

NOTAS SOBRE O CICLO E A POLÍTICA ECONÔMICA NO PENSAMENTO PÓS-KEYNESIANO

Marcelo Dias Carcanholo ¹

1. CICLO ECONÔMICO

A tradição keynesiana do pós-guerra se caracterizou por uma crença total no papel ativo que a política econômica tinha em contrarrestar os efeitos do ciclo econômico. Apesar da notória diferença entre Keynes e keynesianos, não é forçado afirmar que o primeiro também acreditava no poder reformador da política econômica, dadas as conseqüências de sua formulação teórica.

Para que se acredite no papel da política econômica, atuando sobre os efeitos cíclicos, é preciso ter uma noção do que é ciclo econômico. Keynes sabia disso e procurou, no capítulo 22 de sua *Teoria Geral*, uma noção de ciclo que lhe permitisse construir uma base para seu receituário de política econômica.

1.1- Ciclo em Keynes

Keynes iniciou o capítulo 22 da *Teoria Geral*, intitulado *Notas sobre o ciclo econômico*, afirmando que se sua teoria tinha sido capaz de explicar a determinação do volume de emprego e atividade em qualquer momento, então ela seria capaz de explicar o ciclo dessa mesma atividade.

¹ Professor substituto da Faculdade de Economia da UFF.

Nesse sentido, o ciclo está ligado à instabilidade do sistema, isto é, às perturbações de um certo nível da atividade produtiva tida como potencial. Ora, na teoria keynesiana, a variável chave para entender o caráter instável do sistema é a variável investimento. Assim, a instabilidade do investimento, provocada pelas flutuações na eficiência marginal do capital, é a responsável pela instabilidade do sistema, pelo ciclo econômico. Isto não quer dizer que o ciclo não seja influenciado por outras variáveis; diz apenas que sua explicação última está ligada às flutuações da eficiência marginal do capital. Podemos então começar por definir o ciclo como uma perturbação na atividade produtiva ocasionada pela variação cíclica na eficiência marginal do capital, complicada e agravada por alterações em outras variáveis.

A análise precedente nos conduz à observação do comportamento da eficiência marginal do capital. Como Keynes mostrou em outros capítulos, ela depende de três fatores: disponibilidade de bens de capital; custo corrente da produção dos bens de capital; e expectativas correntes relativas ao futuro dos rendimentos proporcionados pelos bens de capital. O investimento é decorrência da comparação destes três fatores e da taxa de juros. Investe-se quando a eficiência marginal do capital for superior à taxa de juros. Neste ponto insere-se uma das contribuições mais importantes de Keynes, ressaltada pelos pós-keynesianos: o conceito de incerteza. Como os acontecimentos futuros são incertos, ou seja, nada *a priori* nos permite afirmar se um acontecimento irá ou não ocorrer, os agentes formulam expectativas em relação a um futuro incerto. O mesmo ocorre com os investidores; suas expectativas correntes relativas ao futuro dos rendimentos de seus investimentos são formuladas sob incerteza. É justamente isto que dá o caráter instável à variável investimento e, portanto, ao sistema. Qualquer explicação

do ciclo em Keynes tem que passar pelo investimento e, conseqüentemente, pela incerteza que domina a decisão de fazê-lo.

Seguindo este caminho, Keynes observa que as últimas etapas da expansão se caracterizam por expectativas otimistas – a economia está no auge – que sobrepõem a abundância crescente dos bens de capital, a alta de seus custos de produção e a alta taxa de juros. Em outras palavras, as expectativas de rendimentos futuros são tão otimistas que sobrepõem algumas variáveis que tenderiam a fazer a eficiência marginal do capital diminuir. Estas outras variáveis também são conseqüência do próprio comportamento do ciclo. A abundância crescente de bens de capital ocorre porque existe um incentivo para a produção destes ativos; sua demanda está em ascensão². Os custos de produção desses mesmos ativos tendem a subir justamente porque a demanda está em ascensão e a oferta leva algum tempo para satisfazer a nova procura. Por último, a taxa de juros se eleva porque a demanda por moeda, em seus mais variados motivos³, também cresce.

Se estamos no auge econômico, por que uma crise estoura de repente? O que explica este ponto de inflexão no ciclo? Keynes não é muito rigoroso nas respostas a estas perguntas⁴. Ele se limita a

2 O incentivo para a produção de bens de capital durante o crescimento econômico será tratado no próximo ponto.

3 A rigor, os motivos responsáveis pelo aumento de demanda por moeda são o transacional, o especulativo e o *finance*. Como se está no auge econômico, demanda-se moeda para os mais variados fins, desde uma mera forma de saldar transações até como forma de créditos para continuar produzindo, ou mesmo para especular.

4 Trataremos deste ponto mais adiante, quando acompanharmos a discussão a respeito de se a teoria de Keynes é uma teoria do ciclo ou uma teoria sobre flutuações.

dizer que a crise ocorre porque aparece uma reversão nas expectativas antes otimistas. Isto leva a uma queda da eficiência marginal do capital; fato agravado por uma pressão já exercida, na época do auge, pelas outras variáveis que determinam a eficiência marginal do capital (abundância de bens de capital e custo crescente de sua produção), e pela alta taxa de juros. Essa desilusão, gerada por desconfianças quanto ao rendimento futuro, pode ser sinalizada pelo fato de que o rendimento atual já poderia estar fornecendo indícios de baixa, ou então porque se espera que os custos correntes de produção sejam mais elevados do que poderão vir a ser no futuro, o que desincentiva a produção de bens de capital, ou o investimento.

Essa crise leva algum tempo para se propagar. Os efeitos cumulativos da crise, que agravam a situação e tendem a tornar o fenômeno generalizado, são provocados pela própria queda na eficiência marginal do capital. Esta última tende a diminuir a propensão a consumir da sociedade, uma vez que os preços dos títulos também tendem a cair⁵. A crise também aumenta a incerteza no sistema, o que faz com que aumente a preferência pela liquidez, o que contribui para a alta da taxa de juros.

Essa crise não é eterna. A retomada econômica é explicada por Keynes através da deterioração e obsolescência dos bens de capital. A crise provoca desgaste e obsolescência dos bens de capital, levando à diminuição da abundância destes ativos. Em outros termos, a crise redefine a disponibilidade de capital, o que eleva as expectativas de rendimentos futuros e, conseqüentemente, a própria eficiência marginal do capital. Isto leva a uma retomada dos

5 Algo parecido com um efeito-riqueza negativo.

investimentos, o que explica uma nova fase de crescimento econômico. O multiplicador se encarrega de propagar os efeitos da retomada⁶.

1.2- Decisões de investimento e ciclo

Se é a variável investimento que explica a instabilidade do sistema econômico, deve-se estudar a decisão que leva ao investimento. Como visto a princípio, a decisão de investimento é tomada quando a eficiência marginal do capital é superior à taxa de juros, isto é, quando as expectativas de retornos futuros são maiores do que os custos de implementação do investimento. No entanto, isto é insuficiente para entender a tomada de decisão em momentos específicos do ciclo. Precisamos elaborar um pouco melhor esta questão.

As decisões de investimento se diferenciam das outras por serem autônomas; elas não estão presas aos acontecimentos rotineiros da vida econômica. Por isso, elas não dizem respeito às expectativas de curto prazo⁷. As decisões de investimento são referentes a um horizonte mais longo⁸.

O processo de decisão no ciclo pode ser entendido através do modelo de escolha de ativos sob incerteza, elaborado por Keynes⁹. Segundo ele, os ativos possuem alguns atributos:

6 O mecanismo do multiplicador tem um efeito propagador tanto na fase de crescimento quanto de queda da atividade produtiva. Mais tarde, autores keynesianos enfatizaram o papel propagador do mecanismo/acelerador.

7 A diferenciação entre expectativas de curto e longo prazo será feita mais adiante.

8 Justamente por isso, elas estão presas à incerteza. Andrade (1987).

9 Isto é tratado por Keynes no capítulo 17 da Teoria Geral. Um bom tratamento sobre o tema também é dado em Chick, Victoria (1993) capítulo 17, Carvalho, F. Cardim de (1992) capítulo 5, e em Hansen, Alvin (1988) capítulo VIII.

(I) Taxa de rendimentos esperados (fluxos de renda) = q
 $q = Q/PC$; onde Q = fluxo de rendas e PC = preço de mercado

(II) Custo de retenção dos ativos = c
 $c = C/PC$; onde C = custo de retenção

(III) Dedução de iliquidez = r
 $r = r$; onde r é uma proporção do ativo que mede a dificuldade de disposição na mudança de portfolio, é um risco de liquidez

(IV) Taxa de valorização esperada do ativo no final do período = a
 $a = (PE - PC)/PC$; onde PE = preço esperado

Desta forma, os retornos totais esperados ou a taxa própria de juros do ativo será:

$$(1) i = a + q - c - r^{10}$$

Suponhamos uma situação de estoques fixos dos diversos ativos e o estado de expectativas de longo prazo fixo. Isto é, suponhamos que estejamos em equilíbrio. Em relação aos bens de capital¹¹, a situação de equilíbrio é:

$$(2) ak + qk - ck - rk = 0,$$

10 Na verdade, Keynes tratou o terceiro atributo como sendo um prêmio pela liquidez do ativo (I), que entraria com sinal positivo na fórmula da taxa própria de juros. A denominação de um risco de liquidez $r = -1$ foi feita por Kaldor, a fim de criar uma escala de liquidez. Preferimos adotar a nomenclatura do risco de liquidez, que entra com sinal negativo na fórmula. Para um melhor tratamento desta discussão ver Carvalho, F. Cardim de (1992) pp. 81-90.

11 É o ativo que interessa para o investimento.

ou seja, a taxa de retorno do capital é igual a seus riscos.

Na fase de retomada/crescimento no ciclo, as expectativas em relação aos rendimentos futuros são otimistas. Cria-se um novo estado de expectativas e, portanto, os agentes terão que recompor suas carteiras. Com expectativas otimistas, teremos:

$$(3) ak + q'k - ck > rk ; \text{ já que } q'k > qk^{12}$$

Isto quer dizer que a taxa de retorno do capital supera seus riscos, o que eleva a demanda por bens de capital e incentiva o investimento. Em termos mais rigorosos, não é apenas o atributo q que se eleva. O novo estado de expectativas mais otimistas também eleva o preço esperado (PE) do ativo, o que também faz com que o atributo aumente a demanda por bens de capital¹³.

Da mesma forma, podemos pensar para a fase de crise. Nesta, as expectativas quanto ao futuro são revertidas e tem-se um estado de desilusão, pelos motivos já mencionados. Isto faz com que o fluxo de rendas esperados (Q) caia, criando a seguinte situação:

$$(4) ak + q''k - ck < rk ; q''k < qk^{14},$$

os riscos do capital superam a taxa de retorno, o que tende a diminuir a demanda pelo ativo e, portanto, a reduzir os investimentos¹⁵.

12 $q'k > qk$ porque $Q' > Q$.

13 Em termos formais, com o novo estado de expectativas, temos: $a'k > ak$, o que só reforçaria o argumento de que a taxa de retorno supera os riscos dos ativos durante a fase de crescimento/auge.

14 Agora temos $Q'' < Q$, logo $q'' < q$.

15 Da mesma forma que antes, a alteração das expectativas também altera o quarto atributo, e teríamos: $a''k < ak$, o que reforça o argumento do desincentivo ao investimento.

O mesmo processo pode ser visto através das características da formação de preços. Para Keynes¹⁶, mercados organizados possuem dois tipos de preços. O primeiro se refere à entrega imediata, podendo ser definido como preço *spot* ou preço à vista. O segundo está ligado à entrega futura, definido como preço *forward* ou preço futuro. A partir daí, podemos definir duas situações diferentes. Quando o preço à vista for maior que o preço futuro, temos uma situação de *backwardation*. É fácil perceber que esta situação se dá na fase de retomada/crescimento do ciclo. A situação onde o preço à vista é maior que o preço futuro é favorável para a produção do ativo; no caso dos bens de capital, a situação de *backwardation* é um incentivo ao investimento. Por outro lado, quando o preço à vista for menor que o preço futuro, define-se a situação de *contango*. Obviamente, aqui não há o incentivo para a produção do ativo, uma vez que é vantajoso deixar para produzi-lo mais tarde. Isto está ligado à fase da crise no ciclo, onde não há estímulo para a produção dos bens de capital, isto é, para o investimento.

Desta forma, a tomada de decisão de investir, em Keynes, está ligada ao estado de expectativas a respeito de acontecimentos futuros, como estamos tentando argumentar desde o início. Além disso, este estado de expectativas assume determinados comportamentos em determinadas fases do ciclo, como mostramos. Assim, a tomada de decisão de investir está ligada aos momentos específicos do ciclo em que a economia se encontra.

16 Keynes, J.M. (1971).

1.3 - Financiamento do investimento e ciclo

Uma vez tomada a decisão de investimento é preciso implementá-lo. Para isto é preciso entender a forma de financiamento deste investimento.

A teoria econômica tradicional assume que um investimento só pode ser implementado se existir um nível de poupança prévia. Isto quer dizer que, para que ocorra o investimento, é necessário que exista uma igualdade de poupança e o nível de investimentos *ex-ante*. Em Keynes a idéia é diferente; o que precede o investimento não é a poupança, mas sim uma estrutura financeira que permita trocar a situação de liquidez dos bancos por uma posição de empréstimo, definindo o crédito.

Este financiamento do investimento é feito em duas etapas. Em primeiro lugar, os empresários vão aos bancos para obter um crédito de curto prazo, a fim de implementar os seus projetos de investimento. A esta etapa dá-se o nome de *Finance*. Esta etapa não necessita de poupança prévia¹⁷, já que os bancos têm a capacidade de criar moeda. A segunda etapa é a do *Funding*, onde os créditos de curto prazo se transformam em empréstimos de longo prazo, cuja amortização é compatível com o investimento que se faz. Aqui torna-se importante a poupança¹⁸, que funciona para amortizar o empréstimo.

Como se dá o financiamento do investimento nas diversas fases do ciclo? Para responder a esta questão devemos definir os tipos de posturas financeiras¹⁹. A primeira é a postura *Hedge*, que se define

17 Pelo menos não no mesmo montante dos investimentos.

18 Algo similar ao princípio do risco crescente de Kalecki.

19 Minsky, Hyman P. (1992) e Mollo, Maria de L.R. (1988).

quando o fluxo de receitas do investimento é superior às obrigações de pagamento. Em outras palavras, a postura *Hedge* está ligada ao autofinanciamento da amortização do empréstimo. A segunda postura, a especulativa, se dá quando o fluxo de receitas esperado é superior ao total de pagamentos das dívidas, mas as obrigações dos primeiros períodos são superiores aos fluxos de receitas dos mesmos. A postura Ponzi, por sua vez, é uma postura especulativa, onde os fluxos de receitas dos primeiros períodos são inferiores ao pagamento dos juros das dívidas, o que implica em endividamento crescente. Em resumo, pode-se dizer que a postura especulativa está ligada à "rolagem" do principal da dívida, enquanto que a postura Ponzi se relaciona com a "rolagem" do principal e do serviço da dívida.

Como se percebe, a postura *Hedge* é um indicador de estabilidade financeira da economia, enquanto as outras duas denotam uma economia mais suscetível a instabilidades. Justamente por isso, a postura *Hedge*, que não depende do *Finance*²⁰, predomina na saída da recessão, já que a eficiência marginal do capital é alta e a preferência pela liquidez dos bancos também é muito alta. A postura especulativa predomina na fase posterior a retomada, onde existe um aumento da confiança na economia. Isto faz com que projetos mais arriscados sejam aceitos para financiamento. O excesso de confiança, característica do auge do ciclo, se relaciona com a postura Ponzi, onde os projetos de alto risco também começam a ser financiados.

A predominância das posturas financeiras em determinadas fases do ciclo não quer dizer que todas as empresas estejam nesta postura

20 Pois se trata de autofinanciamento do investimento.

naquela fase. A estrutura financeira das empresas é muito diferenciada, o que faz com que seja normal a existência de empresas com posturas financeiras que não sejam as predominantes naquele momento do ciclo. O importante é que a economia como um todo está mais ou menos suscetível a instabilidades devido à predominância desta ou daquela postura financeira.

Com o estudo da variável chave para entender a instabilidade do sistema, o investimento²¹, da maneira como se toma a decisão de investir, e da forma como se financia esta decisão, podemos dizer que temos uma boa noção do pensamento keynesiano²² sobre o ciclo.

Vale salientar que, dentro da tradição pós-keynesiana, existe um debate muito forte acerca da questão de se a teoria de Keynes é apropriada ou não para uma explicação do ciclo. Esta questão é tratada no próximo ponto.

2. KEYNES: CICLO OU FLUTUAÇÃO

2.1- Uma teoria do ciclo em Keynes

Se vamos discutir a adequação ou não da teoria de Keynes dentro de uma tradição do ciclo, devemos, primeiro, definir o que caracteriza uma teoria do ciclo.

21 Não esquecendo que é a eficiência marginal do capital, que depende de expectativas correntes sobre um futuro incerto, que lhe dá este caráter instável.

22 Podemos dizer que também é a noção do pensamento pós-keynesiano, na medida em que este procura resgatar as principais contribuições de Keynes, perdidas no emaranhado teórico profetizado pela síntese neoclássica.

Uma teoria do ciclo deve explicar duas coisas. Inicialmente, ela deve fornecer uma explicação dos pontos de inflexão, isto é, do ponto de ruptura que leva à crise e do ponto de retomada do crescimento econômico. Em segundo lugar, a teoria deve mostrar como se dá o processo cumulativo que propaga os efeitos das duas inflexões, tornando-os atuantes durante um certo período. Brevemente, uma teoria para se enquadrar na tradição do ciclo deve explicar os pontos de inflexão e mostrar porque a economia leva algum tempo para chegar ao outro ponto de inflexão, isto é, porque a crise leva algum tempo até chegar à depressão e porque a passagem desta para a retomada também leva tempo.

Não bastasse isto, há uma outra exigência²³ para uma teoria do ciclo. O fornecimento de uma explicação para os pontos de inflexão é uma condição necessária mas não suficiente. Além disso, é preciso que o ponto de inflexão seja uma consequência necessária dos efeitos provocados pela inflexão imediatamente anterior. Mais claramente, podemos exemplificar dizendo que a retomada deve ser explicada através dos efeitos provocados pela crise, e esta última deve ser consequência dos efeitos do crescimento econômico induzido pela retomada. Esta exigência metodológica é que define a existência do ciclo como algo regular e necessário²⁴.

Pode parecer que estamos exigindo muito de uma teoria para enquadrá-la na tradição do ciclo. Mas, esta exigência não é feita por nós, e sim pela própria complexidade do fenômeno. A lógica do

23 É preciso que fique claro que estas exigências são de ordem metodológica. Uma teoria do ciclo deve ser internamente consistente, já que trata de um fenômeno especial, com uma lógica própria. Mais adiante, precisaremos esta especialidade.

24 Utilizando uma terminologia mais tradicional, pode-se afirmar que uma teoria, para estar dentro da tradição do ciclo, deve fornecer explicações endógenas aos pontos de inflexão.

movimento do ciclo é muito mais do que a simples adição das lógicas parciais dos instantes particulares do mesmo. Em outras palavras, o longo prazo é muito diferente do somatório de curtos prazos. Isto ocorre porque o ciclo tem uma lógica interna própria que é irreduzível e, mais ainda, incompreensível através da atomização²⁵. Quando a teoria cumpre este tipo de exigências, ela recebe o nome de teoria dinâmica, em contraposição à teoria estática que só consegue tratar do curto prazo e, quando trata do longo prazo, o faz como sendo o produto de vários momentos de curto prazo.

Dada esta introdução metodológica, devemos observar como a teoria keynesiana pode ser tratada neste contexto. Inicialmente, o modelo de Keynes inicia por definir o ponto de demanda efetiva como o ponto onde oferta e demanda agregadas são iguais. No entanto, a definição que ele faz de oferta e demanda não é a convencional. Oferta é definida por Keynes como sendo o produto esperado que é suficiente para que os empresários considerem lucrativo oferecer aquele produto, com determinado nível de emprego. A demanda, por sua vez, é definida como sendo o produto que os empresários esperam receber, dado um nível de emprego. Assim, o ponto de demanda efetiva é definido acima de duas variáveis que são esperadas; oferta e demanda não "cruzadas" no mercado. O ponto de demanda efetiva é definido ex-ante. Embora possa parecer estranho, isto é coerente com a proposta de Keynes de explicar a determinação do emprego efetivo dos recursos disponíveis no curto prazo, uma vez que os

25 Em termos metodológicos, o longo prazo é diferente do somatório de curtos prazos porque a racionalidade macroeconômica é distinta do conjunto de racionalidades microeconômicas dos agentes. Assim, o que é racional para um determinado agente, pode ser que, no agregado, quando todos os agentes fizerem o mesmo, a consequência não seja algo "racional" ou desejável.

empresários decidem o quanto empregar e produzir de acordo com o que esperam vender.

Desta forma, não existe realização²⁶ no conceito de demanda efetiva. A *Teoria Geral* possui uma hipótese implícita de que as expectativas de curto prazo, relativas à realização da produção, sempre se confirmam²⁷. O inovador em Keynes é que a instabilidade do capitalismo não é proveniente de falhas de realização, mas é fruto da incerteza que está presente nas decisões cruciais de investimento.

Podemos dizer, então, que a teoria keynesiana de determinação do emprego é estática²⁸, porque trata de fenômenos de curto prazo. Possas²⁹ defende a idéia de que é possível incluir a teoria de Keynes em uma teoria dinâmica por ser uma teoria do entendimento temporal, já que trata as expectativas frente ao futuro como variáveis cruciais para o sistema. Como vimos acima, isto é insuficiente para tornar a teoria keynesiana dinâmica, pois, para tanto, além do entendimento temporal, ela deveria incluir explicações endógenas do movimento, isto é, deveria explicar porque o fenômeno de longo prazo é diferente do somatório dos curtos prazos.

Resumindo, a teoria keynesiana não é dinâmica e, portanto, não pode entender o ciclo, embora perceba as instabilidades da economia.

26 Não existe mercado; ou, pelo menos, não existe a confrontação das tabelas de oferta e procura, como é a idéia da "tesoura" marshalliana.

27 Se não se confirmam, pelo menos são mais fáceis de serem revistas do que expectativas de longo prazo.

28 O que é coerente com sua proposta, como vimos acima.

29 Possas (1986).

2.2- A teoria keynesiana das flutuações

O fato da teoria keynesiana ser estática³⁰ não lhe permite explicar o ciclo. Para que a teoria keynesiana explicasse o ciclo ela deveria mostrar que a eficiência marginal do capital apresenta movimentos cíclicos, o que ela não faz³¹. Em sua teoria, Keynes mostra o gasto inicial, o de investimento, como sendo autônomo. O impulso de expansão tende a esgotar-se, cabendo ao multiplicador a explicação da passagem de um nível de emprego para outro. Pode-se afirmar que a teoria keynesiana explica apenas um aspecto daqueles dois enunciados acima: o processo cumulativo. Uma vez na fase de retomada, o multiplicador se encarrega de passar os efeitos de um setor para o outro, de forma que o processo se generalize. Da mesma forma, na fase de crise, o multiplicador atua no sentido inverso, generalizando os efeitos da crise³². Em termos resumidos, a teoria de Keynes trata da instabilidade e de flutuações e não do ciclo.

Em trabalhos anteriores à *Teoria Geral*, Keynes podia ser enquadrado na tradição do ciclo³³. Ele quebrou com esta tradição quando formulou, na *Teoria Geral*, que erros de expectativas são impossíveis de serem definidos. Ora se o futuro é incerto, como se pode saber que expectativas foram formuladas incorretamente? As expectativas são formuladas utilizando todos os recursos disponíveis³⁴, mas não

30 Exatamente por ser de curto prazo é que ela é estática. Até pode ser que se trate, em alguns momentos, do longo prazo mas não com a exigência metodológica mostrada acima.

31 Para um melhor tratamento deste ponto, ver Castro (1986).

32 Trabalhos de inspiração keynesiana ampliaram, posteriormente, a explicação do processo cumulativo através do mecanismo multiplicador/acelerador. Como exemplo, pode-se ver Robinson (1987), pág. 254-261.

33 A este respeito é fundamental a resenha de Carvalho (1988).

34 Para ele, os agentes são racionais.

dão conta da previsão de algo que por definição é incerto. Não é que os agentes estejam fadados ao erro; apenas que eles não têm como saber de antemão se acertarão ou não.

Neste contexto, Keynes definiu dois tipos de expectativas. As primeiras são as de curto prazo e, portanto, estão ligadas à rotina econômica. São basicamente expectativas referentes à decisão de produzir. Pressupõe-se que elas estão sempre corretas, ou pelo menos que são mais facilmente revistas. Por outro lado, existem as expectativas de longo prazo, que estão ligadas à incerteza. Logo, aqui, o famoso "*animal spirits*" keynesiano é tão importante quanto a expectativa para a tomada da decisão. Esta decisão é crucial e, como já adiantamos, trata-se da decisão de investimento. Logo, nada na teoria de Keynes depende de expectativas de longo prazo equivocadas por definição. Isto permite distinguir expectativas endógenas (as de curto prazo, que dependem da rotina) de expectativas exógenas (as de longo prazo, que se referem a algo incerto). Então, um modelo de "ciclo", com investimento determinado endógenamente³⁵, é incompatível com a teoria de Keynes. Ou seja, Keynes não tem uma teoria do ciclo, e nem poderia tê-la porque isto seria contraditório com suas próprias proposições.

Podemos definir o modelo de Keynes como sendo um modelo de propagação. Dada uma variação exógena do investimento, o efeito multiplicador se encarrega de repassar isto para o nível de renda, explicando o processo cumulativo e, portanto, constituindo uma teoria das flutuações e não uma teoria do ciclo.

Para Carvalho³⁶, os modelos de propagação, apesar de mais fracos em termos de consistência teórica, têm a vantagem de não possuírem

35 Característica que faz parte das exigências mostradas acima.

36 Carvalho (1988).

conotações mecanicistas que acompanham o conceito de regularidade da tradição do ciclo. A fuga do mecanicismo é um ponto fundamental no pensamento pós-keynesiano. Isto fica fácil de entender se lembrarmos que os pós-keynesianos procuram resgatar o conceito de economia monetária de produção, presente em Keynes, que opera sob incerteza. Assim, o fato de Keynes tratar de flutuações e não de ciclo ou, nos nossos termos, de possuir uma teoria estática e não dinâmica, não é nenhum demérito³⁷.

3 - CICLO E POLÍTICA ECONÔMICA

Apesar de teorizar sobre flutuações (instabilidade), Keynes propõe um papel ativo para a política econômica. Para ele, esta última comportaria um componente reformador face à característica instável da economia. Curiosamente, sua proposta inicial de política econômica é radicalmente diferente da adotada por seus "seguidores". Para estes, na fase de auge, deve-se aumentar a taxa de juros para desincentivar o investimento, ou a demanda agregada, a fim de evitar um aquecimento exagerado da economia. Keynes³⁸, ao contrário, propunha a diminuição da taxa de juros, o que incentivaria o investimento e possibilitaria o crescimento da oferta para uma demanda sempre crescente, isto é, ele defendia a manutenção de *quase-boom*. Para Keynes, a política adotada por seus "seguidores" seria análoga à cura da doença pelo método de matar o paciente. Em termos econômicos, se a crise é definida pela queda da eficiência marginal do capital, e propõe-se o aumento da

37 Pelo menos para alguns autores do pensamento pós-keynesiano.

38 Ver Keynes (1985) capítulo 22 e Prebisch (1991) parte IV.

taxa de juros, o nível de investimentos tenderá a cair abruptamente, o que tornaria a crise mais aguda.

A fim de entender melhor a política econômica frente às instabilidades, analisaremos cada um de seus instrumentos separadamente.

3.1- Política Fiscal

O ativismo da política fiscal foi, e ainda é, defendido por uma razão muito simples. Supondo que a economia esteja em um momento de crise, isto é a eficiência marginal do capital está caindo, a política monetária poderia atuar reduzindo a taxa de juros na mesma proporção, para manter o nível de investimentos. Ocorre que, a partir de um certo ponto, a taxa de juros não cai mais, devido à também famosa preferência pela liquidez. Assim, a única forma de preencher a lacuna de demanda seria através do aumento dos gastos do governo, ou seja, através de uma política fiscal ativa.

Esta concepção foi hegemônica durante muito tempo. No entanto, ela vem recebendo, nas últimas décadas, críticas muito fortes. Podemos resumir estas críticas no seguinte³⁹: com as inovações e modificações no sistema financeiro ocorre um efeito que se chama de *crowding-out*, isto é, com a endogeneização da oferta de moeda, é como se a demanda pela mesma não dependesse mais da taxa de juros e, assim, uma variação nos gastos do governo elevaria as taxas de juros de tal forma que os investimentos privados diminuiriam no mesmo montante⁴⁰. Assim, a política fiscal é muito mais redistributiva do que expansionista. Isto ficaria mais complicado ainda se observamos um modelo aberto. Neste, um aumento dos gastos

39 Estamos nos baseando, para isto, em Cunningham & Vilasuso (1994-95).

40 Em termos do modelo IS-LM, isto pode ser visualizado com uma curva LM vertical. Assim, uma expansão dos gastos do governo deslocaria a IS, o que provocaria uma alteração apenas na taxa de juros, permanecendo o mesmo nível de renda.

governamentais elevaria as taxas de juros. Se temos perfeita mobilidade do capital⁴¹, ocorreria uma entrada de capitais, o que, com uma taxa de câmbio flexível, levaria a uma apreciação da moeda nacional. Isto, por sua vez, diminuiria as exportações e aumentaria as importações, provocando um efeito *crowding-out* internacional.

Pelo visto, tratam-se de críticas contundentes. No entanto, elas esquecem dois fatores importantes. Em primeiro lugar, um aumento da taxa de juros também tende a diminuir o investimento, o que resulta em queda da demanda agregada e, portanto, diminuição das importações, o que vai em direção contrária ao efeito *crowding-out* internacional. Por outro lado, esquecem também que a restrição orçamentária do governo depende das flutuações econômicas. Assim, em uma recessão, o orçamento tende a cair, e, durante o crescimento econômico, ele tende a aumentar. No fundo, essas críticas se baseiam na igualdade da poupança e do investimento *ex-ante*, o que, como vimos, é uma hipótese que, de saída, não é aceita por Keynes e pelos pós-keynesianos.

Para estes, a política fiscal tem dois papéis: promover a redistribuição de renda e regular a demanda agregada. Este último papel não se define sem restrições. No curto prazo, pode-se incorrer em déficits orçamentários para aumentar a demanda agregada. Já no longo prazo, deve-se resguardar um equilíbrio orçamentário, de forma a manter uma postura financeira estável para o Estado.

Esta política fiscal possui outros limites. Inicialmente, pode-se dizer que ela atua lentamente, ou seja, uma vez tomada a decisão de atuar, leva-se algum tempo até a implementação e, mais ainda, até o surgimento de seus efeitos. Por isso, sua eficácia depende muito mais

41 O que é algo plausível hoje em dia dada a velocidade de transferência dos capitais.

da perícia com que é julgada a oportunidade de sua utilização, dado o caráter imprevisível das expectativas de longo prazo que determinam o investimento. Uma outra limitação se define no fato de que a política fiscal não consegue interferir no caráter incerto das decisões cruciais de longo prazo. Pensar o contrário, seria achar que a política fiscal conseguiria acabar com o caráter instável da economia capitalista, o que não nos parece sensato.

3.2 - Política Monetária

Este instrumento também recebeu várias críticas no mesmo sentido das feitas à política fiscal. Da mesma forma que lá, o manejo da taxa de juros interna está sempre preso à possível⁴² ocorrência do *crowding-out* internacional. As inovações financeiras também levaram à endogeneização da oferta de moeda, o que restringe, por definição, a atuação dos *policy-makers*.

Mais uma vez, as críticas, embora sejam contundentes, podem ser respondidas de forma simples⁴³. A primeira crítica (a do efeito *crowding-out* internacional) não é válida porque o aumento do estoque de moeda, da mesma forma que reduz a taxa de juros, desvaloriza a moeda nacional, o que leva a um aumento das exportações e a um decréscimo das importações. Assim, o setor externo não só não complexifica a política monetária, mas amplifica o seu efeito expansivo.

O papel da política monetária é menor do que o da política fiscal. A primeira deve ser acomodativa, isto é, deve satisfazer a circulação

42 A possibilidade se torna necessária quando o manejo é no sentido de alta da taxa de juros.

43 Como é feito por Eisner (1994-1995).

industrial⁴⁴. Neste sentido, a política monetária deve ser endógena no que se refere à circulação industrial e no que se refere às necessidades de produção da economia. Ela deve, também, prevenir mudanças autônomas na preferência pela liquidez, de forma que as decisões de investimento não sejam modificadas abruptamente, o que pode ter um efeito de propagação de expectativas negativas frente ao futuro.

Assim como a política fiscal, a política monetária também tem limites em sua eficácia. Inicialmente, como pode-se perceber, a outra crítica inicial não foi respondida, e nem pode ser. De fato, se admitimos que o sistema cria moeda⁴⁵, pelo menos uma fração dela, restringe-se à atuação do *policy-maker*. Uma outra limitação diz respeito a própria preferência pela liquidez. A partir de um certo limite, a política monetária é ineficaz para reduzir a taxa de juros, dada a preferência pela liquidez. Por último, assim como a política fiscal, a política monetária não consegue acabar com o caráter incerto do futuro e, portanto, não consegue acabar com as instabilidades da economia.

4. CONCLUSÃO

Com tudo isto que dissemos sobre a política econômica⁴⁶, podemos concluir que ela não é de tão fácil manejo, como se pode imaginar, dadas todas suas limitações. Mas, uma vez que Keynes e os pós-keynesianos entendem as flutuações como instabilidades, e não

44 Por ocasião à circulação financeira.

45 Lembremos da etapa do Finance do financiamento do investimento.

46 A rigor ficou faltando um outro instrumento: a política de rendas. Mas, como esta última está muito mais ligada à minimização dos custos do conflito distributivo, dado um fenômeno inflacionário, preferimos deixar este instrumento de lado.

como algo regular e necessário, eles devem atribuir um papel ativo à política econômica. Este papel está ligado à redução, de certo modo, da incerteza que caracteriza o futuro, de forma que os agentes tomem decisões em um ambiente mais estável. Assim, se a política econômica não consegue acabar com esta incerteza e, portanto, com a instabilidade da economia, pelo menos ela pode fornecer cenários mais confiáveis para que as decisões cruciais sejam tomadas e implementadas. Além disso, a política econômica pode garantir a estrutura financeira necessária para o financiamento destas decisões cruciais de investimento. É este o papel central da política econômica para Keynes e os pós-keynesianos.

5. BIBLIOGRAFIA

- ANDRADE, R. P. de. Expectativas, Incerteza e Instabilidade no Capitalismo: uma abordagem a partir de Keynes. *Revista de Economia Política*, vol.7, n.2, abril-junho de 1987.
- CARVALHO, F.C. de. Keynes, a Instabilidade do Capitalismo e a Teoria dos Ciclos Econômicos. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol.18, n.3, dezembro de 1988.
- CARVALHO, F. C.de. *Mr. Keynes and the Post Keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy*. Edward Elgar, Londres, 1992.
- CASTRO, A. B. de. Keynes e a Velha Tradição do Ciclo. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol.16, n.2, agosto 1986.
- CHICK, V. *Macroeconomia Após Keynes: um reexame da Teoria Geral*. Ed. Forense Universitária, Rio de Janeiro, 1993.

- CUNNINGHAM, S. & VILASUSO, J. Is Keynesian Demand Management Still Viable? *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.17, n.2, winter 1994-95.
- EISNER, R. Keynes is not Dead, just Dragged and Dormant. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.17, n.2, winter 1994-95.
- HANSEN, A. *Guía de Keynes*. Fondo de Cultura Económica, México, 1988.
- KEYNES, J.M.. A Treatise on Money. *Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol.VI, Macmillan Press Ltd., Londres, 1971.
- KEYNES, J.M.. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Ed. Nova Cultural, São Paulo, 1985.
- MINSKY, H. P. Financiamento e Lucros: a mudança de natureza dos ciclos de negócios da economia americana. *Cadernos da Anpe*, série textos didáticos, n.2, Rio de Janeiro, 1992.
- MOLLO, M. de L. R. Instabilidade do Capitalismo, Incerteza e Papel das Autoridades Monetárias: uma leitura de Minsky. *Revista de Economia Política*, vol.8, n.1, janeiro-março 1988.
- POSSAS, M. L. Para uma Releitura Teórica da Teoria Geral. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol.16, n.2, agosto 1986.
- PREBISCH, R. *Keynes, uma Introdução*. Ed. Brasiliense, São Paulo, 1991.
- ROBINSON, J. *Ensayos de Economía Poskeynesiana*. Fondo de Cultura Económica, México, 1987.