e teoricamente consistente, a não ser que dialogue com os princípios de ação coletiva e social, que partem do comportamento e da ação dos indivíduos. Estes não são e nem podem ser exógenos, racionais e otimizadores, descolados da ação social e passivos em relação ao processo histórico; mas, eles são protagonistas efetivos que se manifestam através de seus hábitos e padrões de ações coletivas daí decorrentes, materializadas nas instituições, que conduzem, para o bem ou para o mal, o percurso de sua trajetória histórica. E foi este princípio que levou Keynes (1972) afirmar sua concordância em relação ao que Commons pensava sobre a economia e sobre os princípios de ação coletiva.

Portanto, estabilização macroeconômica (ou crescimento econômico, se elencarmos uma prioridade) não é, do ponto de vista institucionalista, apenas um princípio a ser seguido, mas uma orientação, um guia tal que oriente do plano macroeconômico para o microeconômico, um ambiente de decisão econômica expansionista. Podemos chamar tal orientação de convenções, estratégias, *animal spirits* ou, simplesmente, ambiente institucional

---

<sup>91</sup> A tradição da NEI propõe o conceito de instituição como o conjunto de regras formais e informais e sua “evolução”. Segundo a NEI, seriam estas regras que assegurariam “ordem” ao sistema, garantindo, assim, uma maior estabilidade sistêmica, a qual minimizaria incertezas, inerentes às imperfeições do mercado. Para maiores detalhes, veja, por exemplo, Williamson (2000).

ou “institucionalidade”. O que importa é a forma como tal noção repercutirá sobre a economia.

Por sua vez, como se sabe, o projeto de Keynes na GT consiste em, por um lado, mostrar a lógica de funcionamento de uma economia monetária, negando, assim, o princípio de mercados autoequilibrantes e autorregulados, e, por outro lado, propor medidas econômicas que evitem as flutuações cíclicas dos níveis de produto e de emprego. Para Keynes, flutuações de demanda efetiva e no nível de emprego ocorrem porque, em um mundo no qual o futuro é incerto e desconhecido, os indivíduos preferem reter moeda e, por conseguinte, suas decisões de gastos, sejam de consumo, sejam de investimento, são postergadas.

Por que, na economia de Keynes, a moeda deixa de ser neutra? Em outras palavras, por que a retenção de moeda, por parte dos indivíduos, se constitui em uma forma de segurança (*hedge*) contra a incerteza em relação aos seus planos de transações e produção, condicionando, assim, a dinâmica do processo produtivo? A explicação encontra-se em dois capítulos específicos da GT: 12 e 17.

O capítulo 12 (Keynes, 2007) mostra que as expectativas dos indivíduos, mais especificamente as dos investidores, são determinadas pelos seus instintos, *animal spirits*, e não necessariamente pelo rendimento esperado de um ativo, uma vez que as informações necessárias à formação dessas podem não existir. Para Keynes, a atividade econômica é operacionalizada conforme o calendário de um tempo histórico: as decisões dos agentes econômicos são realizadas tendo como referência a irreversibilidade do passado e a imprevisibilidade e o desconhecimento do futuro.

No capítulo 17, Keynes (2007) mostra que a moeda é um ativo que se diferencia dos demais em razão de suas propriedades essenciais: por um lado, sua elasticidade de produção é zero — isto é, a moeda não é produzida pela quantidade de trabalho que o setor privado incorpora no processo produtivo; e, por outro lado, a elasticidade-substituição da moeda é nula, o que quer dizer que nenhum outro ativo não líquido exerce as funções de unidade de conta, meio de troca e reserva de valor que são desempenhadas pela moeda.

As referidas propriedades da moeda são fundamentais para caracterizar a importância que a moeda exerce em uma economia monetária: ao ser a segurança contra a incerteza, ela aproxima, por meio dos contratos monetários, passado, presente e futuro, coordenando, assim, a atividade econômica.

Pois bem, o princípio da demanda efetiva é desenvolvido a partir da ideia de não-neutralidade monetária: existe insuficiência de demanda efetiva pelo fato de que os indivíduos alocam renda na forma de riqueza não reprodutível, em vez de alocá-la para a aquisição de bens produzidos por trabalho. Assim, crises econômicas se manifestam porque a moeda é uma forma alternativa de riqueza.

Qual é a solução de Keynes para a insuficiência de demanda efetiva? Em um contexto no qual, por um lado, a política monetária não consegue induzir os agentes econômicos a se livrarem da riqueza monetária, revertendo, assim, suas decisões de gastos (Keynes, 2007, p. 267), e, por outro lado, a flexibilidade dos salários nominais não é condição necessária nem suficiente para manter a economia em pleno emprego (*Ibid.*, p. 257), a intervenção do Estado, seja em termos de atividade produtiva e de políticas públicas, seja no sentido de criar mecanismos que propiciem um ambiente institucional favorável às tomadas de decisões dos agentes econômicos, constitui-se na solução para as crises de demanda efetiva.

### **3. Uma Proposição Keynesiano-Institucionalista para a Economia Brasileira**

A partir da fundamentação teórica da seção anterior e ciente de que, desde o final dos anos 1990, as políticas macroeconômicas alicerçadas no NCM e a ligeira flexibilidade fiscal e monetária pós-crise do *subprime* não foram capazes de criar condições, literalmente

*embedded* pelos agentes econômicos, para assegurar a estabilização macroeconômica no País, o que fazer?

Em termos macroeconômicos, tem-se que despertar o *animal spirits* dos empreendedores. Para tanto, é necessário expandir a relação formação bruta de capital/PIB dos atuais 19% para 25%. Nesse sentido, políticas contracíclicas e reversão das restrições externas são prioridades, tais como:

(i) A política fiscal deve ser implementada de forma a assegurar a manutenção dos atuais gastos em programas sociais e concentrar esforços e recursos orçamentários nos investimentos públicos, especialmente em infraestrutura; nesse particular, parcerias público-privadas devem ser incentivadas. Por outro lado, as AE devem, sempre, buscar a *responsabilidade* fiscal, embora esta deva ser entendida não como um fim em si mesmo, mas seguindo o critério de administrar a política fiscal de forma contracíclica: em períodos de crise e recessão, política fiscal expansionista, ao passo que em épocas de prosperidade e de crescimento econômico acima da capacidade produtiva ela deve ser, respectivamente, neutra e contracionista.

(ii) A política monetária deve ser orientada pelas metas de crescimento e emprego e não somente pelos *targets* de inflação. Nesse sentido, não se pode prescindir de política monetária discricionária. É importante ressaltar que política monetária discricionária não quer dizer ser condescendente com a inflação. Em nosso ponto de vista, pelo fato da atual inflação brasileira possuir diversos componentes, tais como choques de demanda e oferta e inércia, regras monetárias e política monetária contracionista não conseguem gerar um efeito transmissor juros-preços eficiente.<sup>92</sup> Ademais, para que a política monetária atinja seus objetivos, o Banco Central do Brasil (BCB), independentemente do presidente possuir mandato fixo, tem que ter plena liberdade para operacionalizar sua política monetária de forma a manter a inflação sob controle e estabilizar os níveis de produto e emprego.

(iii) Em termos cambiais, entende-se como oportuno que o BCB administre o câmbio de maneira a lograr a manutenção de taxa de câmbio real efetiva (TCRE) competitiva, objetivando, assim, que quaisquer ações especulativas no mercado de divisas estrangeiras possam ser coibidas. Indo nessa direção, por exemplo, Ferrari Filho e Paula (2012) propõem a criação de um Fundo de Estabilização Cambial. A ideia é que o Tesouro Nacional compre e venda divisas para se atingir a TCRE, fundamental tanto para equilibrar o balanço de pagamentos, mitigando, assim, as restrições externas, quanto ter-se uma taxa de câmbio que não seja tão apreciada a ponto de criar desincentivos ao setor industrial nem tampouco muito desvalorizada para, via efeito *pass-through*, reduzir o poder de compra dos salários. Ademais, o regime de câmbio proposto tornar-se-ia pouco eficiente se nada for feito em relação à liberalização da conta de capitais. Nesse particular, controles de capitais devem ser implementados para que o BCB tenha autonomia de política monetária, para que o real não se valorize e para que sejam evitadas crises financeiro-cambiais.

Paralelamente às medidas de curto prazo, essencialmente macroeconômicas, devem-se implementar reformas estruturais e criar regras e políticas institucionais, entre as quais:

(i) Reforma tributária que tenha como objetivos tanto uma maior incidência da tributação sobre a renda e a riqueza quanto um caráter de maior progressividade.

(ii) Reestruturação do mercado de capitais e do mercado de títulos de dívida corporativa privada, que leve em consideração a proteção do investidor, os limites à exposição de instituições financeiras e investidores institucionais a risco, os estímulos ao mercado secundário e uma tributação adequada ao perfil de risco.

---

<sup>92</sup> Por exemplo, Modenesi e Araujo (2013) mostram que o canal transmissor da política monetária sobre a inflação brasileira é relativamente fraco).

(iii) Definição de políticas de renda para regular os salários e os preços, em conformidade com os ganhos de produtividade da economia e a dinâmica concorrencial dos mercados.

(iv) Marcos regulatórios *transparentes, eficientes e ágeis* para dinamizar as parcerias público-privadas e melhorar a infraestrutura.

(v) Política industrial que tenha como objetivos dinamizar o investimento em P&D e os incentivos fiscais e creditícios para as grandes cadeias industriais, entre outros.

#### 4. Conclusão

Procurou-se mostrar neste breve artigo a relação entre os *approaches* institucionalista e keynesiano no que diz respeito à necessidade de se ter convenções (regras de política macroeconômica) e institucionalidades (reformas estruturais e políticas institucionais) para se alcançar a estabilização macroeconômica. Ambas as abordagens têm nesse nexos teórico ponto fundamental para o desenvolvimento de novas estratégias que persigam consistentemente tal objetivo.

Um olhar sobre a economia brasileira nos últimos 15 anos nos permite inferir que não há estratégia de estabilização macroeconômica, da forma como foi definida neste artigo, uma vez que a política macroeconômica tem, não somente, emitido sinais contraditórios, mas, principalmente, tem se caracterizado unicamente pelo controle do processo inflacionário.

Como resultado da falta de uma estratégia de estabilização, os problemas conjunturais e estruturais da economia brasileira, tais como o baixo e volátil crescimento do PIB, a inflação próxima ao teto superior do RMI, o expressivo déficit acumulado do BPTC e a aceleração do processo de desindustrialização, se agravaram nos últimos anos, especialmente após os desdobramentos da crise do *subprime*.

Diante deste contexto, o artigo apresentou uma proposta keynesiano-institucionalista para a economia brasileira em que política macroeconômica e reformas estruturais e regras e políticas institucionais sejam capazes de criar um ambiente institucional agregado com decisões individuais desagregadas, assegurando consistência sistêmica para um processo de estabilização macroeconômica.

#### Referências

Banco Central do Brasil (BCB) (2015) *Séries Temporais*. <http://www.bcb.gov.br>, acessado em 25/2/2015.

Conceição, O.A.C. (2012) “Instituições e crescimento econômico: da ‘tecnologia social’ de Nelson à ‘causalidade vebleniana’ de Hodgson”, *Revista de Economia Política*, 32(1), p. 109-127, janeiro-março.

Ferrari Filho, F., Paula, L.F. (2012) “Avaliação do regime cambial brasileiro pós-1999: análise crítica e prospectiva”, In: Oreiro, J.L.; Paula, L.F.; Basílio, F. (orgs.). *Macroeconomia do Desenvolvimento: ensaios sobre restrição externa, financiamento e política macroeconômica*. Recife: Editora da UFPE, p. 317-354.

International Monetary Fund (2015) Data and Statistics. <http://www.imf.org>, acessado em 25/2/2015.

(2007) *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Palgrave Macmillan.

Keynes, J. M. (1972) *Essays in Persuasion*. London, Macmillan.

Modenesi, A., Araújo, E. (2013) “Price stability under inflation targeting in Brazil: an empirical analysis of the monetary policy transmission mechanism based on a VAR model (2000-2008)”. *Investigación Económica*, 72(283), p. 99-133, enero-marzo.

Williamson, O.E. (2000) "The new institutional economics: taking stock, looking ahead".  
*Journal of Economic Literature*, vol. XXXVIII, September, p. 595-613.

## Desafios do Segundo Mandato da Presidente Dilma Rouseff

José Luis Oreiro\*

### Resumo

Este artigo discute os desafios que a Presidente da República, Dilma Rouseff, enfrentará no seu segundo mandato. Argumentamos que o desafio fundamental é restaurar o dinamismo da indústria de transformação, o que exige uma desvalorização forte, ainda que gradual, da taxa real de câmbio. Para tanto, um ajuste fiscal focado no aumento de impostos no curto-prazo e na contenção do ritmo de crescimento dos gastos correntes do governo é necessário.

**Palavras-Chave:** estagnação da economia brasileira, taxa de câmbio, ajuste fiscal.

### Abstract

This paper aims at analysing the challenges that will be faced by the President of the Brazil, Dilma Rouseff, in her second term in office. We argue that the fundamental challenge to the federal government is to restore the dynamism of the manufacturing industry, which requires a significant, nevertheless gradual, real exchange rate devaluation. Thus, the necessary government budget adjustment must be focused on tax increases in the short term and on the containment of the growth pace of the government current spending.

**Keywords:** Brazilian economic downturn, exchange rate, government budget adjustment

**JEL Classification:** E12, N16, O11

\* **José Luis Oreiro** é Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Pesquisador Nível IB do CNPq e Presidente da Associação Keynesiana Brasileira. E-mail: [jose.oreiro@ie.ufrj.br](mailto:jose.oreiro@ie.ufrj.br).

A Presidente Dilma Rouseff iniciou o seu segundo mandato em primeiro de janeiro de 2015 com uma agenda econômica bastante complicada. O seu primeiro mandato se encerrou com um crescimento econômico pífio, inferior a 0,5% para o ano de 2014 e abaixo de 2% para a média do período 2011-2014, com a taxa de inflação teimosamente no teto do regime de metas, com um déficit em conta corrente do balanço de pagamento caminhando para 4% do PIB e com um déficit nominal superior a 6% do PIB para o setor público consolidado. A taxa de desemprego é, por enquanto, o único trunfo positivo do primeiro mandato da presidente Dilma, mas a destruição de empregos na indústria nos últimos cinco meses acende um sinal de alerta quanto ao desempenho futuro do mercado de trabalho. A continuar o quadro atual de estagflação, a taxa de desemprego deverá aumentar de forma pronunciada nos próximos dois anos.

Alguns economistas, embebecidos por uma versão vulgar do keynesianismo que desconsidera os avanços mais recentes da teoria keynesiana, afirmam que a estagnação da economia brasileira é decorrência da insuficiência de demanda agregada, gestada em um contexto de crise internacional. De acordo com esse diagnóstico, o Brasil seria vítima da conjuntura internacional perversa, a qual está prejudicando as nossas exportações de manufaturados e assim impondo um ritmo mais baixo de crescimento para a economia brasileira. Nesse contexto, qualquer tentativa de realizar o necessário ajuste macroeconômico é vista como emulação pura e simples das políticas de “austericídio” adotadas nos países da área do Euro, com consequências nefastas para o nível de emprego e de atividade econômica. O ajuste macroeconômico, dizem os advogados do “Keynesianismo vulgar” tem que ser deixado para depois da recuperação da economia. O momento atual exigiria, portanto, uma “flexibilização da política fiscal” e uma redução da taxa de juros. A inflação deve ser controlada pelo retorno puro e simples ao expediente da “âncora cambial”.

A posição defendida pelos expoentes do “Keynesianismo vulgar” é, contudo, um grande *non-sense*. Se o problema da economia brasileira fosse insuficiência de demanda agregada, então o PIB deveria estar crescendo abaixo do seu potencial de longo-prazo (igual à soma entre a taxa de crescimento da força de trabalho e a taxa de crescimento da produtividade de trabalho). Mas, nesse caso, a aritmética simples – coisa que parece passar ao largo das considerações do “keynesianismo vulgar” – diria que a taxa de desemprego estaria aumentando de forma contínua ao longo do tempo. O problema é que a desaceleração do crescimento da economia brasileira nos últimos quatro anos foi acompanhada por uma redução, não por um aumento, da taxa de desemprego!

A redução simultânea da taxa de desemprego e da taxa de crescimento da economia só pode sinalizar uma coisa, qual seja: a taxa potencial de crescimento da economia brasileira se reduziu no período 2011-2014. Uma parte dessa redução se deve a diminuição observada no ritmo de crescimento da população economicamente ativa nos últimos anos, fenômeno esse que ainda não tem uma explicação consensual, mas que provavelmente reflete o adiamento da entrada dos jovens no mercado de trabalho com vistas à aquisição de um maior nível de escolaridade. Se for esse o caso, então poderemos esperar um acréscimo do ritmo de crescimento da produtividade do trabalho nos próximos anos, de forma que a redução atual do potencial de crescimento da economia brasileira seria apenas temporária.

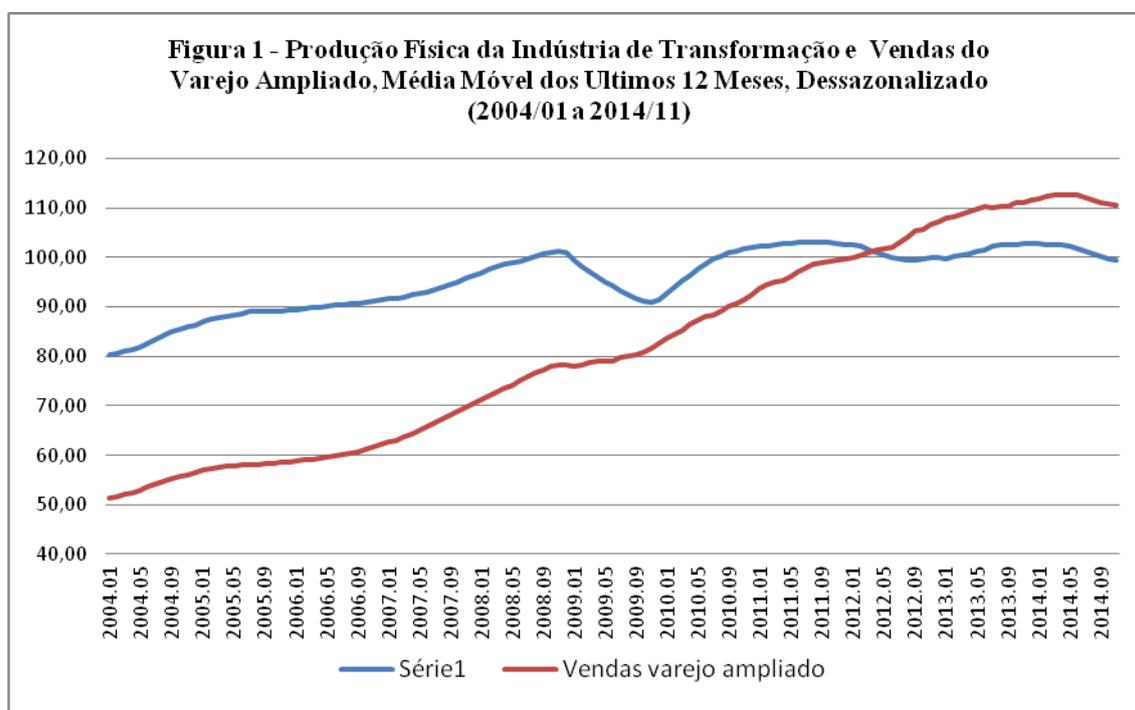
Mas é pouco plausível que a redução da taxa potencial de crescimento da economia advenha apenas da redução da taxa de crescimento da população economicamente ativa, até porque a queda observada daquela taxa supera, em muito, o ritmo de redução do crescimento da PEA (População Economicamente Ativa). Uma parte significativa da redução do crescimento potencial da economia brasileira decorre da redução do crescimento da produtividade do trabalho. Ai está a chave para entendermos a estagnação da economia brasileira.

Do que depende o ritmo de crescimento da produtividade do trabalho? A produtividade do trabalho cresce em função da realização de investimentos em máquinas e equipamentos

que incorporem as novas tecnologias de produção (Kaldor, 1957). Dessa forma, um importante determinante do ritmo de crescimento da produtividade do trabalho é o investimento por trabalhador. Outro determinante importante do crescimento da produtividade do trabalho consiste nas economias dinâmicas de escala, ou seja, na redução do custo de produção que decorre da experiência acumulada dos trabalhadores no manuseio do equipamento de capital.

O investimento por trabalhador e a experiência acumulada no manuseio do equipamento de capital são fatores que dependem, por sua vez, do dinamismo da produção industrial. A indústria de transformação é o motor de crescimento da economia no longo-prazo porque é o setor que utiliza mais intensamente máquinas e equipamentos na produção de bens, sendo assim o responsável pela geração e difusão do progresso técnico para a economia como um todo. Quando a indústria de transformação perde dinamismo, o ritmo de crescimento da produtividade do trabalho se desacelera, pois o investimento por trabalhador diminui, bem como o ritmo de acumulação de experiência no manuseio do equipamento de capital existente por parte da força de trabalho.

Desde o final de 2010, conforme figura 1 abaixo, que a produção física da indústria de transformação está estagnada. Essa desaceleração do crescimento da produção industrial veio acompanhada por uma redução significativa da participação da indústria de transformação no PIB, fenômeno esse conhecido como desindustrialização. Esse é um fenômeno estrutural causado, não pela insuficiência de demanda efetiva, mas pela perda de competitividade da indústria em função da sobrevalorização crônica da taxa de câmbio e do crescimento dos salários em um ritmo superior à produtividade do trabalho. Com efeito, as vendas do comércio varejista ampliado (o que inclui a venda de automóveis) continuaram se expandindo a um ritmo razoável até o final de 2013, mostrando de forma clara que a estagnação da produção industrial não decorre da escassez de demanda.

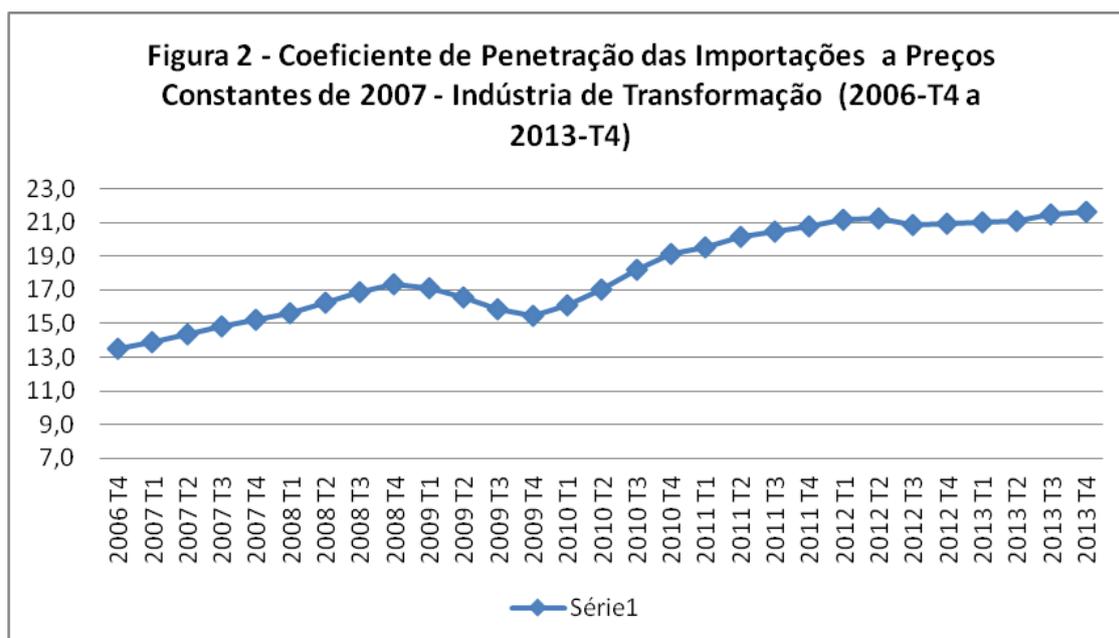


Fonte: IPEADATA. Elaboração própria.

Esse fenômeno fica bastante claro quando olhamos para o saldo comercial da indústria de transformação. Se o problema de estagnação da produção industrial fosse insuficiência de demanda efetiva, então as exportações e as importações de produtos manufaturados seriam reduzidas em ritmo aproximadamente igual, de maneira a manter constante o saldo comercial da indústria. Mas não é isso que está acontecendo. Após registrar um saldo comercial recorde

de US\$ 22,37 bilhões em 2005, a indústria de transformação viu seu saldo comercial ser sistematicamente reduzido, passando a um déficit de US\$ 4,08 bilhões em 2008 até alcançar US\$ 49,18 bilhões no acumulado de 2014 (Valor Econômico, 2014). Trata-se de uma reversão de mais de US\$ 70 bilhões em pouco mais de nove anos.

A estagnação da produção industrial nos últimos anos foi acompanhada de um movimento de substituição de produção doméstica por importações – uma espécie de “substituição de importações às avessas” – conforme podemos visualizar na Figura 2 abaixo, o que comprova de maneira definitiva que o problema da indústria está longe de ser a escassez de demanda agregada.



Fonte: IPEADATA. Elaboração própria.

É interessante notar que, se a indústria de transformação tivesse mantido o mesmo saldo comercial que tinha em 2005, o déficit em conta corrente cairia dos atuais US\$ 85 bilhões para menos de US\$ 15 bilhões, ou seja, de 3,7% do PIB para pouco mais de 0,5% do PIB. Nesse caso, as contas externas estariam praticamente equilibradas.

Nesse contexto, a única forma de recuperar o potencial de crescimento da economia brasileira é recuperar a competitividade da indústria de transformação, o que passa obrigatoriamente, embora não apenas, pela desvalorização da taxa real de câmbio. Como a taxa real de câmbio é definida como sendo igual a razão entre o preço dos bens comercializáveis e o preço dos bens não comercializáveis, a desvalorização da taxa real de câmbio exige uma redução da demanda por bens não-comercializáveis, notadamente serviços. É aqui que o ajuste fiscal se torna absolutamente necessário. Enquanto a inflação dos bens não comercializáveis – que roda atualmente em torno de 8% a.a. – não ficar abaixo da inflação dos bens comercializáveis, o ajuste da taxa real de câmbio será impossível, independente da taxa de desvalorização do câmbio nominal. Em outros termos, a desvalorização do câmbio nominal só servirá para alimentar as pressões inflacionárias latentes na economia brasileira, fazendo com que, em algum momento nos próximos anos, a taxa de inflação supere a marca psicológica dos dois dígitos. Se isso ocorrer, estarão postas as condições para o retorno ao passado inglório da inflação alta, via reativação dos mecanismos de indexação de preços e salários.

Para que se realize o ajuste da taxa real de câmbio é, portanto, necessário que se faça um ajuste fiscal, uma vez que ele afetaria mais fortemente a demanda por bens não comercializáveis do que a demanda por bens comercializáveis. Aqui é importante ressaltar que

a razão fundamental do ajuste fiscal não é a redução do endividamento do governo – o qual ainda não apresenta sinais de comportamento explosivo – mas sim o ajuste da taxa real de câmbio.

Está claro também que a situação atual da economia brasileira não permite a realização de um ajuste fiscal draconiano. Aliás, não conheço ninguém que esteja defendendo esse tipo de coisa. Aparentemente o ajuste fiscal draconiano é fruto da imaginação dos “keynesianos vulgares” que, a exemplo de Dom Quixote, acreditam firmemente que estão investindo contra dragões que cospem fogo, ao invés de irem contra moinhos de vento ....

O ajuste fiscal possível para a economia brasileira é o resultado da combinação entre aumento de impostos no curto-prazo e contenção do ritmo de crescimento das despesas correntes do governo no médio-prazo. Recentemente, o ministro da Fazenda, Joaquim Levy, anunciou uma série de medidas que envolvem o aumento de alguns impostos e contribuições, sinalizando de forma clara que não é possível fazer um ajuste fiscal apenas pelo lado da despesa no curto-prazo. Trata-se de uma medida importante, mas ainda insuficiente. No médio prazo é fundamental reduzir o ritmo de crescimento dos gastos correntes do governo. Isso exige uma mudança da regra de reajuste do salário mínimo no sentido de moderar o seu ritmo de crescimento ao longo do tempo. Como as despesas previdenciárias, o seguro desemprego e o abono salarial estão fortemente atrelados à evolução do salário mínimo, uma mudança da regra de reajuste que permita uma moderação do ritmo de crescimento deste último é de importância fundamental para a contenção do ritmo de crescimento das despesas correntes. É importante observar que o objetivo da mudança da regra de cálculo é produzir uma moderação do ritmo de crescimento do salário mínimo, não um arrocho salarial.

Aparentemente, a necessidade de mudança na regra de reajuste do salário mínimo foi percebida pelo Ministro do Planejamento, Nelson Barbosa, que afirmou no dia 02 de janeiro de 2015 que a regra de correção do salário mínimo seria alterada, preservando-se o ganho real para os trabalhadores (O Globo, 2015). Infelizmente, o Ministro foi obrigado pela Presidente da República a se desmentir por escrito, afirmando que a regra atual de reajuste do salário mínimo continuará em vigor até 2019.

Essa ação recente da Presidente Dilma põe em dúvida a capacidade da atual equipe econômica de realizar o ajuste fiscal necessário para permitir uma desvalorização não inflacionária da taxa de câmbio. É possível, nesse contexto, que o ajuste fiscal a ser realizado em 2015 seja menor do que o requerido para o ajustamento da taxa de câmbio. Nesse caso, a situação de estagnação da produção industrial deverá persistir por tempo indeterminado, condenando a economia brasileira a uma situação de estagnação permanente.

## Referências

- Kaldor, N. (1957) “A model of economic growth”. *Economic Journal*, 67(268), 591-624.
- Valor Econômico (2014) “Indústria tem déficit de US\$ 49,2 bilhões”. Matéria publicada em 14/11/2014.
- O Globo (2015) “Governo vai mudar a regra para reajuste do mínimo, mas manterá ganho real, garante Barbosa”. Matéria publicada em 02/01/2015.

## O Circuito *Finance-Funding* e a Economia Brasileira\*

Luiz Fernando de Paula\*\*

### Resumo

Este artigo avalia a nova estratégia de financiamento de longo prazo anunciada pelo 2º Governo Dilma Rousseff, a partir de uma perspectiva teórica e da análise das especificidades do processo de financiamento no Brasil. O artigo conclui que enquanto predominar elevadas taxas de juros – a verdadeira jabuticaba da economia brasileira – e uma estrutura de dívida pública deformada não se pode esperar maiores mudanças no mercado de crédito no Brasil.

**Palavras-chave:** financiamento de longo prazo, crédito, economia brasileira

### Abstract

This paper evaluates the new long-term financing strategy adopted by the 2nd Dilma Rousseff government, from both a theoretical perspective and an analysis of some specificity of the financing process in Brazil. The article concludes that while high interest rates - the real 'blemish' of the Brazilian economy - and a deformed public debt structure predominate, we cannot expect major changes in the credit market in Brazil.

**Keywords:** long-term financing, credit, Brazilian economy

**JEL Classification:** E44, G2, G18

\* Artigo escrito com informações disponíveis ao final de 2014.

\*\* **Luiz Fernando de Paula** é Professor Titular da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (FCE/UERJ), e Pesquisador do CNPq. Email: luizfpaula@terra.com.br

## 1. Introdução

Uma das variáveis centrais do ajuste fiscal a ser realizado no 2º governo Dilma é a redução da dívida pública bruta, que perfazia a 63% do PIB em novembro de 2014. As principais medidas para tanto incluem uma diminuição das transferências do Tesouro para o BNDES e ainda a gradual convergência da TJLP a taxas próximas a de mercado. Um óbvio corolário de tais medidas é a redução do tamanho do BNDES como financiador do investimento das firmas – segundo dados publicados no jornal Valor (Soares, 2014, p.A12) o BNDES respondeu para mais de 20% do financiamento do investimento produtivo no Brasil contra apenas cerca de 15% do mercado de capitais em 2013/14.

A ideia subjacente é diminuir a dualidade do mercado de crédito no Brasil, com um segmento funcionando a taxas de mercado e outro com taxas subsidiadas. Tal iniciativa, além de aumentar a potência da política monetária no Brasil - já que mudanças na taxa de juros teriam impacto sobre todo o espectro do mercado de crédito - ampliaria a oferta de crédito no país. Tal como no mercado de bens e serviços, a ação da lei da oferta e procura ampliaria a oferta de fundos emprestáveis na economia. Mais importante, o fluxo de poupança que tem financiado o crescimento dos empréstimos do BNDES poderia ser canalizado para a dívida privada, viabilizando um processo de *crowding in*, com o desenvolvimento do mercado financeiro privado em substituição parcial do BNDES. Assim, a poupança privada tomaria lugar da poupança pública, abrindo uma nova etapa no processo de financiamento das empresas no Brasil, beneficiando inclusive as pequenas e médias empresas<sup>93</sup>.

Para analisarmos a eficácia da nova estratégia de financiamento do governo, iremos avaliar a questão a partir de um ponto de vista teórico (seção 2), para então levarmos em conta algumas especificidades do processo de financiamento no Brasil (seção 3), para por fim avaliarmos a estratégia do governo a guisa de conclusão (seção 4).

## 2. O Circuito de Financiamento “Finance-Funding”<sup>94</sup>

Do ponto de vista teórico, é fundamental entender como funciona o processo de financiamento da economia, mais especificamente o circuito “*finance-funding*”. Segundo a abordagem (pós)keynesiana, poupança e financiamento são distintos. A poupança é o resultado do processo de geração de renda da economia, que por sua vez depende das decisões de gastos dos agentes. Ela representa apenas a renda não consumida, inexistente antes da realização da decisão de investir, sendo que esta é determinada primariamente pelas expectativas empresariais de longo prazo relacionadas aos fluxos de rendas esperadas decorrentes da ampliação de capacidade produtiva (via aquisição de bens de capital).

Além de expectativas positivas quanto às vendas futuras, o empresário, para efetivar sua decisão de gasto, precisa ou renunciar a liquidez em seu portfólio ou ter acesso a crédito bancário. Portanto, a oferta de fundos disponíveis não é determinada pela canalização do fluxo prévio de poupança, mas sim pelo estoque de ativos financeiros existentes e ainda pela capacidade de criação ativa de crédito por parte do setor bancário. Logo, a obtenção de financiamento é o início do processo de formação de capital, em que a poupança é gerada a partir das decisões de investimentos, como resultado do processo multiplicador de renda na economia. É importante ressaltar que uma economia só consegue crescer se as empresas se endividarem cada vez mais e para tanto é necessário que os bancos criem poder de compra novo para atender a demanda crescente por crédito.

O processo de financiamento do investimento pode ser dividido em duas etapas: uma primeira, no qual a provisão de moeda permite que a despesa de investimento seja implementada, ou seja, a oferta de crédito (normalmente de curto prazo) provida pelo setor

---

<sup>93</sup> Ver, respeito, a entrevista do Ministro da Fazenda Joaquim Levy ao jornal Valor, em 27/12/2014.

<sup>94</sup> Para um maior aprofundamento, ver Paula (2013).

bancário no momento em que a firma decide investir (*finance*); e, uma segunda, no qual a poupança “ex post” pode ser utilizada (via mercado financeiro) para consolidar dívidas de curto prazo em dívidas de longo prazo (*funding*) mais compatíveis com a maturidade longa dos retornos derivados do investimento. O risco de não ser capaz de consolidar a dívida fica nas mãos do investidor que tomou empréstimos curtos para investir em ativos de longa vida.

Assim, o *funding* - que pode ser realizado, por exemplo, pela colocação de um título corporativo de longo prazo - tem um papel importante de mitigar o crescimento da fragilidade financeira que é inerente a uma economia em crescimento, devido tanto ao aumento no grau de endividamento das firmas quanto ao descasamento entre estrutura ativa e passiva destas. Portanto, a falta de mercados financeiros organizados e bem desenvolvidos pode fazer com que o perfil de financiamento seja inadequado ao investimento, e o racionamento de crédito pode ocorrer em tempos de crescimento, diminuindo a capacidade de expansão da economia e/ou tornando-a financeiramente mais frágil.

Cabe destacar que o circuito financiamento-investimento-poupança-*funding* é válido também para analisar economias abertas, em que a importação de bens de capital é realizada através do *finance* obtido via recursos captados no sistema financeiro internacional, que poderá resultar na produção de bens de consumo para o mercado externo, detonando um processo multiplicador de gastos, no qual a poupança surge como resíduo ao final deste processo e é utilizada para realização do *funding*, completando assim o circuito (Resende, 2008). Ressalta-se que um *funding* mal feito, neste caso, resulta em uma situação de fragilidade financeira externa, já que o país fica vulnerável às mudanças nas condições de financiamento do sistema financeiro internacional (Paula e Alves Jr, 2000).

Um sistema financeiro não funcional ao crescimento econômico pode ter consequências desfavoráveis para a dinâmica de crescimento da economia. De fato, em períodos marcados por expectativas pessimistas de longo prazo, qualquer progresso no processo de crescimento econômico tende a ser evitado tanto porque o investimento espontâneo é limitado quanto pela falta de fontes adequadas de financiamento na economia. Na ausência de instituições e mercados financeiros desenvolvidos, em período de expectativas otimistas, em função da escassez de fontes apropriadas de financiamento, os investimentos planejados podem ser financiados por alguma combinação entre ações, crédito de curto prazo e, em função da disponibilidade e condições, de empréstimos externos. Neste caso, a estrutura inadequada de financiamento do investimento será caracterizada pelo maior grau de descasamento de prazos e moedas, e, conseqüentemente, de maiores riscos na economia e, logo, maior fragilidade financeira (Hermann e Paula, 2013). Assim, na ausência de um sistema financeiro funcional a um crescimento financeiramente estável, cada ciclo de crescimento será acompanhado de uma maior fragilidade financeira doméstica e/ou externa. Esta condição aumenta o risco do ciclo de crescimento ser interrompido devido a uma crise bancária e/ou cambial.

### **3. Algumas Características do Financiamento no Brasil**

No que se refere à realidade brasileira, três fatores contribuem para inibir o desenvolvimento do financiamento privado de longo prazo, em que pese a sofisticação do nosso sistema financeiro.

Em primeiro lugar, o comportamento “*stop-and-go*” que tem sido a característica da economia brasileira desde os anos 1980, com pequenos ciclos de crescimento, seguido de desaceleração. Normalmente quando no ciclo de crescimento os prazos de financiamento começam a se alongar, esta tendência é alterada abruptamente pela reversão cíclica, com os prazos voltando a encolher. De fato, o prazo médio (anos) de emissão de debêntures diminui de 6,1 em 2012 para 5,8 em 2013 e 5,1 em 2014 (até outubro), conforme dados publicados no Valor (Pinheiro, 2014).

Em segundo lugar, as elevadas taxas de juros no Brasil determinam um enorme custo de oportunidade para emissão de títulos mais longos, dificultando a formação de uma curva de rendimentos “normal”, em que aplicações mais longas são remuneradas a taxas de juros maiores. Conseqüentemente, apenas se desenvolve a ponta curta da curva de rendimentos no Brasil, o que permite que os investidores possam combinar em suas aplicações liquidez com rentabilidade.

Em terceiro lugar, a existência de uma dívida pública elevada e parcialmente indexada à taxa Selic e, ainda, de um alto estoque de operações compromissadas com títulos públicos administrado pelo Banco Central<sup>95</sup>, aliado às elevadas taxas de juros de curto prazo, impactam negativamente tanto o nível do spread bancário – já que o custo de oportunidade para emprestar se torna elevado face a existência de uma alternativa de aplicação líquida e rentável (títulos públicos) - quanto a emissão de títulos corporativos privados, face à competição dos títulos públicos. De fato, as debêntures têm tido uma maturidade média de apenas 5-6 anos em 2010/2014, sendo que 85% dos títulos emitidos são indexados à taxa DI, “prima” da taxa Selic (Pinheiro, 2014, p. C1). Assim, o risco de mercado fica na mão da empresa emissora, aumentando sua fragilidade financeira. Para a emissão de títulos corporativos prefixados de maturidade mais longa seria necessário que as firmas paguem um prêmio de risco extremamente elevado para compensar a sua baixa liquidez, seu maior risco de mercado (face a baixa *duration* dos títulos públicos) e maior risco de default (Paula e Faria Jr, 2012).

Conseqüentemente, continua predominando no Brasil, mesmo após anos de fim da alta inflação, a lógica do “overnight” e uma visão curto-prazista na alocação de portfólio dos agentes, com conseqüências deletérias sobre o financiamento privado de longo prazo no país. Não é surpreendente, assim, que os bancos sejam as principais fontes de demanda de títulos corporativos no Brasil ao invés de investidores institucionais (fundos de pensão e seguradoras).

#### **4. Uma Breve Avaliação da Nova Estratégia de Financiamento do Governo: à guisa de conclusão**

Por fim, cabe avaliar se a nova estratégia do governo de diminuir a dualidade no mercado de crédito e estimular a poupança privada será eficaz para o desenvolvimento do circuito *finance-funding* no Brasil. Em que pese a necessidade de balancear melhor o papel do BNDES, proporcionando maior seletividade na sua atuação, as perspectivas de curto e médio prazo não nos parecem muito animadoras.

Por um lado, deve-se considerar que o crédito não é um bem ou serviço qualquer, que responde prontamente, e na direção adequada às leis de oferta e procura. Em uma economia marcada pela instabilidade macroeconômica e por elevadas taxas de juros, o comportamento dos agentes (incluindo os bancos) deverá continuar a se caracterizar por uma preferência por flexibilidade, expressa em um comportamento curto-prazista, dificultando o desenvolvimento de relações financeiras de prazo mais longo. De fato, os bancos têm evidenciado recentemente uma postura mais cautelosa na concessão de crédito, privilegiando modalidades de menor risco e com maior racionamento de crédito (atingindo pequenas empresas).

Por outro lado, o cenário de recessão que parece se confirmar a partir do ajuste fiscal adotado pelo governo em 2015 não deverá estimular o crescimento da poupança agregada na economia, já que esta depende, como visto, do aumento dos gastos dos agentes – que por sua

---

<sup>95</sup> Em 2013/2014 cerca de 20% da dívida pública federal ainda era indexada a taxa Selic, um percentual ainda elevado, embora bem menor do que o prevaiente no período 2000/2005 (mais de 50% do total da dívida). Cabe ressaltar, entretanto, que as operações compromissadas com títulos de dívida pública, instrumento de curtíssimo prazo gerido pelo Banco Central, alcançaram em 2014 um volume recorde de R\$ 890 bilhões, no que resulta numa relação compromissadas/dívida pública total de 39,6% em dezembro de 2014 contra 23,9% em dezembro de 2013 (Pinto, 2014, p. C10).

vez resulta das rendas das famílias, do crescimento dos lucros empresariais etc. -, e a tendência é que os gastos venham a se reduzir ainda mais.

Em conclusão, não se deve esperar, como em um “passe de mágica”, que o financiamento privado de longo prazo deslanchará no Brasil. O mais factível será combinar um rebalanceamento parcial das operações do BNDES com medidas adicionais para o desenvolvimento de instrumentos de financiamento de longo prazo. Mas, sobretudo, enquanto predominar elevadas taxas de juros – a verdadeira jabuticaba da economia brasileira – e uma estrutura de dívida pública deformada, não se pode esperar maiores mudanças no mercado de crédito no Brasil.

## Referências

- Hermann, J. e Paula, L.F. (2014) “Economic development and the functionality of the financial system in Brazil: a Keynesian approach”. In: L.C. Bresser-Pereira, J. Kregel e L. Burlamaqui, (org.). *Financial Stability and Growth: Perspectives on Financial Regulation and the New Developmentalism*. Abingdon: Routledge.
- Paula, L.F. (2013) “Financiamento, crescimento econômico e funcionalidade do sistema financeiro: Uma abordagem pós-keynesiana”, *Estudos Econômicos* 43(2), 363-396.
- Paula, L.F. e Alves JR, A.J. (2000) “External financial fragility and the 1998-1999 Brazilian currency crisis”. *Journal of Post Keynesian Economics*, 24(4), 589-617.
- Paula, L. F. e Faria Junior, J.A. (2012) “Mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: aspectos estruturais e evolução recente”. *Revista de Economia Contemporânea*, 16(1), 103-133.
- Pinheiro, V. (2014) “Captações locais têm prazo menor e custos maiores”. *Valor*, 04/12/2014, p. C1.
- Pinto L. (2014) “Compromissadas fecham ano em R\$ 890 bi”. *Valor*, 26/12/2014, p. C10.
- Resende, M.F.C. (2008) “O circuito finance-investimento-poupança-funding em economias abertas”. *Revista de Economia Política*, 28(1), 136-154.
- Safatle, C. “Ajuste fiscal projeta superávit de R\$ 66 bi em 2015, afirma Levy”. *Valor*, 29/12/2014, p. A12.
- Soares, E. (2014) “Críticas ao BNDES poupam o presidente”. *Valor*, 23/12/2014, p. A12.