

## Política monetária, crise financeira e Estado: uma abordagem keynesiana

Thaís Guimarães Alves<sup>\*</sup>  
Michele Polline Veríssimo<sup>\*\*</sup>

*Monetary policy, financial crisis and state: A Keynesian approach*

### RESUMO

O presente trabalho discute a teoria monetária da produção de Keynes e o papel a ser desempenhado pelo Estado na economia capitalista moderna e empresarial, principalmente em momentos de crise generalizada, como a do mercado *subprime* dos Estados Unidos, vivenciada no período recente. Para isso, o trabalho descreve a abordagem da economia monetária keynesiana e apresenta a posição favorável do economista britânico com relação à ação do Estado na economia capitalista, dada a sua incapacidade de autorregulação. Com base nas repercussões da crise financeira recente, propõe-se uma discussão sobre a posição assumida pelo Estado para amenizar os efeitos perversos da crise. Nesse sentido, o trabalho analisa se as ferramentas que o governo vem utilizando na implementação das políticas econômicas pensadas no contexto da crise financeira internacional têm uma fundamentação keynesiana. Os principais resultados apontam indícios de uma política econômica de caráter mais expansionista, fundadas em políticas de liquidez, redução de impostos e elevação dos gastos. Conclui-se que, em condições de instabilidade, é preciso considerar um papel mais ativo do Estado no enfrentamento da crise e na reversão da desconfiança dos agentes econômicos.

**Palavras-chave:** Keynes, Estado, crise internacional.

### ABSTRACT

This paper discusses the Keynes' monetary theory of production and the role being played by the State in modern capitalist economy and business, especially in times of general crisis, like the *subprime* crisis in the United States experienced in recent period. The paper describes the Keynes monetary economics approach and presents the favorable view of the British economist about the State action in the capitalist economy, given its inability to self-regulation. Based on the recent financial crisis impacts, it is proposed a discussion about the position taken by the State to mitigate the crisis effects. The paper examines if the tools that the government has been using in

---

**Recebido em 25.08.2009. Aceito em 30.08.2009.**

<sup>\*</sup> Professora do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia. Doutoranda em Economia Aplicada pelo Instituto de Economia – Universidade Federal de Uberlândia. Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco II, Santa Mônica, 38400-902, Uberlândia, MG, Brasil. E-mail: [alvesthais@ie.ufu.br](mailto:alvesthais@ie.ufu.br)

<sup>\*\*</sup> Professora do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia. Doutoranda em Economia Aplicada pelo Instituto de Economia – Universidade Federal de Uberlândia. Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco II, Santa Mônica, 38400-902, Uberlândia, MG, Brasil. E-mail: [michele@ie.ufu.br](mailto:michele@ie.ufu.br)

the economic policies designed in the international financial crisis have a Keynesian reason. The main results show evidences of expansionary economic policies based on liquidity, tax cuts and rising costs. This paper concludes that in instability conditions it is necessary to consider a more active role by the State in addressing the crisis and in the lack of confidence economic agents.

**Key words:** Keynes, State, international crisis.

*JEL Classification:* **E12, E58, E63.**

## 1 Introdução

Partindo das conclusões sobre a forma como a teoria econômica ortodoxa trata a política monetária e o Estado, este estudo tem como objetivo central propor uma visão alternativa lastreada, principalmente, nos trabalhos de Keynes (1978, 1936), tanto para temática da política monetária quanto para o papel e a significância do setor público na economia. Mais especificamente, com base da inadequação da teoria ortodoxa no tratamento das economias reais, a proposta deste trabalho situa-se na análise da teoria monetária da produção de Keynes e do real papel a ser desempenhado pelo Estado na economia capitalista moderna e empresarial, principalmente em momentos de crise generalizada, como a crise do mercado *subprime* dos Estados Unidos e suas consequências sobre o cenário econômico internacional no período recente.

O artigo subdivide-se em quatro seções, além desta introdução. A seção 2 descreve, em linhas gerais, a abordagem da economia monetária baseada em Keynes (1978) e aceita suas advertências quanto à inadequação da teoria (neo)clássica frente ao funcionamento da economia capitalista e, logo, quanto à inaplicabilidade direta de suas implicações. A seção 3 apresenta a posição favorável de Keynes (1978) com relação à ação do Estado na economia capitalista, dada a sua incapacidade de autorregulação, em que, fundamentalmente, o economista britânico defende indicações de suporte, coordenação e ordenação do Estado para a estruturação de uma economia com menos flutuações. Com base nas repercussões da crise financeira recente, a seção 4 discute a posição assumida pelo Estado como agente econômico imprescindível para amenizar os efeitos perversos da crise. Na tentativa de suavizar os impactos maléficos sobre a economia, em especial, no que tange às dimensões da política econômica monetária, creditícia, cambial, regulatória e fiscal, as ações tomadas pelo Estado acabam por gerar resultados ora positivos, ora

negativos, na abordagem dos mais diversos economistas. Portanto, é crucial detalhar a posição assumida do Estado brasileiro frente à crise financeira norte-americana do *subprime* e analisar se as ferramentas que o governo vem utilizando na implementação das políticas econômicas pensadas no contexto da crise financeira internacional têm uma fundamentação keynesiana. Por fim, a seção 5 apresenta as principais conclusões derivadas do artigo.

## **2 A economia monetária de produção**

Um dos temas centrais discutidos na obra de Keynes reside em sua tentativa de construir um paradigma alternativo à economia (neo)clássica, capaz de rejeitar a visão de que o sistema econômico capitalista é eminentemente uma economia cooperativa. O reconhecimento de que reter moeda é uma alternativa em relação à detenção de outros ativos é a base da teoria monetária keynesiana (Garlipp, 2008). Em outras palavras, a moeda não é neutra, mesmo no longo período. Ademais, tanto em *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (1936), quanto em *The Distinction Between a Co-operative Economy and an Entrepreneur Economy* (1978 [1933]), Keynes prova que a diferença principal entre uma economia cooperativa e uma economia empresarial está, fundamentalmente, na análise da teoria monetária da produção. Neste sentido, afirma que:

A economia clássica é uma economia que usa dinheiro, mas meramente como um elo neutro de transações entre coisas reais e ativos reais e que não afeta motivos ou decisões, e, por isso, pode ser chamada – na falta de melhor nome – uma economia de troca real ou neutra, cooperativa, de salário real (Keynes, 1978, p. 408).

Conforme Carvalho (1994), é de interesse de autores keynesianos e pós-keynesianos demonstrar que um sistema que enfatiza a não neutralidade da moeda, mesmo no longo prazo, seria incabível. Por essa razão, um elemento central aperfeiçoado por Keynes (1978) é a função da moeda em economias capitalistas modernas. Todavia, de acordo com Davidson (2006 [1984]), para isso se realizar, requer-se o abandono de alguns axiomas inerentes à teoria neoclássica e o desenvolvimento de princípios alternativos, a partir dos quais se explicita o funcionamento de uma economia monetária de produção <sup>1</sup>.

A não neutralidade do dinheiro se expressa na sua atuação sobre os preços relativos, via taxa de juros, e denota seu caráter ativo também junto às decisões de produção e de investimento, portanto, envolve decisões de curto e longo prazo. Essas decisões não apenas têm impacto sobre o futuro econômico, mas dependem do que se espera desse desconhecido e incerto período.

Sob tais circunstâncias, o dinheiro é, sobretudo, garantia de reserva de poder aquisitivo, é ele mesmo reserva de valor... como bem se sabe, o dinheiro serve para duas finalidades principais, embora tenha três funções: ao funcionar como numerário, facilita as trocas, sem que precise chegar a entrar no quadro como um objeto substantivo. A este respeito, trata-se de uma facilidade desprovida de real significado ou influência. Em segundo lugar, ele constitui uma reserva de valor (Keynes, 1936, p. 115).

Keynes (1936) pontua o papel da incerteza, quando afirma que a existência desta é condição necessária sem a qual não poderia existir a preferência de liquidez pelo dinheiro como meio de conservação da riqueza. Neste contexto, Amado (2000) pondera que, devido a essa instabilidade que ronda a taxa de juros, há preferência pela liquidez como meio de conservação da riqueza.

Pelo seu atributo de liquidez por excelência, quanto mais incerto é o futuro, maior é a preferência pela liquidez dos agentes econômicos. Assim, a não neutralidade da moeda no longo período afeta as posições de equilíbrio da economia no longo prazo. Isso ocorre porque, em momentos de maior incerteza, o agente pode, e normalmente prefere, aplicar seus recursos em ativos não reprodutíveis, como moeda e outros ativos líquidos, ao invés de investir em ativos reprodutíveis, como os de capital (Braga, 1985).

Garlipp (2008) argumenta que é por meio da preferência pela liquidez que o dinheiro desempenha seu crucial papel na construção teórica de Keynes. Esse papel deriva de sua função mais relevante – a de reserva de valor – e isso é o que permite integrar a teoria do valor à teoria monetária. Diante disso, podem-se tomar como as principais características distintivas de uma economia monetária e empresarial: (a) o objetivo dos agentes; (b) o caráter das decisões; (c) a suscetibilidade às flutuações; (d) a importância do tempo e da incerteza; e (e) as propriedades do dinheiro.

No que concerne à característica (a), objetivo dos agentes, a teoria clássica acredita que a disposição do empresário para iniciar a produção depende do volume de produto que ele espera receber. Isso significa que apenas uma expectativa de maior produção induz o empreendedor a oferecer mais emprego. No entanto, considerando uma economia empresarial, esta é uma análise equivocada acerca da natureza do cálculo dos negócios, na medida em que um empresário está interessado no volume de dinheiro com que ele espera ser remunerado e não no volume do produto. Mais especificamente, o empreendedor aumentará sua produção apenas se esperar o aumento de seu lucro monetário, mesmo que este ocorra sob a forma de um volume de produto menor do que antes.

Nestes termos, Libânio (2001) afirma que o capitalista produz visando à valorização do dinheiro. Na produção, o dinheiro se transforma em mais dinheiro, independentemente da quantidade que se produz. Dessa maneira, os empresários aumentarão sua produtividade, se os lucros aumentarem. As empresas funcionam com o objetivo de acumular e não estão voltadas para atender as necessidades dos indivíduos. Portanto, a produção é um meio de acumulação de capital, e a quantidade de bens a serem produzidos e ofertados são determinados pela lucratividade do empresário.

Ao focalizar a característica (b), o caráter das decisões, a teoria apresentada por Keynes (1936), contempla uma “economia monetária” na qual o dinheiro desempenha papel próprio e afeta motivos e decisões. Logo, “acumular dinheiro é o objetivo ‘real’ das firmas que operam em uma economia monetária” (Carvalho, 1989, p. 183). A firma lida todo o tempo com somas de dinheiro e não tem qualquer objetivo no mundo, exceto terminar com mais dinheiro do que começou. A posse da riqueza sob a forma monetária é o que determina o comando sobre os recursos, derivando o caráter crucial das decisões de gasto (investimentos) dos empresários sobre o emprego e a renda, bem como o caráter subordinado das decisões de gasto (consumo) dos trabalhadores.

Em relação à característica (c), a suscetibilidade às flutuações, tem-se que as decisões sobre o futuro ocorrem sem o pleno conhecimento acerca das ações dos concorrentes, e mesmo sobre os rendimentos a serem obtidos, com flutuações de demanda e de preços. Assim, especialmente as decisões sobre investimentos produtivos ocorrem em um ambiente de incerteza.

Posto isso, uma economia monetária, com decisões descentralizadas e competitivas em que o objetivo não é a produção para consumo, mas a valorização da riqueza, caracteriza-se pelas contínuas flutuações em suas variáveis relevantes. Sob esse ponto de vista, o Quadro 1, detalha e contrapõe a visão clássica à visão keynesiana no tratamento de algumas dessas variáveis.

Como a realização da riqueza privada em uma economia monetária promove repentinas flutuações, Keynes (1936, p. 121) assinala a inexistência de qualquer mecanismo automático de ajuste. Daí a sua advertência em oferecer uma teoria das causas pelas quais a produção e o emprego são tão sujeitos às flutuações.

No que concerne à característica (d), a importância do tempo e da incerteza, a comparação entre as opções de valorização remete à formulação de expectativas acerca das consequências futuras de decisões tomadas no presente. Na medida em que os agentes não sabem o que o futuro lhes reserva, são obrigados a agir e necessitam ser guiados ou orientados por alguma hipótese ou comportamento médio do mercado. Por isso, tende-se a substituir o conhecimento, que é inatingível, por determinadas convenções. Contrária a toda verossimilhança, a principal convenção é a suposição de que o futuro se parecerá com o passado (Keynes, 1936, p. 124).

Dessa forma, o que importa para os agentes são as decisões que minimizem a incerteza, dada a imprevisibilidade do futuro. Por conseguinte, pode ocorrer a adesão a um “juízo convencional” (Keynes, 1936, p. 114). Vale a ressalva de que as convenções também estão sujeitas às alterações súbitas, avaliações e expectativas, o que fatalmente tende a construir ou remodelar uma nova base convencional (Garlipp, 2008).

No que tange à característica (e), as propriedades do dinheiro, Keynes considera que a moeda é um ativo que se diferencia dos demais, em vista de suas propriedades essenciais: por um lado, a elasticidade de produção é zero, já que a moeda não é produzida pela quantidade de trabalho que o setor privado incorpora no processo produtivo; por outro, a elasticidade-substituição da moeda é nula, o que significa que nenhum outro ativo não líquido exerce as funções de unidade de conta, meio de troca e reserva de valor, as quais são desempenhadas pela moeda (Ferrari Filho e Conceição, 2001). A presença da incerteza quanto ao futuro é o que confere significado e sentido à retenção de dinheiro, *et pour cause*, à existência de contratos

futuros ou a termo. Enquanto houver confiança, os possuidores de riqueza reterão dinheiro em seus *portfólios* por períodos indefinidos, mas, se as expectativas com relação ao seu valor futuro se tornam elásticas, o dinheiro perde seu atributo de liquidez e se converte em mero meio de pagamento.

Quadro 1: Abordagem clássica e keynesiana sobre nível de emprego, produto, taxa de juros, poupança, investimento, lucro e renda global.

Chart 1: Classical and Keynesian approaches of employment, product, interest rate, savings, investment, profit and total income.

<b>Economia clássica</b>	<b>Economia keynesiana</b>
A teoria clássica supõe o pleno emprego do trabalho e demais fatores de produção. Quando há desemprego, este é compatível com o desemprego voluntário e friccional. Caso a perturbação persista, tal fato se deve à interferência dos governos ou monopólios privados no livre jogo das forças de mercado.	Existe desemprego involuntário na economia capitalista. A teoria keynesiana se ocupa com o nível geral de emprego, o qual determina o volume de investimento. O nível de emprego está determinado no mercado de bens, e a economia, com suas peculiaridades monetárias, explica o desemprego.
Quanto maior a produção, maior o número de empregos, já que o pleno emprego ocorre com a suposição de que a oferta cria sua própria procura (Lei de Say).	Os empresários são geradores da renda e do emprego e a quantidade produzida está de acordo com a lucratividade empresarial.
A taxa de juros tende a igualar poupança e investimento. A taxa de juros é o prêmio pela abstinência ao consumo. É determinada pelo equilíbrio entre a oferta e demanda por capital. O investimento necessita da poupança prévia. A poupança é a quantidade de moeda que vai para o investimento.	A taxa de juros é o prêmio pela abstinência à liquidez. É determinada pela preferência da liquidez e pela quantidade de moeda em poder das autoridades monetárias.
A economia move-se da renda prévia ao gasto.	A economia manifesta-se do gasto para a renda.
As curvas de oferta e de demanda são dependentes.	As curvas de oferta e de demanda são interdependentes.
Os lucros determinam os investimentos.	Os investimentos determinam os lucros.

Fonte: Elaboração das articulistas, com base em Keynes (1936).

Portanto, os clássicos estão extremamente equivocados em defender que o futuro é predito, que os salários são reais, que a economia é de trocas reais, na medida em que a dimensão monetária separa-se da dimensão real, pois o dinheiro, na realidade, não é unifuncional (meio de troca) nem tampouco passivo e neutro (Keynes, 1978 [1933]).

### 3 O papel do Estado na política econômica

Keynes (1978 [1933]) não trata da eficiência do investimento, mas da eficiência do capital. A eficiência marginal do capital está relacionada à expectativa de rendimento futuro dos

bens de investimento, e consiste na medida da rentabilidade esperada dos ativos instrumentais como riqueza. Disso, assinala-se a capacidade que tem de reproduzir-se a si mesmo e de gerar um excedente. Anota-se que a lógica da valorização do capital pode ser realizada tanto na esfera produtiva quanto na esfera financeira, no entanto, é na esfera produtiva que ocorre a geração de renda, produção e emprego. Quando as aplicações financeiras são maiores que os investimentos, diz-se que não há geração de riqueza nova, apenas de riqueza velha.

Tomando-se por base a existência de incerteza e a instabilidade das expectativas, Keynes (1936) desdobra a crise do mercado de capitais em dois momentos: primeiro, os motivos da instabilidade da eficiência marginal do capital, caso em que as variações da eficiência marginal do capital independem da taxa de juros; e, segundo, a relação entre a eficiência marginal do capital e a taxa de juros como esclarecedora do cálculo capitalista perante as perturbações em um ambiente de incerteza. Segundo Amado (2000), o que pode abalar as expectativas e o estado de confiança é o próprio mercado de capitais, visto que a análise deste é o resultado da dissociação da propriedade efetiva do capital e da gestão da máquina produtiva. Dessa forma, a crise é o momento de plena expressão da acumulação de riqueza velha em detrimento da acumulação de riqueza nova. A decisão no mercado financeiro fundamenta-se nas expectativas de curto prazo, e não nas de longo prazo, em uma circunstância em que o especulador tenta prever o que a opinião média julga ser a opinião média dos agentes de mercado.

O mercado de capitais permite que o capital tenha maior liquidez e maior mobilidade. Porém, esses mercados podem tornar-se tão atrativos a ponto de inibirem novos investimentos. A crise se origina no colapso da eficiência marginal do capital, que, buscando valorização, é barrado pelas altas taxas de juros. No momento em que se apresentam as decisões acerca de investimentos, atua um conjunto de expectativas otimistas. Contudo, se os rendimentos esperados não ocorrem, tem-se uma reação imediata e desproporcional, fato que provoca uma redução das expectativas em um momento extremamente pessimista. Com o colapso, há uma corrida pela liquidez, geradora do aumento da taxa de juros, que só ocorre depois do colapso da eficiência marginal do capital. A crise do capital é explicada pela incapacidade de se realizarem investimentos prováveis: projetou-se uma renda provável, que não foi realizada. Assim, o cálculo expectacional, a expectativa das decisões e a incoerência destas resultam no colapso.

Além disso, Keynes (1978) enfatiza que o colapso das expectativas não é compensado apenas pela política monetária, pois deve ocorrer a digestão da capacidade excedente que leve à retomada dos investimentos. Isso possibilita afirmar que, no cerne da proposição keynesiana, está a ideia de que o Estado deve regular as expectativas em parceria com a iniciativa privada para a tomada de decisão dos investimentos, evitando mudanças abruptas nestes.

A análise de Keynes (1978) mostra que, embora o sistema econômico seja inerentemente instável, ele não é caótico e apresenta algumas regularidades. O sistema pode manter-se em ordem, ainda que seja longe do equilíbrio. Para isso, é necessário minimizar a instabilidade e tentar aumentar a estabilidade. Nesse sentido, Libânio (2001, p. 11) aponta que:

As propostas econômicas em Keynes são sempre apontadas pela regulação pública da economia, mas esta regulação não é totalmente centralizada, são indicações de suporte, coordenação e ordenação do Estado para uma economia com menos flutuações.

Assim, é possível dizer que Keynes (1978) visualiza o Estado como o sinalizador das expectativas, evitando que as crises se acentuem, numa perspectiva de que o Estado deve ser corretivo e preventivo. A preocupação maior de Keynes (1978) deriva de seu ceticismo em relação à capacidade de autorregulação do mercado, e, neste sentido, refere-se à necessidade de o Estado assumir maior responsabilidade na organização dos investimentos, por meio de uma política de regulação que vise minimizar sua instabilidade. Nestes termos, o Estado deve atuar sobre as expectativas com o objetivo precípuo de evitar súbitas flutuações da eficiência marginal do capital, favorecendo e estimulando os investimentos.

Para Keynes (1978, p. 378), cabe ao Estado exercer uma influência orientadora sobre a propensão a consumir, em parte mediante o sistema de tributação, em parte por meio da fixação da taxa de juros. Por seu turno, parece improvável que a influência da política bancária sobre a taxa de juros seja suficiente por si mesma para determinar a inversão ótima. Ao advogar a socialização das inversões, Keynes não desconsidera a necessidade de ações que permitam ao Estado cooperar com a iniciativa privada, visto que, se este for capaz de determinar o montante agregado dos recursos destinados a aumentar os meios de produção e a taxa básica de remuneração aos seus detentores, terá realizado o que lhe compete. A partir disso, as medidas

necessárias de socialização poderão ser introduzidas gradualmente, sem afetar as tradições gerais da sociedade (Keynes, 1978, p. 217).

Ademais, é comum presenciar o conflito de interesses, individual e coletivo, como um produto do funcionamento dos mecanismos dos chamados mercados livres, incapazes de equacionarem a sua incapacidade para proporcionar o pleno emprego e a sua arbitrária e desigual distribuição da riqueza e das rendas (Keynes, 1978, p. 372). Mais especificamente, conforme aponta o economista britânico, a contradição entre racionalidade individual e social é resolvida por meio da ação do Estado na economia. Além disso, continua ele, o enfrentamento da incerteza e da ignorância requer medidas de sustentação da demanda efetiva e balizamento das expectativas dos agentes bem como o controle deliberado da moeda e do crédito.

Convém ressaltar que a postura ativista de Keynes (1978) não pode ser inteiramente justificada apenas pela detecção de problemas sistêmicos na economia. A proposição de que o livre mercado gera resultados insatisfatórios não implica, necessariamente, que a intervenção estatal seja desejável. O ativismo da concepção do economista britânico decorre também de sua postulação de que é possível formar uma burocracia pública eficiente e bem preparada para a gestão da política econômica, assim como de sua convicção de que o intervencionismo não representa, em si mesmo, uma ameaça à liberdade individual. Ademais, reconhece-se que o Estado dispõe de instrumentos importantes para influenciar a economia. Por sua capacidade de mobilizar recursos, de criar moeda, de correr riscos e, principalmente, por possuir capacidade institucional de moldar os horizontes de expectativas dos agentes privados e de afetar o grau de incerteza no ambiente em que tais expectativas são formadas, o Estado se diferencia de qualquer agente privado e pode direcionar a trajetória do sistema.

Assim, admitida a possibilidade e a conveniência da intervenção governamental, cabe discutir os instrumentos e os canais de atuação das políticas fiscal e monetária, uma vez que influenciam diretamente as variáveis relevantes na determinação da renda e do emprego. A política fiscal representa um instrumento importante, ao elevar o gasto agregado e afetar o multiplicador do produto agregado. Nesse caso, o orçamento público deve ser deficitário, quando a economia está em retração, e superavitário, em períodos de expansão, funcionando, por conseguinte, como um estabilizador automático de demanda (Ferrari Filho e Conceição, 2001).

Por sua vez, a política monetária influencia a taxa de juros por meio da variação da oferta de liquidez, com impactos sobre os níveis de investimento<sup>2</sup>.

Keynes (1936) defende que a política monetária deve ter papel acomodativo. Tal afirmação indica que a oferta de moeda deveria acompanhar oscilações em sua demanda, causadas por variações do produto nominal e no grau de preferência pela liquidez, buscando manter certa estabilidade nos termos de crédito e evitar impactos negativos sobre a atratividade dos bens de investimento. Neste sentido, claramente, o economista procura demonstrar o limite da política monetária em termos da regulação do sistema, na medida em que o manejo da taxa de juros se revela insuficiente para contra-arrestar a volatilidade das decisões de investimento. Isso não significa, no entanto, negligenciar a importância de uma taxa de juros compatível com a eficiência marginal do capital. Uma taxa de juros elevada pode inibir o processo produtivo, posto que afeta a funcionalidade do sistema de crédito como provedor de liquidez à economia. A taxa de juros, que define o estado do crédito, deve ser reduzida em relação à eficiência marginal de capital, como meio de favorecer a decisão pelos investimentos.

Portanto, a necessidade da ação do Estado defendida por Keynes (1936) deriva da identificação que ele faz acerca da natureza intrinsecamente instável da economia capitalista, cujo modo de operação é marcado pela contradição entre racionalidade individual e social, antes que pela harmonia social advogada pelos adeptos do *laissez-faire*. A ação do Estado, um justificado meio de a sociedade exercer o controle consciente sobre a economia, é a resposta de keynesiana à incapacidade de autorregulação da economia capitalista, posto que a operação da “mão invisível” não produz a harmonia apregoada entre o enriquecimento privado e a criação de riqueza nova para a sociedade (Braga, 1985).

#### **4 O papel do estado brasileiro no contexto da crise financeira recente**

Perante o tratamento keynesiano do papel do Estado como agente capaz de estabelecer, por meio de seus instrumentos de política econômica, o controle da economia capitalista frente à incapacidade do mercado de se autorregular, podem ser levantadas duas questões cruciais a serem respondidas neste artigo: (a) qual a reação do governo brasileiro perante o contexto recessivo e de instabilidade instaurado com o acirramento da crise financeira internacional vivenciada no

período recente? (b) Existe uma fundamentação keynesiana na implementação das políticas econômicas pensadas pelo governo brasileiro no contexto da crise financeira internacional? Em outras palavras, apesar das críticas realizadas pela corrente ortodoxa da teoria econômica, em tempos de crise, existe uma orientação do Estado para a adoção de medidas de inspiração keynesiana?

De uma forma geral, é evidente que, em um mundo globalizado, toda crise econômica tem o poder de propagar consequências negativas e, muitas vezes, em cadeia, ao redor do espaço. Conforme Malan (2008) e Lanzana e Lopes (2009), a crise financeira internacional, irrompida no segundo semestre de 2008, ou, mais intensamente, além fronteira, desde setembro de 2008 a partir do mercado *subprime* dos Estados Unidos, consiste na crise mais grave experimentada pela economia mundial nos últimos setenta e cinco anos. Essa constatação permite asseverar que nenhum país deixará de sofrer as consequências dessa crise, embora estas ocorram de formas distintas.

Nesse contexto, analisando as repercussões da crise financeira internacional no Brasil, pode-se verificar que grande parte das autoridades monetárias domésticas confiou em uma menor fragilidade da nossa economia frente à instabilidade econômica provocada pelos efeitos perversos da crise financeira internacional. Isso se explica pelo fato de que o governo brasileiro, após crise de 2002, já vinha se pautando pela adoção de medidas mais rígidas de política econômica, as quais, em harmonia, propiciaram a construção de um cenário econômico relativamente mais favorável no enfrentamento da crise. Basicamente, o país contou com a configuração de um cenário caracterizado por um contexto de relativa estabilidade macroeconômica, com inflação controlada, superávit fiscal, elevado volume de reservas internacionais, saldo comercial favorável, e menor dependência do financiamento externo (Malan, 2008).

Na visão de Keynes (1936), o Estado, em um contexto de crise, no qual se verifica a instabilidade das expectativas e a incerteza dos agentes quanto ao futuro, deve propiciar condições para que haja uma retomada do estado de confiança, por meio da utilização dos instrumentos de política econômica, tanto no que diz respeito à política monetária, cujo caráter seria mais acomodativo, como, principalmente, pela utilização da política fiscal, caracterizada

pela redução de impostos e/ou expansão dos gastos públicos, e pela atuação do Estado na coordenação, ordenação e regulação do sistema econômico.

Com o recrudescimento da crise financeira internacional e a ampliação do risco de recessão em escala mundial, verifica-se que os governos das economias desenvolvidas engajaram-se em um agressivo movimento de defesa da solidez dos respectivos sistemas financeiros, dada a incapacidade dos mercados de se autorregular. Nessa estratégia de defesa, os bancos centrais dos Estados Unidos e da Europa injetaram grandes volumes de liquidez no sistema bancário, negociaram operações de socorro a algumas instituições problemáticas e promoveram reduções nas taxas básicas de juros, na tentativa de restaurar a liquidez nos diversos mercados. Portanto, de certa forma, observa-se que os governos dos principais países desenvolvidos reagiram e atuaram em conjunto com medidas de apoio aos sistemas financeiros para atenuar a desconfiança dos agentes econômicos. Cabe destacar que, apesar da ação dos governos dos países desenvolvidos, permaneceu o clima de desconfiança dos investidores quanto à solução da crise financeira, fato que motivou a migração para aplicações em títulos do tesouro norte-americano em detrimento de outros ativos, acarretando queda dos preços dos ativos, elevação do risco dos títulos dos mercados emergentes e depreciação das taxas de câmbio desses países. As alterações nas condições do crédito repercutiram sobre os indicadores de atividade econômica, com queda da produção e aumento do desemprego, refletindo uma postura bastante cautelosa de consumidores e empresários na tomada de decisões de consumo e investimento.

Nas condições da crise financeira internacional, o crédito externo recua não porque o risco de emprestar aumenta, mas porque os intermediários estrangeiros precisam recapitalizar seus balanços no exterior. O sistema de preços perde seu efeito sinalizador, e prevalecem comportamentos de mercado racionado. Justifica-se, nestas condições, a intervenção do governo para evitar uma ruptura dos padrões de produção e comércio.

Segundo Lopes (2008), de forma antecipada a diversos países, inclusive em relação ao próprio governo americano, o governo brasileiro já tinha encomendado um pacote de medidas de política econômica de caráter expansionista, mesmo antes da crise se manifestar na sua forma mais contundente sobre o contexto econômico brasileiro. Demonstrando isso, o Quadro 2

apresenta as principais medidas de política econômica implementadas pelo governo brasileiro para enfrentar um possível cenário recessivo delineado pela crise financeira internacional.

Quadro 2: Principais medidas de política econômica adotadas no Brasil em decorrência da crise financeira internacional.

Chart 2: Main economic policy measures adopted in Brazil due to international financial crisis.

<b>Política</b>	<b>Medidas</b>
<b>Monetária/ Creditícia</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Reversão da tendência de alta e posterior redução (gradativa) da taxa de juros básica da economia (SELIC);</li><li>• Liberação dos compulsórios;</li><li>• Autorização de operações de redesconto em moeda nacional e operações de empréstimo em moeda estrangeira com garantia de carteiras de crédito;</li><li>• Transferência de carteiras de instituições pequenas e médias;</li><li>• Antecipação ao Fundo Garantidor de Crédito (FGC);</li><li>• Resgate de títulos públicos.</li></ul>
<b>Fiscal</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Redução de alíquotas de IPI sobre a venda de veículos e caminhões, materiais relacionados à construção civil, e suspensão de IPI de materiais e equipamentos para estaleiros navais;</li><li>• Redução e/ou isenção da alíquota de IPI sobre bens de consumo duráveis (linha branca);</li><li>• Redução da alíquota de IOF sobre operações de crédito com pessoas físicas;</li><li>• Criação de alíquotas adicionais intermediárias para o IR;</li><li>• Pacote habitacional, com financiamento público;</li><li>• Aumento do salário mínimo;</li><li>• Reajuste dos benefícios previdenciários;</li><li>• Ampliação de gastos com os programas sociais (Bolsa-Família etc.),</li><li>• Reforço dos gastos com o PAC;</li><li>• Aumento de recursos para o BNDES e crédito rural.</li></ul>
<b>Cambial</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Venda de <i>swaps</i> cambiais;</li><li>• Venda de dólares no mercado à vista de câmbio.</li></ul>
<b>Comercial</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Alterações nas alíquotas de impostos (IPI, PIS/PASEP, Confins) na importação de produtos específicos;</li><li>• Criação de linhas de operações de crédito em moeda estrangeira para financiamento do comércio exterior.</li></ul>

Fonte: Banco Central do Brasil (2009a, 2009b, 2009c, 2009d).

Em termos das medidas de política econômica implementadas na economia brasileira, observa-se uma disposição das autoridades monetárias em utilizar o conjunto de instrumentos que possui para assegurar o funcionamento do sistema financeiro brasileiro e amenizar os impactos negativos da crise internacional sobre o ambiente macroeconômico, principalmente no que diz respeito à contração de crédito, que influencia o nível da atividade econômica, e em relação às pressões cambiais, que podem gerar impactos inflacionários na economia.

De forma geral, verificam-se indícios de uma política econômica (seja monetária, fiscal, cambial ou comercial) de caráter mais expansionista. Mesmo assim, é possível verificar uma

tendência de o governo brasileiro pautar-se, inicialmente, em políticas de liquidez com base na utilização dos instrumentos de controle de crédito, com uma resposta mais atrasada e lenta no que diz respeito à alteração da taxa de juros básica da economia, em função dos temores inflacionários das autoridades monetárias.

Nesse sentido, o Banco Central adotou diversas medidas no âmbito do mercado monetário para minimizar os efeitos da contração do crédito externo sobre a economia, reduzindo a exigibilidade incidente sobre depósitos compulsórios dos bancos, criando linhas de operações de crédito em moeda estrangeira para financiamento do comércio exterior, e, só posteriormente, reduzindo a taxa de juros básica da economia, numa tendência comum com as atitudes tomadas por diversas outras economias. Cabe destacar que o rápido estancamento de uma crise de liquidez foi possível graças às reservas internacionais elevadas, à atuação dos bancos públicos, aos depósitos compulsórios altos e aos juros elevados, fatores que formaram um capital que pôde ser utilizado, de forma criteriosa e temporária, para contrapor-se aos efeitos negativos da súbita parada dos fluxos de capital externo sobre a atividade econômica. Segundo Carneiro e Bolle (2008), as medidas de política monetária e creditícia tiveram como objetivo: (a) evitar a propagação da desaceleração do crédito; (b) expandir os ativos dos bancos públicos, que, normalmente, aumentam sua captação de depósitos, de modo a compensar a redução dos ativos dos bancos privados, tanto pela perda de depósitos e de *funding* externo, quanto pela menor disposição para o risco, além de compensar os efeitos da desalavancagem das instituições financeiras não bancárias. A crítica ortodoxa, a esse respeito, é a de que a utilização dos bancos públicos no fornecimento de crédito mascara uma política fiscal expansionista e pouco transparente, travestida de política monetária compensatória, que pode resultar na deterioração do balanço do Estado e dos critérios de alocação de crédito.

Com relação à política cambial, as autoridades monetárias optaram por manter o sistema de câmbio flexível, com a utilização das reservas apenas para reduzir a volatilidade cambial, mas deixando claro que não se trata de uma defesa com relação a algum nível de câmbio suposto como o de equilíbrio da economia. A utilização de reservas é o instrumento mais usual nessas situações, entretanto, a intervenção do Banco Central por meio de derivativos cambiais vem ganhando relevância nos últimos anos. Neste sentido, desde a intensificação da crise, em setembro de 2008, o Banco Central colocou quase US\$ 33 bilhões em *swaps* cambiais. Segundo

Neto e Wajnberg (2008), tal política sinaliza uma recusa da tentativa de estabelecer um teto ou banda de flutuação da moeda e uma percepção de que a depreciação do Real ajudará a reduzir o déficit na conta corrente, principalmente se a contração de crédito e os ajustes dos estoques da economia reduzirem os efeitos sobre a inflação.

A política fiscal no contexto da crise pautou-se pela redução e/ou isenção das alíquotas de alguns impostos, como o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), sobre determinados segmentos da economia (especialmente automóveis e bens de consumo duráveis), a fim de estimular o consumo e, conseqüentemente, reaquecer a atividade econômica. Além disso, o reajuste mais expressivo do salário mínimo e dos benefícios previdenciários estimula a demanda das famílias. Semelhantemente se verifica uma atuação dos bancos públicos e o anúncio de programas de gastos, como o novo pacote habitacional divulgado pelo governo, além do reforço dos gastos em infraestrutura previstos no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), como forma de incentivar a construção civil e seus efeitos multiplicadores sobre a atividade econômica. Assim, cabe destacar uma perspectiva keynesiana de que, dado o contexto de expectativas negativas por parte de empresas e famílias, não basta reduzir a taxa de juros básica da economia, mas são necessárias ações que melhorem o estado de confiança de investidores e consumidores para reorientar as expectativas dos agentes. Uma postura keynesiana indica que o governo deve assumir um papel ativo, principalmente em termos de sustentação da demanda agregada por meio dos gastos públicos, defendendo que se deve investir mais, ampliando os gastos, porém, sem desconsiderar uma preocupação clara com a melhoria na qualidade do gasto público.

A corrente ortodoxa critica a utilização da política fiscal expansionista em termos dos seus efeitos negativos para o controle inflacionário e crescimento de longo prazo. Além disso, existe a desconfiança baseada no histórico brasileiro do excesso de gastos no período de necessidade não ser acompanhado por sua redução nos períodos de bonança (Parnes e Goldfajn, 2008). Os autores dessa corrente enfatizam que a redução do superávit primário como instrumento contracíclico de política econômica seria recomendável apenas num cenário extremo de depressão mundial, caracterizado por aumento da aversão ao risco e piora das expectativas de renda, com queda significativa dos componentes da demanda agregada, contração da oferta de crédito doméstico e dificuldade de financiamento para empresas e consumidores. Nestes termos,

uma política fiscal mais frouxa deveria ser utilizada onde o ajuste via política monetária não fosse suficiente.

Outro importante debate que emerge em períodos de crise diz respeito à consolidação das instituições e à adequação dos atuais sistemas de regulação e supervisão financeira vigentes nas diversas economias. Nesse sentido, verifica-se o retorno de discussões sobre a necessidade de adaptar a regulamentação do sistema financeiro para evitar que os excessos se repitam e voltem a provocar crises da magnitude atual.

Conforme Resende (2008), um sistema financeiro eficiente é fundamental para o bom funcionamento da economia. A desorganização desse sistema ameaça lançar toda a economia mundial numa recessão de grandes proporções. Para evitá-la, os governos e os bancos centrais viram-se na obrigação concretizar uma ação coordenada, com medidas extraordinárias, até pouco tempo inconcebíveis. Portanto, torna-se fundamental dedicar atenção ao desenho do sistema financeiro que se deseja para sair da crise e viabilizar a retomada da economia. Nesse contexto, faz necessário o estabelecimento de uma política que seja preventiva com relação ao agravamento da crise, ao mesmo tempo em que se deve pensar o arcabouço desejável para o sistema financeiro no pós-crise. Em outras palavras, deve-se pautar por uma regulamentação simples e transparente para garantir a competitividade e reduzir os riscos, e que não possa se transformar em barreira à entrada aos agentes no sistema financeiro.

## **5 Considerações finais**

Este trabalho procurou discutir as várias questões ligadas à teoria monetária de produção na abordagem de Keynes, contrapondo-as, sempre que relevantes, ao enfoque alternativo (*mainstream*). Para esse fim, em um primeiro momento, procurou-se detalhá-las mediante a explicitação das principais características distintivas de uma economia capitalista moderna, monetária e empresarial, a saber: (a) o objetivo dos agentes; (b) o caráter das decisões; (c) a suscetibilidade às flutuações; (d) a importância do tempo e da incerteza; e (e) as propriedades do dinheiro.

Em um segundo momento, sob a visão de Keynes, argumentou-se que a presença do Estado na economia capitalista é imprescindível, pois a participação do setor público na economia deriva da própria incapacidade de autorregulação da economia capitalista. Embora as propostas econômicas elaboradas pelo economista britânico sejam sempre apontadas pela regulação pública da economia, esta não é totalmente centralizada. Tais propostas são indicações de suporte, coordenação e ordenação do Estado para uma economia com menos flutuações, portanto, numa perspectiva de um Estado que seja corretivo e preventivo.

No contexto da crise financeira internacional vivenciada recentemente, abre-se espaço para a discussão sobre a adoção de medidas de cunho keynesiano no debelamento da crise, tais como a criação de um sistema de coordenação de políticas econômicas, a utilização de política fiscal expansionista, a implementação de controles de capitais, e sistemas de regulação e de supervisão mais eficientes, dentre outras. Obviamente, não se espera o fim das políticas ortodoxas que vêm sendo implementadas em diversas economias desde a década de 1990. No entanto, em condições de instabilidade, há que se considerar um papel mais ativo do Estado no enfrentamento da crise e na reversão da desconfiança dos agentes econômicos. As medidas de política econômica adotadas pelas autoridades monetárias sugerem o posicionamento efetivo dos Estados na busca pela estabilidade do mercado, na medida em que os governos montam pacotes de resgate e injetam liquidez no sistema, além de promover uma estatização temporária de instituições, o reforço de regras de controles e a adoção de normas prudenciais mais rígidas. Sob esse enfoque, o papel do Estado na recuperação da situação de confiança dos agentes econômicos, em momentos de crise, se faz absolutamente necessário, a fim de balizar expectativas e permitir a retomada da atividade econômica. A maior ou menor intervenção do Estado na economia (e o retorno com maior ou menor força das proposições keynesianas) dependerá dos efeitos da crise serem duradouros ou mais superficiais.

O alastramento da crise do crédito em 2008 deixa claro que a política monetária sozinha não é suficiente para estimular a economia e reorientar as expectativas dos agentes econômicos. A prova disso é que a manutenção das taxas de juros perto de zero nos EUA e Japão não conseguiu estimular o nível de atividade econômica naqueles países. Assim, observa-se um papel efetivo para as políticas fiscais mais expansionistas para se enfrentar as perspectivas de um período recessivo nas diversas economias. É indispensável se ter em mente que a solução da crise

não se pauta pela defesa de uma atuação do Estado de maneira desregrada, em que se deva aumentar desmesuradamente a despesa pública financiada com dívida para sairmos da crise, ou o fim da liberalização dos mercados financeiros. Nesse sentido, torna-se necessário pensar todo um programa estratégico de intervenção, bem desenhado, com mecanismos eficazes, que seja capaz de transformar a crise em oportunidade.

Em suma, não se pode pensar na atuação mais direta do Estado na economia como algo estritamente maléfico ao pleno funcionamento dos mercados, mas como algo complementar ao bom funcionamento destes. De fato, nenhum governo aplica na administração econômica o receituário neoclássico ou keynesiano no seu estado puro. O pragmatismo deve prevalecer, com uma combinação mais adequada possível das proposições de uma ou outra escola, considerando as necessidades e conveniências do momento.

### Referências

- AMADO, A.M. 2000. Limites monetários ao crescimento: Keynes e a não-neutralidade da moeda. *Revista Ensaios FEE*, 21(1):44-81.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2009a. *Boletim do Banco Central do Brasil*. Vol. 44, no. 09, Setembro, Brasília. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>, acesso em: 20/06/2009.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2009b. *Boletim do Banco Central do Brasil*. Vol. 44, no. 10, Outubro, Brasília. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>, acesso em: 20/06/2009.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2009c. *Boletim do Banco Central do Brasil*. Vol. 44, no. 11, Novembro, Brasília. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>, acesso em: 20/06/2009.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2009d. *Boletim do Banco Central do Brasil*. Vol. 44, no. 12, Dezembro, Brasília. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>, acesso em: 20/06/2009.
- BRAGA, J. C. S. 1985. *Temporalidade e riqueza – instabilidade estrutural e ‘financeirização’ do capitalismo*. Campinas, SP. Tese de Doutorado. Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.
- CARNEIRO, D.D.; BOLLE. M.B. 2008. Metas inflacionárias e crise externa: O que fazer? Um resumo. In: E. BACHA; I. GOLDFAJN (orgs.), *Como Reagir à Crise? Políticas Econômicas para o Brasil*. Rio de Janeiro, IEPE CdG, p. 17-21.

Alves, Thaís G.; Veríssimo, Michele P.

Política monetária, crise financeira e estado: uma abordagem keynesiana

---

CARVALHO, F. C. 1989. Fundamentos da escola pós-keynesiana: a teoria de uma economia monetária. In: E.J. AMADEO (org.), *Ensaio sobre economia política moderna: teoria e história do pensamento econômico*. São Paulo, Marco Zero, p. 40-81.

CARVALHO, F.C. 1994. Temas de política monetária keynesiana. *Ensaio FEE*, **15**(1):1-29.

DAVIDSON, P. 2006 [1984]. Money and the real world. In: L.F. PAULA, Bancos e crédito: a abordagem pós-keynesiana de preferência pela liquidez. *Revista de Economia da Universidade Federal do Paraná*, **32**(2):1-13. Disponível em: <http://ojs.c3sl.ufpr.br/ojs2/index.php/economia/article/view/7729/5502>, acesso em: 18/04/2009.

FERRARI FILHO, F.; CONCEIÇÃO, O.A.C. 2001. A noção de incerteza nos pós-keynesianos e institucionalistas: uma conciliação possível? In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, XXIX, Salvador, 2001. *Anais...* Salvador, p. 1-17. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/encontro2001/artigos/200101324.pdf>, acesso em: 18/06/2010.

GARLIPP, J.R.D. 2008. *Keynes e a economia monetária*. Anais do I Encontro Internacional Da Associação Keynesiana Brasileira, I, Campinas, 2008. Campinas, p. 1-20.

KEYNES, J.M. 1978 [1933]. The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy. In: D. MOGGRIDGE (ed.), *Collected Writings of John Maynard Keynes*. Londres, Macmillan Press, vol. XXIX, 500 p.

KEYNES, J.M. 1936. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo, Ed. Nova Cultural, 250 p.

LIBÂNIO, G.A. 2001. Credibilidade e política monetária: uma crítica baseada em Keynes. *Leituras de Economia Política*, **9**:1-17.

LANZANA, A.; LOPES, L.M. 2009. Estabilização, crescimento e impactos da crise sobre o País em 2009. *Boletim Fipe*, **343**:102-106.

LOPES, F. 2008. A dimensão da crise. In: E. BACHA; I. GOLDFAJN (orgs.), *Como Reagir à Crise? Políticas Econômicas para o Brasil*. Rio de Janeiro, IEPE CdG, p. 13-16.

MALAN, P. 2008. Aonde queremos chegar. In: BACHA, E. & GOLDFAJN, I. (orgs.), *Como Reagir à Crise? Políticas Econômicas para o Brasil*. Rio de Janeiro, IEPE CdG, p. 7-12.

NETO, A.P.B.; WAJNBERG, T. 2008. Políticas cambiais em períodos de crise. In: E. BACHA; I. GOLDFAJN (orgs.), *Como Reagir à Crise? Políticas Econômicas para o Brasil*. Rio de Janeiro, IEPE CdG, p. 68-79.

PARNES, B.; GOLDFAJN, I. 2008. Como reagir à crise: política fiscal. In: E. BACHA; I. GOLDFAJN (orgs.), *Como Reagir à Crise? Políticas Econômicas para o Brasil*. Rio de Janeiro, IEPE CdG, p. 33-37.

RESENDE, A.L. 2008. A crise e o desenho do sistema financeiro. In: E. BACHA; I. GOLDFAJN (orgs.), *Como Reagir à Crise? Políticas Econômicas para o Brasil*. Rio de Janeiro, IEPE CdG, p. 74-80.

---

<sup>1</sup> Para Davidson (2006 [1984]), existem três axiomas da teoria neoclássica que foram descartados por Keynes: (a) axioma da substitutibilidade bruta, a qual afirma que todos os bens e serviços são, em alguma medida, substitutos entre si; (b) axioma dos reais, segundo o qual os objetivos dos agentes “racionais” não incluem variáveis nominais; e, (c) axioma da ergodicidade, o qual assume certa estacionaridade nos processos econômicos e, logo, nas condições sob as quais os agentes tomam decisões. O modelo proposto por Keynes, de fato, considera a não-neutralidade da moeda, a não-ergodicidade do sistema econômico e a existência de contratos futuros denominados em moeda.

<sup>2</sup> De acordo com Carvalho (1994, p. 47), concebe-se a política monetária como a manipulação do estoque de moeda com o fim de modificar a taxa de juros sobre os ativos líquidos, para, através de efeitos sobre o *portfólio* dos agentes privados, induzirem movimentos de substituição das formas de riqueza, aumentando ou diminuindo a demanda por ativos reprodutíveis e, assim, elevando ou reduzindo a renda gerada na produção de novos itens.