

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DO SUDOESTE DA BAHIA
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
COLEGIADO DO CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO**

SÂMIA SANTOS DE JESUS

**ECONOMIA MONETÁRIA DA PRODUÇÃO: o governo Lula (2003-2010)
adotou política monetária Keynesiana?**

VITÓRIA DA CONQUISTA – BA

2024

SÂMIA SANTOS DE JESUS

**ECONOMIA MONETÁRIA DA PRODUÇÃO: o governo Lula (2003-2010) adotou
política monetária Keynesiana?**

Trabalho monográfico apresentado ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Estadual do Sudoeste da Bahia, como requisito para aprovação na disciplina Monografia II.

ORIENTADOR(A): VINÍCIUS CORREIA SANTOS

VITÓRIA DA CONQUISTA — BA

2024

J56e Jesus, Sâmya Santos de.
Economia monetária da produção: o governo Lula (2003 - 2010)
adotou política monetária Keynesiana?. / Sâmya Santos de
Jesus, 2024.
78f.
Orientador (a): Vinícius Correia Santos.
Trabalho de Conclusão de Curso (graduação), Universidade
Estadual do Sudoeste da Bahia, Vitória da Conquista, 2024.
Inclui referências. F. 72 - 76.
1.Economia monetária da produção. 2. Keynes. 3. Política
monetária. 4. Governo Lula. I.Santos, Vinícius Correia. II.
Universidade Estadual do Sudoeste da Bahia. III. T

CDD: 330



DECLARAÇÃO DE APROVAÇÃO DE MONOGRAFIA

SÂMIA SANTOS DE JESUS

ECONOMIA MONETÁRIA DA PRODUÇÃO: o governo Lula (2003-2010) adotou política monetária Keynesiana?

Trabalho monográfico apresentado ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Estadual do Sudoeste da Bahia - UESB, como requisito para aprovação na disciplina Monografia II.

Trabalho aprovado em 22 de julho de 2024

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Vinícius Correia Santos

Orientador

Profa. Dra. Fernanda Calasans Costa Lacerda Pessoti

Examinadora

Prof. Me. Marco Antônio Araújo Longuinhos

Examinador

Vitória da Conquista – BA

Julho de 2024



Documento assinado eletronicamente por **Marco Antônio Araújo Longuinhos, Professor Assistente**, em 05/08/2024, às 19:28, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 13º, Incisos I e II, do [Decreto nº 15.805, de 30 de dezembro de 2014](#).



Documento assinado eletronicamente por **Fernanda Calasans Costa Lacerda Pessoti, Vice-Coordenador(a) de Colegiado**, em 06/08/2024, às 09:54, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 13º, Incisos I e II, do [Decreto nº 15.805, de 30 de dezembro de 2014](#).



Documento assinado eletronicamente por **Vinicius Correia Santos, Professor Titular**, em 12/08/2024, às 17:23, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 13º, Incisos I e II, do [Decreto nº 15.805, de 30 de dezembro de 2014](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site

[https://seibahia.ba.gov.br/sei/controlador_externo.php?](https://seibahia.ba.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0)

[acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0](https://seibahia.ba.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0), informando o código verificador **00095362789** e o código CRC **DF01C7F9**.

Referência: Processo nº 072.4411.2024.0028823-88

SEI nº 00095362789

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer e dedicar essa monografia às seguintes pessoas:

Primeiramente a Deus, o meu salvador, que permitiu que eu trilhasse esse caminho, e preparou tudo para que esse momento acontecesse.

Ao meu amado avô, que partiu sem poder vivenciar comigo esse momento. Homem simples da zona rural, analfabeto, mas que sonhou comigo e me ajudou com tudo o que precisei.

A minha querida mãe, que sempre me apoiou e permanece como minha principal admiradora.

A meu namorado Marcos, que me ajudou a realizar esse sonho e sempre me apoia.

Aos meus professores, do curso de Economia, que abriu as “portas” do conhecimento. Em especial, meu orientador Vinícius, que aceitou trilhar esse desafio comigo.

Aos meus queridos amigos: Aléxia, Isa, Guilherme, Yan e Maila. Estes, estiveram comigo durante todo o período da faculdade, nos momentos mais difíceis e até hoje fazem parte da minha vida.

RESUMO

O presente trabalho analisa a política monetária do governo Lula (2003-2010) à luz da visão Keynesiana de economia monetária. Keynes define o sistema capitalista como economias monetárias da produção. Nessas economias, o Estado ganha destaque ao intervir de maneira ativa na condução de suas políticas macroeconômicas visando objetivos específicos, dentre essas destaca-se a política monetária. Os acontecimentos econômicos no Brasil durante os dois primeiros mandatos de Luiz Inácio Lula da Silva (2003-2010), trouxeram de volta discussões em torno dessa intervenção, e os rumos que as políticas macroeconômicas tomariam. Ademais, a orientação teórica de tais políticas também foi questionada. O presente trabalho parte da seguinte questão norteadora: a condução da política monetária durante os dois primeiros mandatos do presidente Lula, entre 2003-2010, pode ser considerada de inspiração Keynesiana? A política Monetária estimulou a aquisição de investimentos em ativos de capital na economia? Desse modo, o objetivo principal verificar se a condução da política monetária do governo Lula pode ser caracterizada como Keynesiana. Para tanto, foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos: resgatar e apresentar, a partir dos três principais escritos de Keynes, a evolução cronológica do seu pensamento, no processo da construção de sua teoria monetária; analisar os avanços feitos pelos autores pós-keynesianos na tentativa de descrever quais são os princípios fundamentais que orientam o modo de funcionamento e o conceito de economia monetária de produção; descrever os instrumentos e o modo operante da política monetária Keynesiana, e descrever a condução da política monetária durante o governo Lula (2003-2010) e interpretá-la a luz das contribuições de Keynes e dos pós-keynesianos. Utiliza-se o método hipotético-dedutivo para testar a hipótese de que a política monetária durante o governo Lula (2003-2010) pode ser considerada de inspiração Keynesiana, uma vez que foi estimulativa do investimento produtivo. Os resultados obtidos indicam a rejeição da hipótese, uma vez que a política monetária, conduzida durante o governo analisado, não foi orientada a estimular o investimento produtivo, o que acabou impactando na performance do investimento e no setor produtivo.

Palavras-chave: Economia monetária da produção; Keynes; política monetária; governo Lula

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 - Evolução trimestral da taxa de juros real neutra e da taxa Selic Nominal – 2003 – 2010.....	49
Gráfico 2 - Recursos movimentados por perfil de vencimento – 2003 – 2010.....	57
Gráfico 3 - As fontes do financiamento do Brasil – 2001 – 2010	58
Gráfico 4 - Evolução da taxa de investimento, da FBCF e do PIB – 2000 – 2010	62
Gráfico 5 - Comportamento das rubricas que compõem a FBCF – 2003 – 2010	64
Gráfico 6 - Participação do setor de bens de capital no valor bruto da produção	66

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Evolução anual do saldo da balança comercial, conta capital e financeira e reservas internacionais (em bilhões us\$) - 2003- 2010	47
Tabela 2 - Evolução do crédito livre direcionado por pessoa física e jurídica no Brasil (dez./2002-dez./2010) (em % do PIB)	54
Tabela 3 - Recursos movimentando no sistema financeiro brasileiro – 2003-2010.....	56
Tabela 4 – Contribuições dos componentes do PIB ao seu crescimento em – 2002 – 2010 ..	60
Tabela 5 - Formação Bruta de Capital Fixo: valores constantes de 2010 (2003 -2010).....	65
Tabela 6 - Investimento líquido: Formação Líquida de Capital Fixo – valores constantes de (2003 -2010)	65

SUMÁRIO

	INTRODUÇÃO	9
1	A TEORIA MONETARIA DE JONH MAYNARD KEYNES.....	13
1.1	Um tratado sobre a Reforma monetária	14
1.2	Um trato sobre a moeda	18
1.3	A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda	24
2	UMA ECONOMIA MONETÁRIA DA PRODUÇÃO.....	31
3	O PAPEL DA POLÍTICA MONETÁRIA	39
3.1	A política monetária em economias monetárias da produção	39
3.2	Política monetária no governo Lula (2003-2010).....	43
3.2.1	<i>Resultados da Política Monetária e o comportamento do investimento produtivo ...</i>	45
	CONSIDERAÇÕES FINAIS	68
	REFERÊNCIAS	70
	Anexo.....	76

INTRODUÇÃO

A evolução histórica do Brasil é marcada por particularidades de natureza econômica e social. A análise do desempenho da economia brasileira, ao longo do século XX e dos primeiros dez anos do século XXI, revela uma alternância entre fases de crescimento econômico, de crises e um extenso período de políticas voltadas à estabilização da economia. Os ciclos de crescimento eram impulsionados principalmente pelos Planos Nacionais de Desenvolvimento e pelas condições favoráveis no cenário internacional. Em contrapartida, as crises eram resultantes de fatores internos e externos, e a busca por estabilização objetivava sobretudo controlar a inflação.

Esses importantes acontecimentos econômicos foram e ainda são temas de estudos e de debates calorosos na literatura. Em razão da relevância de cada ocorrência, diferentes autores, ligados ou não ao *Mainstream*¹, se dedicam a investigar as causas e compreender as consequências presentes e futuras desses eventos na esfera política, social e principalmente econômica.

É justamente o que se verificou com a ascensão de Luiz Inácio Lula da Silva à presidência da República entre 2003 e 2010, e ainda acontece nos dias atuais, já que ele é o atual presidente da nação. Segundo Barbosa e Souza (2010), o período eleitoral e os acontecimentos durante os seus dois primeiros mandatos, entre 2003 e 2010, inflamou os ânimos do mercado financeiro, da sociedade, da classe política e no meio acadêmico. Até nos dias de hoje, provocam acalorados debates dentro e fora das instituições acadêmicas devido à maneira como guiou a política macroeconômica.

O presidente Lula, assumiu a presidência em um contexto bastante peculiar. A incerteza e a desconfiança por parte dos grandes investidores financeiros refletiam na economia, temia-se a descontinuidade da política macroeconômica do governo anterior. Estas eram de orientação neoliberalis² e estavam fundamentadas na manutenção do tripé macroeconômico:

¹ *Mainstream* é uma expressão utilizada para referir as ideias que são defendidas por indivíduos que são dominantes nas principais instituições acadêmicas, organizações e jornais em um dado período de tempo.

² “O neoliberalismo é em primeiro uma teoria das práticas político-econômicas que propõe que o bem-estar humano pode ser melhor promovido liberando-se as liberdades e capacidades empreendedoras individuais no âmbito de uma estrutura institucional, caracterizada por sólidos direitos a propriedade privada, livres mercados e livre comércio. O papel do Estado é criar e preservar uma estrutura institucional apropriada a essas práticas. As intervenções do Estado nos mercados (uma vez criados) devem ser mantidas num nível mínimo” (HARVEY, 2008, p. 3).

câmbio flutuante³; regime de metas de inflação⁴ e um regime de metas para os superávits fiscais⁵ primários, além de diversas reformas estruturais. Se por um lado havia a desconfiança do mercado, do outro, havia o anseio pela retomada às políticas desenvolvimentistas, visando atingir o crescimento do país e os anseios da sociedade (BRESSER-PEREIRA, 2013).

Ter um líder do Partido dos Trabalhadores (PT) como dirigente do Estado reviveu um velho debate na literatura e também muitas especulações em torno de qual seria o rumo que as políticas econômicas deveriam ser tomadas no país. Os críticos das políticas neoliberais do governo anterior, esperavam que Lula à frente da economia traria mudanças na forma de gerir as políticas e assim atingir um nível maior de crescimento econômico.

No decorrer dos dois mandatos (2003-2010), novas discussões eram levantadas em torno de qual abordagem teórica as políticas estavam sendo baseadas, principalmente quando essas eram confrontadas com os acontecimentos da época. Os debates eram feitos entre aqueles que visualizavam uma continuidade em relação às políticas de Fernando Henrique Cardoso⁶, e os que acreditavam que as políticas eram uma combinação com certas doses de intervencionismo estatal de influência Keynesiana.

Deve-se observar que a teoria Keynesiana parte da ideia de que o sistema capitalista é definido como economias monetárias da produção ou também denominadas “economias empresariais⁷”. Enquanto tais, apresentam aspectos importantes que possibilitam a compreensão da realidade dos fatos econômicos presentes em economias modernas. A título de exemplo, tem-se o papel dos empresários, que são considerados como agentes centrais no processo econômico, pois são detentores de moeda. Outro aspecto importante é a existência da incerteza quanto ao futuro e as expectativas dos empresários na decisão de investir, e em especial na demanda por moeda.

Além disso, o investimento produtivo é definido como variável-chave da economia, uma vez que ele determinará o nível de produto e emprego. Esse investimento, considerado

³ Câmbio Flutuante é um regime cambial em que a taxa de câmbio de uma determinada moeda é definida pela lei da oferta e demanda.

⁴ O Regime de metas para a inflação é o conjunto de procedimentos para garantir a estabilidade de preços no país.

⁵ Anualmente o Congresso Nacional estabelece e aprova as metas fiscais através da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), colocando um limite de quanto o governo poderá gastar. “Esses parâmetros indicam os rumos da condução da política fiscal para os próximos exercícios e servem de indicadores para a promoção da limitação de empenho e de movimentação financeira”. https://www.congressonacional.leg.br/legislacao-e-publicacoes/glossario-orcamentario/-/orcamentario/termo/meta_fiscal.

⁶ Fernando Henrique Cardoso foi Presidente da República do Brasil por dois mandatos consecutivos, de 1º de janeiro de 1995 a 1º de janeiro de 2003. É sociólogo, autor de vários livros sobre mudança social e os condicionantes políticos do desenvolvimento do Brasil e da América Latina. <https://fundacaofhc.org.br/acervo-fhc-e-ruth/fernando-henrique-cardoso>.

⁷ Esse tema será tratado na página 32.

como o gasto dos empresários com bens de capital, vai depender da eficiência marginal do capital e da taxa de juros da moeda⁸. Nota-se que a moeda, nessas economias, desempenha um papel fundamental pois tem a capacidade de afetar toda a dinâmica na economia. Nessas condições, em economias empresariais a análise do papel da política monetária é de extrema relevância.

Como se pode notar, as teorias econômicas desenvolvidas por diferentes autores são de extrema importância para a compreensão da realidade. As teorias, os modelos desenvolvidos, as projeções feitas, buscam fornecer respostas as questões que impactam toda a economia do país e do mundo. Além disso, são através delas que políticas econômicas são formuladas, pois servem de modelo para que as autoridades governamentais as utilizem na busca de atingir objetivos políticos para a satisfação do bem-estar da sociedade.

É nesse contexto que esse trabalho se justifica. Como mencionado, os dois primeiros mandatos, foram e ainda são pauta de muitas discussões e estudos relacionadas à forma como ele conduziu a política, e principalmente as consequências econômicas e sociais. Por mais que existem trabalhos teóricos, referentes ao período Lula, a literatura ainda necessita de estudos que apresentem diferentes perspectivas, e que evidenciem a compreensão teórica dos fatos econômicos sobre o período, podendo assim responder às questões que até a atualidade são levantadas.

Nesse sentido, ainda é questionado qual foi a inspiração teórica que presidente usou. Para Barbosa e Souza (2010), a visão desenvolvimentista do governo Lula não representava o pensamento de nenhuma escola de pensamento econômico específica, mas articulava argumentos de várias perspectivas teóricas. Para autores como Ferreira e de Lima Júnior (2014), as políticas foram uma mistura de neoliberalismo e Keynesianas.

Sendo assim, essa pesquisa pretendeu contribuir com a literatura, ao trazer uma perspectiva diferente de interpretação de alguns fatos econômicos que aconteceu durante período Lula, e também preencher uma lacuna na literatura atual, que carece de uma análise profunda sobre a condução da política monetária no governo Lula (2003-2010), e se essa política monetária pode ser considerada de inspiração Keynesiana, dada as principais características de uma economia monetária de produção. Deste modo, busca-se responder o seguinte problema: tendo em vista o referencial teórico de Keynes e a importância que ele atribuiu ao investimento produtivo, como variável-chave da economia, a condução da política monetária durante os dois primeiros mandatos do presidente Lula, entre 2003-2010, pode ser

⁸ Esse assunto será abordado nas páginas seguintes.

considerada de inspiração Keynesiana? A política Monetária estimulou a aquisição de investimentos em ativos de capital para aumentar o volume de produto e emprego na economia?

Diante disso, este estudo tem como objetivo descrever a política monetária durante o governo Lula (2003-2010), analisando-a à luz das perspectivas de Keynes e dos pós-keynesianos,⁹ em relação às economias monetárias de produção e a forma que deveria ser conduzida a política monetária nessas economias. Para atingir esse objetivo busca-se através de objetivos específicos: resgatar e apresentar, a partir dos três principais escritos de Keynes, a evolução cronológica do seu pensamento, no processo da construção de sua teoria monetária; analisar os avanços feitos pelos autores pós-keynesianos na tentativa de descrever quais são os princípios fundamentais que orientam o modo de funcionamento e o conceito de economia monetária de produção; descrever os instrumentos e o modo operante da política monetária Keynesiana, e descrever a condução da política monetária durante o governo Lula (2003-2010) e interpretá-la a luz das contribuições de Keynes e dos pós-keynesianos.

Para isso, a metodologia adotada neste estudo foi a hipotético-dedutivo. Esse método foi proposto pelo filósofo Sir Karl Raymund Popper¹⁰, na sua tentativa de contestar o método científico indutivo¹¹. Em suas declarações, Popper trazia uma nova perspectiva sobre a investigação científica, sua percepção era baseada na ideia de que toda investigação científica parte de um problema, cuja solução envolve tentativas (hipóteses, conjecturas, teorias) e eliminação de erros (MENESES; FAVRETO, 2021).

O método hipotético-dedutivo segue etapas que se iniciam com a investigação de um problema, que de acordo com Prodanove e Freitas (2013), surge pela falta de compreensão de determinado assunto, ou até mesmo por uma lacuna no conhecimento disponível. A próxima etapa do método é tentar explicar ou justificar esse problema formulando hipóteses provisórias, que são elaboradas com base em um conhecimento adquirido ao longo do tempo. Essas hipóteses serão sujeitas a diversos testes de falseamento, esses testes são realizados com o intuito refutar essas hipóteses, seja por observação e/ou experimentação. O objetivo é justamente eliminar os erros da pesquisa e descartar tudo o que é falso.

Quando a hipótese é colocada à prova e não consegue ser comprovada pelos testes, ela será falseada, pois não era uma hipótese correta. Então será feita uma nova reformulação do

⁹ “O programa de pesquisa dos pós-keynesianos consiste precisamente em desenvolver analiticamente a visão de mundo proposta por Keynes ao longo da sua Teoria Geral e demais escritos acadêmicos” (CARVALHO, 2019, p.11).

¹⁰ Karl Popper (1902-1994) foi um respeitado filósofo e metodólogo da ciência.

¹¹ “Indução é um processo mental por intermédio do qual, partindo de dados particulares, suficientemente constatados, infere-se uma verdade geral ou universal” (MARCONE; LAKATOS, 2017, p. 94).

problema e da hipótese. Essas tentativas irão ocorrer até que não seja mais possível falseá-la, isto é, comprovar que a hipótese é falsa. Quando não se consegue mais refutar a hipótese, ela é uma solução válida, sendo corroborada de maneira provisória, pois a qualquer momento pode surgir um novo fato que a invalide.

Dito isso, esse trabalho parte da hipótese de que a política monetária durante o governo Lula (2003-2010) pode ser considerada de inspiração Keynesiana, uma vez que foi estimulativa do investimento produtivo.

Então, para buscar solucionar o problema levantado nesse trabalho, optou-se pela utilização de livros de economia brasileira contemporânea, trabalhos teóricos da literatura nacional e internacional, e dissertações sobre o tema economia monetária da produção. Os dados referentes aos principais indicadores macroeconômicos foram retirados do Banco Central, do IPEA, e de trabalhos publicados pelo BNDES.

O desenvolvimento do tema proposto está organizado em três capítulos, além dessa introdução e das considerações finais. No primeiro capítulo, é retratado a evolução do pensamento de Keynes, na construção de um modelo de economia, que retratasse a realidade dos fatos característicos de economias modernas. Essa evolução teórica é representada por três obras que são descritas cada uma em uma seção.

No segundo capítulo, são detalhados o conceito e as principais características que definem as economias monetárias. Essas características foram resgatadas de rascunhos feitos pelo próprio Keynes enquanto escrevia a obra Teoria Geral, e foram reunidas na forma de princípios pelos pós-keynesianos.

No terceiro capítulo, é feita a descrição dos objetivos a serem perseguidos pela política monetária em uma economia empresarial e seus principais instrumentos. Em um segundo momento é descrito os principais resultados da condução da política monetária do governo Lula entre 2003-2010, e o impacto dessa política no investimento produtivo.

1 A TEORIA MONETÁRIA DE JONH MAYNARD KEYNES

Este capítulo foi idealizado e escrito com o intuito de apresentar, a partir dos três principais escritos de Keynes, a evolução cronológica do seu pensamento, no processo da construção de sua teoria monetária, como também servir de base para o entendimento de suas ideias e o desenvolvimento dos próximos capítulos. As três principais obras utilizadas foram: o *Tract Monetary Reform* (Tract) (1923), o *Treatise on Money* (TM) (1930) e *The General Theory of Employment, Interest and Money* (TG) (1936).

Antes da consolidação da sua teoria monetária, expressa no livro *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (TG), Keynes realizou uma série de escritos dando ênfase a função que a moeda desempenha em uma economia e as consequências das variações no seu valor, e principalmente como a autoridade monetária deve agir para controlar essa moeda nas economias empresariais modernas. Esses ensaios foram cruciais para o desenvolvimento da TG, pois representam a evolução de suas ideias na tentativa de construir uma teoria monetária.

Em suas obras ficam eminentes as suas preocupações com relação à fragilidade e a complexidade do sistema monetário, somado aos seus esforços na tentativa de compreender a essência dos problemas econômicos, inerentes ao capitalismo, e solucionar os mesmos. Dentro desse complexo sistema monetário, atribuiu à moeda, e conseqüentemente a política monetária, um papel fundamental. Porém, esse papel de destaque foi sendo desenvolvido e aprimorado ao longo de seus estudos a partir do seu afastamento com a Teoria Quantitativa da Moeda.

Sendo assim, a primeira seção desse capítulo vai revisar as primeiras reflexões de Keynes sobre o sistema monetário e a função que o dinheiro desempenha na economia, assim como os distúrbios causados pela alteração do seu valor. Essas considerações foram resgatadas a partir do seu trabalho intitulado “*Tract on Monetary Reform*” (O Tract).

Na segunda seção desse capítulo será descrito as principais concepções de Keynes, no livro “Um Tratado Sobre a Moeda”, que de acordo com Amitrano (2005), foi o passo fundamental no processo da construção da teoria monetária da produção.

Na terceira seção o objetivo é apresentar as contribuições de Keynes na sua obra “A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moda” que é considerada sua principal obra e um marco dentro da teoria econômica. O objetivo é descrever a trajetória do pensamento de Keynes e sua visão de mundo compilada na obra *Teoria Geral do Emprego, do juro e da moeda*.

1.1 Um Tratado Sobre a Reforma Monetária

No livro intitulado “*Tract on Monetary Reform*”, (Tract) publicado em 1923, John Maynard Keynes tinha suas preocupações voltadas em compreender os problemas inflacionários/deflacionários, e seus impactos na economia. Ademais, os fatores que influenciavam as variações nos níveis de preços também foram objetos de estudo, a parti da reformulação da Teoria Quantitativa da Moeda.

É preciso pontuar de início que o contexto histórico em que Keynes estava inserido foi de extrema importância para a escrita dessa obra. As consequências de uma forte inflação vivenciada pela Grã-Bretanha em 1919-1920, seguida por uma violenta deflação em 1921-1922, serviram de referência para as ideias que serão apresentadas posteriormente.

No livro *Tract* (2013a), inicialmente, Keynes analisa os distúrbios causados pela alteração do valor da moeda, períodos de inflação/deflação, e como essas alterações impactam a economia de natureza distributiva e produtiva. A começar pela questão distributiva, a variação monetária afeta diferentes classes da sociedade, no que tange a redistribuição de renda. Sobre isso, Keynes afirma:

[...] quando o valor do dinheiro muda, ele não se altera igualmente para todas as pessoas ou para todos os fins. [...] Assim, uma mudança nos preços e recompensas, como medido em dinheiro, geralmente afeta diferentes classes de forma desigual, **transfere riqueza de um para outro**, concede riqueza aqui e embaraço lá, e redistribui os favores da Fortuna de modo a para frustrar a projeção e decepcionar a expectativa. (KEYNES, 2013a, v. 4, p. 1, grifo nosso, tradução nossa).¹²

Para explicar essa redistribuição desigual da renda da sociedade, a partir de mudanças no valor do dinheiro, períodos de inflação e deflação, Keynes dividiu a sociedade em três classes distintas: a classe dos investidores, a classe empresarial e a classe dos assalariados.

Quando a economia passa por um processo inflacionário, a redistribuição da riqueza acontece de maneira a favorecer os homens de negócios/comerciantes e os trabalhadores, mas em detrimento da classe investidora. Em momentos de deflação, a lógica inversa se estabelece.

¹² “When the value of money changes, it does not change equally for all persons or for all purposes. [...] Thus a change in prices and rewards, as measured in money, generally affects different classes unequally, transfers wealth from one to another, bestows affluence here and embarrassment there, and redistributes Fortune's favours so as to frustrate design and disappoint expectation” (KEYNES, 2013a, v. 4, p. 1).

De modo simplificado, no período de aumento generalizado dos preços, os preços dos produtos ofertados pelos comerciantes/empresários são elevados, obtendo assim remessas de lucros inesperados, assegurando uma renda maior. Enquanto a classe dos trabalhadores pode exigir salários maiores para fazer frente ao aumento dos preços. Quanto à classe investidora, essa tem ativos mobiliários com seu valor reduzido no período de inflação (Keynes, 2013a). É importante salientar que as vantagens adquiridas pelas classes empresarial/comerciante e trabalhadores vão extinguir-se quando os problemas causados pela inflação começam a aparecer.

Além dos impactos no processo de distribuição de renda, a variação dos preços gera consequências favoráveis e desfavoráveis na dinâmica da produção e, por consequência, no nível de emprego. Nas palavras do autor: “se o mundo dos negócios espera que os preços caiam, os processos de produção tendem a ser inibidos; e se espera que os preços subam, eles tendem a ser excessivamente estimulados” (KEYNES, 2013a, p. 30, tradução nossa). Keynes conclui que em cada processo, inflação e deflação, tem a capacidade de alterar a distribuição da riqueza entre as diferentes classes, e também estimular ou retarda a produção de riqueza, embora a deflação seja a mais prejudicial.

Após apresentar os efeitos das variações no nível de preço na distribuição de riqueza entre as classes da sociedade e na dinâmica produtiva, Keynes se preocupou em compreender como ocorre a variação do nível de preços e quais variáveis o influenciava. Até então a explicação que era dada para a variação dos preços vinha da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), e é a partir dela que Keynes inicia seus apontamentos. Com isso, tem-se que:

Essencialmente, a Teoria Quantitativa da Moeda é a hipótese sobre a causa principal das variações no valor da moeda. Estabelece que o estoque de moeda, "M", é o principal determinante do nível geral de preços, "P". (...) e que a velocidade de circulação da moeda varia de forma lenta e previsível a longo prazo (dependendo de fatores como o grau de desenvolvimento do setor bancário, frequência de pagamentos e recebimentos, rapidez de transporte e comunicações), podendo ser considerada uma constante no curto prazo. (CORAZZA; KREMER, 2003, p. 3).

Como um bom teórico monetário de influência Marshallina, Keynes privilegia interesses acadêmicos voltados as linhas tradicionais de estabilidade de preços e controle monetário, de modo que admitia que a TQM era “uma teoria fundamental e que a sua correspondência com os fatos não estava aberta a questionamentos. No entanto, muitas vezes, é equivocada e mal representada” (KEYNES, 2013a, p. 61, tradução nossa).

Em virtude disso, ele parte da análise dessa teoria como ela é, verificando se essa tem validade no curto e no longo prazo, para então adequá-la, a fim de atender a novos elementos acrescentados por ele.

Em concordância com essa teoria, quanto ao papel desempenhado pela moeda, o autor parte do fato de que o dinheiro, as notas, não tem utilidade alguma, exceto o seu poder de compra, ou seja, o dinheiro nada mais é do que um meio de troca. Logo, o público mantém em mãos apenas a quantidade de notas que lhes convém, suficiente para atender às suas necessidades e nada mais.

De acordo com Keynes (2013a), a TQM prega que a quantia de dinheiro que o público detém, isto é, o total de poder de compra, decorre da sua riqueza e dos seus hábitos quanto ao uso do dinheiro. Essa riqueza só mudará gradualmente, devido às mudanças econômicas e sociais, enquanto os hábitos no uso do dinheiro mudam de maneira mais fácil.

Para demonstrar a lógica da teoria, assumindo a hipótese da riqueza do público e seus hábitos, permanecerem inalterados, Keynes chega à equação da TQM em que $(N=PK)$. N é a quantidade de moedas circulando dentro da economia; K são as unidades de consumo a serem demandadas pelo público e, P é o preço de cada unidade de consumo. De acordo com essa teoria, uma vez que a velocidade de circulação da moeda, determinada pelos hábitos do público, no uso do dinheiro, e as práticas dos bancos, são relativamente estáveis, mudanças na quantidade de moeda em circulação só irá afetar o nível de preços.

Keynes vai além dessa hipótese, de que toda a necessidade pública de poder de compra é satisfeita por dinheiro, e que isso é o único motivo da procura pelo de dinheiro. Seu ponto de partida é que o público em geral faz depósitos à vista, enquanto os bancos comerciais detêm reservas de dinheiro para saldar suas obrigações.

Sendo assim, ao reescrever a expressão da TQM, que se apresenta da seguinte maneira:
 $N=P(K+r.k')$.

Keynes apresenta a seguinte relação analítica para a teoria monetária: $n = p (k + k'r)$, onde n = papel moeda em circulação, p = preço de cada unidade de consumo, k = equivalente de K unidades consumidas sob a forma de moeda em poder do público, k' = equivalente de K unidades consumidas sob a forma de depósitos à vista e r = proporção do que os bancos mantêm em caixa em relação aos seus depósitos à vista. (FERRARI FILHO, 1990, n. 13, p. 125)

Nessa nova expressão, quanto na antiga, se mantidos k , k' , e r inalterados, temos o mesmo resultado como antes, ou seja, que n e p sobem e descem juntos, isto é, os preços e a

quantidade de moeda variam na mesma proporção. Assim, enquanto estes não forem alterados, tem-se uma relação direta entre a quantidade de dinheiro (n) e o nível de preços (p).

Para Keynes (2013a, v. 4, p. 87), “a longo prazo”, isto é provavelmente verdade. Mas este longo prazo é um guia enganoso para os assuntos correntes. A longo prazo, estamos todos mortos”. Na prática, mudanças na quantidade de moeda tendem a causar reações na demanda por moeda por parte do público e também por parte dos bancos, e essas mudanças não ocorrem de maneira proporcional. Desse modo, no curto prazo, essa teoria não se aplica à realidade, uma vez que a moeda afeta tão somente o nível de preços.

Uma questão que Keynes julga ser um equívoco de alguns adeptos a TQM, é o fato de considerarem que só mudanças nas organizações econômicas e sociais que afetam a riqueza do público. O que se percebe é que mudanças expressivas no nível de preços interferem muito na riqueza individual, e por consequência nos hábitos dos públicos que vão busca por maiores proteções.

O próximo passo de Keynes foi falar sobre os termos deflação e inflação. Segundo ele, muitas são as definições feitas por outros autores, mas para ele é cabível usar o termo inflação do dinheiro quando há aumento da oferta de moeda e deflação do dinheiro quando há uma diminuição da oferta de moeda. Enquanto o aumento ou diminuição de “ r ” como inflação ou deflação de crédito

Keynes (2013a) quis mostrar que o nível de preços não é nada misterioso, é influenciado, como visto, por poucas variáveis. A quantidade de moeda, as reservas dos bancos, n e r , que devem ser controladas pela Autoridade Monetária (AM); e , a demanda por moeda, k e k' , que não é diretamente controlável. Para manter a estabilidade nos preços é preciso ter essas variáveis sob controle, uma forma de influenciar k e k' , mais especificamente em k' , é a variável taxa de juros. Entretanto, por si só talvez não seja tão poderoso, e caso não for suficiente, as AM devem variar n e r de vez em quando para contrabalançar mudanças em k e k' .

No capítulo final, Keynes concluiu que o objetivo principal da AM para se alcançar a estabilidade monetária é por meio do mercado aberto, política de redesconto¹³ e também garantir a estabilidade cambial. Se não for possível garantir a estabilidade dos dois ao mesmo tempo, deve-se optar pela estabilidade dos preços internos, uma vez que esse causa vários distúrbios internos quando não está estável.

¹³ Um dos instrumentos utilizados pela Autoridade Monetária para atingir seus objetivos específicos é a política de redesconto. Nessa operação o Bacen estipula uma taxa de juros de empréstimos aos bancos comerciais e ao controlar essa taxa consegue estimular o aumento ou a diminuição dos empréstimos concedidos por esses Bancos.

Em suma, essa seção quis mostrar inicialmente as análises feitas por Keynes sobre a instabilidade nos níveis de preços, e suas consequências econômicas e sociais em face das classes sociais. Após isso foi exposto sua análise sobre as causas e as variáveis que influenciavam o nível geral de preço, a partir da reinterpretação da Teoria Quantitativa da Moeda.

Nessa obra, Keynes já percebeu que pelo menos no curto prazo, dado a inexistência de proporcionalidade entre oferta de moeda e nível de preços, a moeda não afeta tão somente o nível de preços. Variações na quantidade de moeda tendem a causar reações na demanda por moeda do público em geral, e do sistema bancário, dado a razão depósitos/reservas, o que impacta na expansão da oferta de crédito, respectivamente, afetando o nível geral de preços.

Uma mudança primordial na forma como Keynes enxergava a moeda foi tema da sua próxima obra, “O Tratado Sobre a Moeda”. A moeda deixou de ser vista como meio de troca, mantida apenas por conveniência, para se tornar uma representação de riqueza no tempo, e isso trouxe características fundamentais para a construção de sua teoria.

1.2 Um Trato Sobre a Moeda

Em outubro de 1930 foi publicada a obra “Um Trato Sobre a Moeda”, a qual foi dividida em dois volumes, o volume V e o volume VI, encontrados nos “*The Collected Writings of JOHN MAYNARD KEYNES*”. Ferrari Filho (1990), expressa que essa obra é a primeira tentativa de Keynes em desenvolver um sistema teórico para uma economia monetária. Ao longo do texto é possível perceber que muitas das questões mencionadas nesta obra vão de encontro com o que mais tarde foi desenvolvido na sua obra máxima intitulada Teoria Geral do Emprego, do Juros e da Moeda.

Nessa obra, Keynes dá os primeiros passos em direção a construção de sua teoria, porém ainda com ideias atreladas a TQM. De acordo com o autor, a verdadeira tarefa de uma economia monetária “é tratar o problema dinamicamente, analisando os diferentes elementos envolvidos, de maneira a exibir o processo causal pelo qual o nível de preços é determinado e o método de transição de uma posição de equilíbrio para outra” (KEYNES, 2013b, p. 120).

Keynes parte da análise desses diferentes elementos e tenta criar sua própria teoria monetária dos preços, que vai além da oferta de moeda como elemento determinante das variações nos preços, para então traçar a forma de condução da política monetária realizada pela Autoridade Monetária (AM).

No primeiro volume, o autor apresenta toda a dinâmica que acontece em torno da moeda. Essa dinâmica em torno da moeda parte, em princípio, de sua característica de unidade de conta. De acordo com (KEYNES, 2013b, v. 5, p.3) é fundamental ter em mente que a moeda é unidade de conta, isso significa, que por meio dela são definidos os preços dos outros bens e serviços, acordos de contratos, acordos de dívidas etc. Por conta dessas características necessita-se então de uma estabilidade dessa unidade de conta.

Como visto no livro “*Tract*” (2013a), os bancos têm um papel importante nessa dinâmica, devido a sua capacidade de criarem moeda em forma de crédito, e essa quantidade de crédito ofertado vai depender do volume dos depósitos à vista feitos. Esses depósitos são de natureza de rendimento, de negócios e de poupança (KEYNES, 2013a, IV, p. 30-31).

Sendo assim, os bancos criam a moeda bancária quando emprestam dinheiro para os clientes, e aumentam suas reservas bancárias quando novos depósitos são feitos. Essas reservas são para fazer frente a futuras eventualidades, podendo ser mantidas como recursos líquidos, depósitos em outros bancos, mas o mais usual é manter a quantia em títulos públicos. Tanto a moeda do Estado, quanto a moeda bancária, juntas denominam-se moeda em circulação.

O próximo passo de Keynes (2013b, p. 58) foi desenvolver as suas equações fundamentais¹⁴, que objetivava analisar e organizar o material para traçar as causas e os efeitos, quando inseridos os fatos estranhos do mundo real. Elas que vão demonstrar quantitativamente as ideias expressas, dando base para o que será dito. Essas equações vão explicar a variação dos níveis de preços e através de suas variáveis explicar o que determina essa mudança. Para isso, ele calculou primeiro como os preços de uma mercadoria específica varia para depois explicar a variação dos preços da produção total.

Antes de desenvolver as equações, Keynes julgou ser necessário apresentar algumas variáveis importantes para as discussões dos determinantes das variações dos preços, são elas: renda, lucros, poupança e investimento, produção corrente da comunidade e o fator trabalho, que vai mostrar o quanto de esforço humano se pode comprar com uma unidade monetária. Todas essas variáveis ganham importância em suas equações, e por consequência em suas análises.

Após organizar essas variáveis e formular suas equações, Keynes chegou à conclusão de quais fatores modificam o nível de preços. Começando pelos preços dos bens de consumo, esses são determinados pela remuneração paga aos trabalhadores envolvidos na produção, os custos de produção, e também o custo do novo investimento, que pode ser menor, igual ou

¹⁴ Ver sobre as equações fundamentais em Keynes (2013b, p. 58).

superior à poupança. Percebeu-se que os preços dos bens de consumo específicos não dependem dos preços dos bens de investimento, o cálculo dos preços desses bens envolve outras condições, mas assumindo-os como dado chega à determinação dos preços da produção total.

Pode-se mostrar que o nível de preços da produção agregada depende, por um lado, da renda média paga e, por outro, do valor de mercado do novo investimento em relação à poupança. A estabilidade dos preços ocorre quando as remunerações pagas mantiverem constantes e o valor do novo investimento for igual à poupança, qualquer variação no comportamento dessas variáveis não impactar no nível de preços.

Outro aspecto importante é a relação entre os lucros dos empresários e os níveis de preços. O lucro é a motivação chave que leva o empresário a investir, esse lucro é obtido quando o valor do investimento feito, deduzidos os custos de produção, for maior que a poupança. No mundo dos negócios, os empresários têm a opção de poupar parte dos seus lucros ou demandar outros produtos de bens de consumo. Essa decisão cabe-lhe e vai ser tomada a partir de suas percepções quanto ao que é mais útil e vantajoso.

Conforme Keynes (2013b, p. 127) ele pode escolher poupar parte desses lucros, seja por depósitos bancários ou títulos públicos. Essas duas opções trazem consequências para outros empresários que vendem bens de consumo. A justificativa é simples, quando o empresário decide gastar com bens de consumo, parte dos seus lucros obtidos, são transferidos para outros empresários que ofertam bens de consumo. Essa transferência acontece devido ao aumento dos preços, visto que quando maior a demanda maior são os preços. Dessa forma, tudo estaria bem e o sistema estaria em equilíbrio, e a riqueza da comunidade se ampliaria. Entretanto, de acordo com Keynes (2013b), se o empresário decidir poupar parte dos seus rendimentos, os outros empresários, que fornecem bens de consumo, experimentaríamos a diminuição dos seus lucros esperados.

Uma redução na renda esperada pode frustrar os empresários e levá-los a poupar parte de sua renda, o que pode ter efeito no nível de preços e, pela relação entre poupança e investimento, também se reflete nas taxas de juros. Vê-se que este é o começo do que mais tarde será apresentado como as expectativas do empresário e a preferências pela liquidez¹⁵ na teoria geral do emprego, dos juros e da moeda no ano de 1936.

¹⁵ Na teoria da preferência pela liquidez, proposto por Keynes, os agentes econômicos tem a opção de manter seus recursos sob a forma líquida, ou seja, manter em dinheiro ou seu equivalente, ou tem a opção de empregar seus recursos em ativos ilíquidos, que são caracterizados por serem mais difíceis de serem convertidos em moeda e sofrem perda de seu valor quando é convertido.

Uma outra variável que mesmo não sendo expressa de forma explícita nas equações, mas que influencia toda a dinâmica em torno do nível de preços, e a passagem de uma situação de equilíbrio para outro, é a taxa de juros. Essa taxa de juros vai ser determinada na esfera da circulação financeira através das negociações entre os agentes que vão especular sobre a precificação da taxa de juros de um período para o outro.

Esse processo pode ser explicado da seguinte forma, dentro de um sistema econômico, as pessoas podem usar sua renda no consumo de bens e serviços ou para deter riqueza, empregando seu dinheiro na poupança, esperando uma taxa de juros alta, para aumentar seus rendimentos, ou, adquirir títulos públicos. Segundo Keynes, esses agentes são classificados conforme o seu perfil de risco, tendo os que são cautelosos em suas operações financeiras, chamados de ursos, e os que são mais agressivos, chamados de touros.¹⁶

Os mais cautelosos em suas operações preferem manter sua riqueza em forma de moeda em vez de títulos públicos, e assim evitar perdas de seu capital, caso as taxas de juros subam. Enquanto os touros, por serem mais agressivos, buscam a remuneração do seu capital, e esperam uma queda na taxa de juros para assim comprar mais títulos e extrair ganhos de capital. Nesse processo de disputa de interesses, de alta e baixa de juros, quando predomina a expectativa de alta, a taxa de juros sobe. E quando prevalece as expectativas de baixa de juros, a taxa então diminui. Então é por meio desse confronto de interesses que a taxa de juros é determinada.

Essas operações com ativos financeiros acontecem na circulação financeira, lado financeiro da economia, em que a moeda se transforma em um ativo como outro qualquer. Sobre isso, Keynes deu um passo à frente dividindo a economia em dois lados distintos e interdependentes. De um lado, tem-se a esfera financeira onde são negociadas ações, títulos, etc, e no outro extremo está o lado característico por abranger toda a atividade produtiva de bens e serviços, lado real da economia, ou circulação industrial. Nesses dois extremos da economia, real e financeiro, a moeda é a única capaz de circular entre as duas esferas, seja como meio de troca ou como ativo.

Keynes (2013b, p. 185) afirma que existe uma relação de dependência entre essas duas esferas, uma vez que, o elo entre o lado real e financeiro é o comportamento da taxa de juros. Como dito anteriormente, a taxa de juros influencia toda a dinâmica no lado real ou no

¹⁶ Keynes (2013b, p. 224) utiliza as expressões “Bull” (touro) e “Bear” (urso) para classificar os agentes agressivos e cautelosos respectivamente.

lado financeiro. Ela incentiva a poupança e a especulação, quando seu nível está elevado, e deprime os investimentos para a produção real.

Para falar da taxa de juros, Keynes (2013b, p. 139) se inspira nas ideias de Wicksell (1936), ao apontar ter uma taxa natural de juros que iguala a poupança com o valor do investimento. Nas palavras de Keynes (2013b) “ele foi o primeiro escritor a deixar claro que a influência da taxa de juros sobre o nível de preço opera por seu efeito sobre a taxa de investimento, e que investimento neste contexto significa investimento e não especulação.”

Nessa obra, Keynes influenciado pelas ideias de Wicksell (1936) aponta que além da taxa natural existe também a taxa de juros do mercado, essa taxa de juros de mercado é a taxa cobrada pelos bancos para oferta de crédito. Essa taxa cobrada pela oferta de empréstimo pode ser de curto prazo ou de longo prazo. Quando a taxa de juros de mercado é maior que a taxa natural os preços terão uma tendência de baixa. De modo que a igualdade entre as duas taxas, natural e de mercado, leva à estabilidade dos níveis de preços; taxa de juros de mercado menor que a taxa natural leva ao aumento dos níveis de preços e por fim, taxa de mercado maior que a natural gera aumento dos preços.

Para fins demonstrativos, Keynes (2013b, p. 138-139) explica que quando o sistema bancário aumenta a taxa de juros, o nível de preços dos bens de capital diminui, pois diminui sua procura, e estimula a poupança, e por consequência diminui a taxa de investimento, levando a uma queda no nível de preços dos bens de consumo e na produção agregada.

A redução nos preços, tanto nos bens de consumo quanto nos bens de investimento, gera perdas de rendimentos para todas as classes dos empresários. E essa redução na renda esperada dos empresários vai refletir na oferta de emprego e na remuneração dos fatores de produção, isto é, ocorre todo um desequilíbrio no sistema.

É interessante perceber que ao definir a taxa de juro de empréstimos, o sistema bancário por consequência define a taxa de investimento da economia. Ou seja, os detentores de riqueza só vão decidir investir no lado real da economia, se os rendimentos que ele espera receber desse investimento superar à quantia que ele deve pagar ao banco, a uma dada taxa de juros, pelo financiamento feito.

Keynes atenta para o fato de que para alcançar a estabilidade de preços é preciso que a A.M iguale o valor do investimento à poupança, e isso pode ser alcançado através do controle sobre a taxa de investimento. Deve-se ter em mente que essa taxa de investimento pode ser afetada por pequenas mudanças na taxa de juros. Desse modo, a AM deve influenciar na taxa de juros de mercado.

No volume dois, Keynes vai falar sobre os aspectos institucionais do sistema monetário e apontar como deve ser a conduta a ser adotada pela AM na gestão de moeda. Em suas palavras:

A arte da administração do dinheiro consiste, em parte, em conceber métodos técnicos pelos quais a autoridade central pode ser colocada em posição de exercer um controle sensível sobre a taxa de investimento, [...] e em parte na posse de conhecimento e poder de prognóstico suficientes para métodos técnicos a serem aplicados no momento certo e na grau para produzir os efeitos sobre os preços e lucros que são desejável no interesse de qualquer que seja a prescrição objetivo final do sistema monetário que está sendo administrado (KEYNES, 1971, VI, p.188).

Até agora o leitor já deve ter em mente que alterações no comportamento da taxa de juros influencia no nível de preços total, devido à relação poupança e investimento, por consequência determina o valor do investimento a ser feito. Outra questão que também deve ficar clara é que a igualdade entre investimento e poupança promove a estabilidade dos preços, só que para isso depende do comportamento da taxa de juros natural e bancária.

Keynes fez questão de mencionar que, ao financiar a produção, o empresário considera a taxa de juros de longo prazo, essa que é relevante para seu investimento. E essa taxa de juros de longo prazo pode ser influenciada à direção desejada por modificações na taxa de curto prazo e a influência direta da AM se da taxa de curto prazo.

Sendo assim, a autoridade monetária deve reunir esforços para influenciar a taxa de juros de mercado, sendo a que se consegue influenciar diretamente. A AM, através do manejo de seus instrumentos para realizar uma política monetária ativa, vai controlar a oferta de moeda na economia, seja papel-moeda, seja moeda bancária. O controle da oferta de moeda impacta de forma direta a taxa de juros, pois a quantidade de moeda em circulação afeta diretamente a taxa de juros. Com o intuito de expandir ou contrair a atividade econômica, a AM realiza a expansão ou a contração das reservas dos bancos, impactando o volume de crédito ofertado ao público.

De acordo com Keynes, os instrumentos mais usados pelo Banco Central são suas operações de mercado aberto, comprando e vendendo títulos, e a política de redesconto. Mudanças na taxa de redesconto influenciam principalmente a taxa de juros de curto prazo, e assim afetam indiretamente o volume de crédito ofertado. Enquanto as operações de mercado aberto produzem efeitos diretos sobre a reserva dos bancos e consequentemente no volume de depósitos e de crédito dos bancos. Essa influência sobre o crédito, resulta no controle da oferta de depósitos de poupança, logo influenciando no nível de investimento.

Em suma, o tratado quis mostrar como a dinâmica dos preços afetam as decisões de investimento, consumo, produção, mercado financeiro e as ações dos bancos. Várias foram as críticas no meio acadêmico, pois Keynes não conseguiu explicar o que se propôs a fazer, que foi explicar as flutuações de emprego e produção. Isso foi crucial para Keynes tentar desenvolver uma nova explicação, o que resulta na publicação da Teoria Geral em 1936.

1.3 A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda

Em seu prefácio, Keynes (1996) versa como o seu Livro TG está intimamente relacionado com o seu livro Tratado Sobre a Moeda. A Teoria Geral foi uma forma de evolução natural da sua linha de pensamento, e por meio dessa evolução, evoluiu-se também as ideias, como por exemplo, o caso da moeda. Aqui, o papel da moeda na economia é essencial e peculiar. O próprio Keynes reconheceu que as falhas em sua obra anterior se derivaram na sua dificuldade de se desvencilhar de suas origens¹⁷. Em suas palavras durante o prefácio escreveu:

Quando comecei a escrever meu Tratado Sobre a Moeda eu ainda estava movimentando ao longo das linhas tradicionais, encarando a influência da moeda como algo, por assim dizer, separado da teoria geral da oferta e da demanda. [...] A falha principal daquela obra (a saber, os livros III e IV), isto é, que eu não consegui lidar completamente com os efeitos das variações do nível de produção. (KEYNES, 1936, p.28).

Sendo assim, a Teoria Geral é, principalmente, o estudo das forças que determinam as variações no volume do emprego e da produção como um todo. E nesse estudo, tem-se que uma economia Monetária “é essencialmente uma economia em que as mudanças do ponto de vista sobre o futuro, conseguem influenciar no volume de emprego” (KEYNES, 1936, p. 28).

Já no primeiro capítulo Keynes fez questão de dar ênfase em lançar uma teoria que seja “Geral”, e não uma teoria que se aplique apenas em casos particulares como é a teoria clássica (KEYNES, 1996). Para o autor, a teoria clássica é indevida e não explica a realidade como ela é. A explicação parte do fato de que eles partem de uma posição de pleno emprego dos fatores de produção, entretanto, o pleno emprego não é o que prevalece na maioria das vezes na história do sistema capitalista, ao contrário, o que prevalece na maioria das vezes é o desemprego das forças produtivas.

¹⁷ No prefácio à edição Francesa, Keynes argumenta que a TG “é fuga final das confusões da teoria quantitativa, em que antes me emaranhara”. (KEYNES, 1936, p. 40).

Em geral, essas forças estão subempregadas e o pleno emprego dessas forças se vê pouco na história do capitalismo. Sendo assim, segundo Keynes, a teoria clássica é uma teoria particular e que não explica o que acontece na maioria das vezes. Desta maneira, tornou-se necessário, para Keynes, escrever uma teoria que desse conta de explicar o que acontece na maioria das vezes, por isso, a necessidade de escrever uma teoria que seja “geral”.

Para lançar sua teoria, Keynes analisa a teoria clássica 18 como ela é e a resume em dois postulados, para assim fazer as suas considerações, tecer suas críticas quanto às mesmas e mostrar o quão indevidas elas eram, pois não explicava a realidade.

Ao “desmoronar” a teoria dos clássicos, Keynes inverte o lado dinâmico da economia. Se para os clássicos o lado dinâmico era o lado da oferta, pois toda a atividade econômica se iniciava por meio da oferta de trabalho dos trabalhadores, que ao ofertarem sua capacidade trabalho, produziam um determinado produto, que, por sua vez, era ofertado na economia. Logo, a dinâmica da atividade econômica parte da oferta.

Na economia monetária de Keynes, o lado dinâmico da economia que define o volume de emprego, e por consequência o volume de produção, é a demanda, sobretudo na forma de gasto do empresário com investimento. A lógica parte do seguinte, a ação de produzir algo e ofertar na economia depende de o ato do empresário demandar via investimento, ou seja, se investe para produzir algo, e o ato de investir e produzir emprega-se, pois só se emprega para produzir alguma coisa, e o empresário só produz e oferta para obter ganhos em forma de lucros.

Para explicar então as forças que determina o volume de emprego e por consequência o volume de produção, já que o volume de emprego é diretamente relacionado com o volume de produto, pois só se emprega para produzir algo, Keynes vai partir do princípio de demanda efetiva¹⁹, nesse princípio a dinâmica econômica é definida pelo lado da demanda, portanto quem faz o produto acontecer, quem faz a riqueza expandir é a demanda, sendo a essência da TG.

Logo de início ele discorre que o volume de emprego depende do nível de receita que o empresário espera receber de sua produção. Partindo disso, Keynes apresenta suas funções, a de oferta agregada, em que $Z = f(N)$, sendo Z o produto e N, o emprego, e a função de demanda agregada, $D = f(N)$, em que D representa a receita que os empresários esperam obter ao empregar

¹⁸ Os chamados “economistas clássicos” foi uma denominação inventada por Marx para referir a David Ricardo e James Mill e seus predecessores. Keynes inclui nesse meio os seguidores de Ricardo, compreendendo por exemplo, J. S. Mill, Marshall e o Prof. Pigou.

¹⁹ A demanda efetiva, segundo Keynes, é a demanda esperada pelo empresário no momento de realizar um investimento. Trata-se de uma situação onde ocorre o ponto de intercessão da função da demanda agregada com o da oferta agregada.

um total de N homens. A demanda agregada dependerá do nível de emprego em uma economia, pois quando há emprego há renda, e se há renda, haverá demanda. Sendo assim, para um determinado valor de N , quando a demanda, D , é maior que a oferta Z , os empresários são estimulados a produzir mais, logo contratar mais trabalhadores. E o ponto de interseção entre a oferta agregada e a demanda agregada temos, portanto o ponto de demanda efetiva da sociedade, isto é, é o ponto em que a demanda absorve determinada oferta.

Como é a demanda agregada que dita a dinâmica da atividade econômica, e com isso determina o volume de emprego, Keynes (1936) mostra o que determina os componentes da demanda agregada. Por se tratar de um modelo, em que a economia é fechada e sem governo, o que compõem a demanda da economia na totalidade é o consumo e o investimento. Perante o exposto, Keynes explica primeiro o que determina o consumo e em um segundo momento o que determina o investimento.

Todas as explicações sobre o consumo, parte do desenvolvimento de sua função consumo, a primeira apresentada na ciência econômica. Essa função, $C = f(Y)$, relaciona um volume monetário de consumo com o volume monetário da renda. Essa função mostra que determinado volume de consumo na economia é explicado por um determinado volume de renda da sociedade. De maneira simplificada, é a renda da sociedade que explica o consumo da mesma sociedade.

A equação da demanda agregada $C = C_0 + C_1(Y)$, traz um conceito fundamental na teoria keynesiana, a Propensão Marginal a Consumir.²⁰ Essa equação mostra que a renda, representada por Y , tem uma relação positiva com o consumo, representada por C , ou seja, se a renda aumenta, o consumo também aumenta. O que explica essa relação, de acordo com Keynes, é o coeficiente angular representado por C_1 , que é a Propensão Marginal a Consumir. Essa $PmgC$ mostra o quanto da renda é convertida em consumo.

Keynes (1996) explicita que ao analisar os ensinamentos adquiridos das experiências passadas, somado ao conhecimento da natureza humana, é possível perceber a existência de uma “Lei Psicológica Fundamental”. Essa lei indica que há uma predisposição humana a elevar o seu consumo a medida que seus rendimentos aumentam, todavia esse aumento no consumo não ocorre na mesma proporção do aumento da renda. De tal forma, que se a renda aumentar em 10 unidades monetárias, o consumo não vai aumentar também em 10 unidades monetárias, o consumo vai aumentar, mas em proporções menores.

²⁰ A Propensão Marginal a Consumir é um parâmetro que mede a variação do consumo quando o rendimento varia em uma unidade, isto é, o quanto de renda se transforma em consumo.

Nota-se que esse aumento desigual do consumo, comparado ao aumento de renda, traz implicações muito sérias para a atividade econômica. Dentre elas, pode-se citar a desmotivação do empresário a realizar novos investimentos; o impacto no volume de emprego e também no produto da economia.

É preciso compreender que esse aumento na renda da sociedade em contraste com o aumento do consumo, não na mesma proporção, implica na existência de poupança por parte da sociedade. Essa poupança da sociedade proveniente da não demanda da produção, significa estoques para os empresários. Viu-se anteriormente que o empresário investe na produção e emprega funcionários para produzir e vender seu produto no mercado, para obter lucros. Se ele fez isso e não conseguiu efetivar sua venda porque as pessoas pouparam parte dos seus rendimentos, ele é desestimulado a fazer novos investimentos e pode até mesmo desistir de produzir, e tudo isso impacta no volume de emprego.

Dentro dessa lógica, quem demandará a parte do produto que não foi demandado via consumo, é a variável “Investimento”. Por este motivo é que o Investimento é a variável-chave da teoria Keynesiana, porque ela gerará emprego e renda novas. O investimento, que são os gastos dos empresários com a aquisição de bens de capital, equipamentos para a produção e a ampliação da capacidade produtiva, tem caráter instável. Esse investimento vai depender da taxa de retorno do investimento, que Keynes chama de eficiência marginal do capital (EmgC), e da taxa de juros da moeda.

A Eficiência Marginal do Capital é o cálculo que o empresário faz, em termos de expectativa de receitas líquidas futuras que esperam obter da venda de seus produtos. Conforme Keynes (1996, p. 149) “A relação entre a renda esperada de um bem de capital e seu preço de oferta ou custo de posição, dá-nos a eficiência marginal do capital”.

Esse ato do empresário de olhar para o futuro e tentar prever o que espera receber de receitas líquidas, caso realize o investimento, confirma o peso que as incertezas causam na tomada de decisões. Se o futuro é incerto, o que sobra para os empresários são as expectativas. Desse modo, a incerteza e as expectativas são questões fundamentais na teoria keynesiana, dado que são elas que limitam a tomada de decisão do empresário quanto ao investimento a ser realizado.

As previsões que os empresários fazem, para então decidir se um determinado investimento vale a pena ou não, são feitas olhando para o presente, mas também olhando para o futuro. E qualquer mudança na sua expectativa impactam no volume de emprego oferecido pelas empresas. Essas expectativas podem ser de curto prazo, relacionadas com o preço que o fabricante espera obter pela sua produção acabada, no momento em que se compromete a iniciar

a produção. E as expectativas de longo prazo estão relacionadas com os ganhos futuros esperados, quando é acrescido mais capital (KEYNES, 1996).

Até agora, viu-se o primeiro determinante do investimento, que é a EmgC, agora será tratado o segundo determinante, não menos importante, que é a taxa de juros, e o que determina a taxa de juros. Para definir o que é taxa de juros, Keynes parte da indagação de como que o indivíduo irá manter a parte poupada da renda. Será mantida em forma líquida imediata ou irá ofertar no mercado financeiro em busca de maiores rendimentos? Em outros termos, qual é o grau de sua preferência pela liquidez? Sendo a preferência pela liquidez representada pelo grau de volume de recursos que se deseja conservar em moeda em diferentes situações. Quanto maior for a preferência pela liquidez maior será o volume de moedas em mãos.

Sendo assim, a taxa de Juros, nas palavras de Keynes (1996, p. 174) “É a recompensa da renúncia à liquidez por um período determinado”. Como descrito no Tratado sobre moeda, a taxa de juros é determinada no mercado financeiro, através dos conflitos de interesses entre os agentes, no que tange às suas expectativas quanto à variação da taxa de juros. Sendo assim o processo de demanda e oferta de moeda que vai determinar o nível e variação da taxa de juros. Isso é mesmo que dizer que vai ser o confronto das diversas preferências pela liquidez que vai determinar o patamar da taxa de juros.

Se todo mundo quer liquidez máxima, ou seja, manter riqueza em forma de moeda, a taxa de juros subirá porque ninguém está ofertando moeda no mercado financeiro. E se o grau de preferência pela liquidez for menor, maior será a oferta no mercado financeiro, e com isso menor a taxa de juros.

É nesse sentido que Keynes (1996) vai elencar os motivos pela preferência pela liquidez. 1) Motivo-transação, que é a quantidade de moedas mantidas em mãos entre o recebimento de renda e gastos realizados durante um intervalo. Nesse, a moeda é utilizada como meio de troca, para liquidar transações. 2) Motivo-precaução, que é quando a moeda é conservada de um lado, para atender adversidades imprevistas futuras, por outro lado, para aproveitar oportunidades inesperadas de ganhos investidos em ativos. 3) Motivo-especulação, que compreende a tentativa de ganhar mais dinheiro com o dinheiro que se tem em mão, ofertando-o no mercado financeiro na compra de dívidas.

Nesse motivo especulação, a administração monetária, Banco Central, exercerá suas influências, portanto, o motivo especulação varia de modo contínuo sob o efeito de alterações graduais na taxa de juros, devido às mudanças nos preços dos títulos e as dívidas de vencimentos diversos.

Como citado anteriormente, o Investimento, variável chave da economia, é determinado pela Eficiência Marginal do Capital e da Taxa de Juros. Keynes mostrou que o empresário ao se deparar com uma oportunidade de investimento, ele irá contrastar a taxa de retorno produtivo, que é a eficiência marginal do capital, com a taxa de juros, que é o prêmio pago pela oferta de moeda no sistema financeiro. O empresário irá comparar qual das opções irá trazer mais ganhos.

Entretanto, é necessário destacar que, na visão de Keynes essa comparação chega a ser desleal, uma vez que no mercado financeiro quanto mais longo forem os contratos maiores são os juros pagos, compensando, assim, os riscos. Enquanto a Eficiência Marginal do Capital no longo prazo e no curto prazo é descrente no tempo. A explicação parte do seguinte argumento, ao longo do tempo a expectativa é que a Eficiência Marginal dos vários bens de capital disponíveis para serem adquiridos caiam com o tempo. Quanto mais investimentos existirem mais os bens e serviços em geral existirão, com isso maior sua oferta e menor será o preço dos bens e serviços, logo, menor o retorno em forma de rendimentos.

O efeito de curto prazo que justificará o decréscimo da EmgC, em contraste com o volume de investimento agregado, é devido ao custo de oferta. No curto prazo, quando há aumento do investimento, as empresas produtoras de bens de capital ficam pressionadas, porque a demanda aumenta, logo, o preço desses bens de capital aumenta. Se o custo do investimento aumenta, a eficiência marginal do capital diminui (KEYNES, 1986).

É nesse contexto das economias monetárias que a Autoridade Monetária deve atuar. Como visto, é o investimento produtivo que promove o aumento do volume de emprego, de renda e, conseqüentemente, a do consumo, que além de absorver a produção ofertada, servirá como estímulo aos empresários para realizarem novos investimentos e, assim, seguir um ciclo de crescimento em uma economia.

Todavia, o ato de investir é dificultado pelas variações nas expectativas dos empresários, no curto e no longo prazo, variações nos custos de “Bens de Investimentos”, e principalmente na variação da taxa de juros. Dessa forma, a política monetária, por meio do manejo da taxa de juros de curto prazo, deve buscar tornar mais atrativo para o empresário o investimento produtivo.

Em resumo, esse capítulo quis mostrar a evolução do pensamento de Keynes, desde a tentativa de construir uma teoria monetária, até a consolidação dessa teoria com a publicação da Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda (TG), que é considerada “uma codificação analítica das formas de operação de um modelo de economia monetária de produção” (CARVALHO, 2020, p. 115). Mais adiante será demonstrado que Keynes não expressa

explicitamente, na TG, os fundamentos e o conceito desse modelo de economia. Sendo assim, o objetivo central do próximo capítulo é apresentar as características fundamentais do modelo de economia monetária, e a partir dessas características definir o seu conceito.

2 UMA ECONOMIA MONETÁRIA DA PRODUÇÃO

De acordo com tudo o que foi descrito até aqui, verifica-se que ao longo de suas obras Keynes atribuiu a moeda papéis diferentes. Após a publicação do livro ‘Tratado sobre a Moeda’, devido várias críticas, Keynes decidiu romper de vez com a teoria clássica e, essa ruptura se deu devido ao tratamento que os clássicos deram à moeda. “Talvez eu possa expressar melhor aos leitores Franceses [...] que na teoria da produção é uma ruptura final com as doutrinas de J.-B. Say.” (KEYNES, 1996, p. 40).

Os adeptos a teoria econômica dominante pregam que a moeda é apenas um instrumento que facilita as trocas, e que essa, no longo prazo, é neutra devido à ausência de poder de afetar as forças de mercado. Sobre isso, Corazza e Kremer (2003, p. 9) declaram que no ponto de vista dos neoclássicos, o enfoque é no papel de poder de compra temporário que a moeda possui, continuando sendo um véu, cuja principal função é a de facilitadora das trocas.

Dito isso, a concepção de Keynes era a não neutralidade da moeda no longo prazo, uma vez que a moeda desempenha um papel crucial dentro da economia que vai além de meio de troca. Sendo assim, foi necessário construir toda uma teoria que caracterizasse sua forma de pensar a moeda. Desta maneira, que Keynes chegou ao seu modelo fundamental de uma economia empresarial, modelo esse que retrata o papel primordial da moeda, e que se ajusta a realidade moderna do sistema de produção capitalista.

De acordo com Oreiro (2011), Keynes desenvolveu ao longo da sua Teoria Geral e dos seus demais escritos acadêmicos, uma nova visão de mundo que estaria resumida no conceito de economia monetária de produção. E esse conceito, ainda segundo Oreiro (2011) foi mencionado por Keynes pela primeira vez em 1933.

Nesse artigo de 1933, a opinião de Keynes era que a principal razão da não resolução dos problemas da crise é a falta do que se poderia chamar de teoria monetária de produção. Em suas palavras,

Na minha opinião, a principal razão pela qual os problemas da crise são sem solução, ou pelo menos por que essa teoria é tão insatisfatória, deve ser encontrado na falta do que poderia ser chamado de uma teoria monetária da produção. A teoria que eu desejo lidaria com uma economia em que o dinheiro desempenha um papel próprio que afeta motivos e decisões e é, em suma, um dos fatores operativos na situação, de modo que o curso dos eventos não pode ser previsto, seja a longo ou a curto prazo, sem o conhecimento o comportamento do dinheiro entre o primeiro estado e o último. E é o que o deveria significar quando

falamos de uma economia monetária (KEYNES, 1933 apud OREIRO, 2011, p. 408-409).

Por meio do que foi descrito é possível perceber a preocupação de Keynes em desenvolver o conceito e todo o arcabouço teórico em torno de um modelo de economia que de fato mostrasse a realidade dos fatos característicos em uma economia moderna. Todo esse esforço culminou na publicação da Teoria Geral. Entretanto, nessa obra, Keynes não exibiu os fundamentos de sua teoria de maneira sistemática sob a forma de axiomas ou princípios.

De acordo com Carvalho (1988, p. 3), a análise das características que definem uma economia empresarial, que seria usada para abrir as discussões sobre o tema na TG, permaneceram reunidas nos rascunhos e não foram apresentadas na versão definitiva de maneira sistemática. Mas foi através da organização dos comentários, feitos por Keynes durante a escrita e após a publicação da Teoria Geral, que foi possível a reconstrução do conceito de economia monetária e a formulação de princípios fundamentais.

Por não ter apresentado os fundamentos de um modelo de economia monetária, sob a forma de axiomas, autores como Davidson (1984) e Carvalho (1988) não mediram esforços para verbalizar a visão de mundo de Keynes e apresentar à teoria econômica os princípios que regem uma economia monetária de produção. Por questão didática será apresentado agora os princípios definidores de uma economia empresarial na visão de Carvalho (2020), o qual foi um dos principais pensadores da pós-keynesianos.

Sendo assim, Carvalho (2020) adota como programa de pesquisa a verbalização da visão de mundo de Keynes, e com base nisso define os princípios fundamentais que orientam o modo de funcionamento e o conceito de economia monetária de produção. Ademais, esses princípios conforme Carvalho (2020) e Oreiro (2011) correspondem ao núcleo de pesquisa do programa pós-keynesianos.

Primeiramente, tem-se o princípio da produção. O processo de produção, dado sua importância e seu processo evolutivo, corriqueiramente é objeto de estudo dentre os teóricos. A chave da dinâmica produtiva é o investimento produtivo. Keynes sempre esteve muito preocupado com o processo de produção, desde a fase da tomada de decisão de produzir até a fase final de confirmação da produção, isto é, quando o produto é distribuído. Dito isso, esse princípio se pode resumir na afirmação de que a firma só produz com o objetivo de obter cada vez mais lucros, esses definidos em termos monetários. Nas palavras de Keynes, “A firma lida inteiramente em termos de somas de moeda. Não tem propósito no mundo a não ser o de

terminar com mais moeda do que começou. É essa a característica essencial de uma economia empresarial” (CWJMK, vol. XXIX, p. 82p. 89).

Esse princípio reconhece a empresa como uma entidade própria, dotada de personalidade, metas, objetivos divergentes de seus proprietários. É típico nas economias modernas a separação entre o controle das empresas e seus proprietários.

Com base nisso, Carvalho (1991) afirma que, Keynes e os pós-keynesianos salientam a separação entre propriedade e gestão, e cada um desses anseia por coisas diferentes. Os proprietários do capital têm como interesse os rendimentos do seu capital, ou seja, os dividendos. Enquanto que o objetivo da empresa é o lucro monetário, isto é, acabar com uma quantidade maior de moeda do que aquela que ela iniciou o processo de produção.

O segundo princípio é o da estratégia dominante. Esse princípio explica que dentro de uma economia empresarial existe uma hierarquia, no tocante ao poder de decisão entre os agentes. De um lado tem-se as empresas detentoras dos meios de produção, que são escassos e inacessíveis aos trabalhadores, e do outro lado se tem as famílias (trabalhadores). Como as empresas têm a posse dos recursos, ela que vai ditar a dinâmica econômica.

As empresas por ter a posse e o controle dos meios de produção determinam a quantidade de emprego e poupança da economia, pois cabe a ela a decisão de quanto produzir e investir (CARVALHO, 2020). Esse princípio parte do fato de que a empresa, quando decide investir, cria empregos para os trabalhadores e outros fatores de produção, e por empregar o trabalhador lhe confere renda permitindo assim que exista a poupança.

Uma questão que merece destaque diz respeito a importância dos bancos como o detentor da chave do processo de investimento. Esse agente econômico fornece crédito para as empresas financiarem o seu processo de produção, a partir desse ponto coloca-se por terra a ideia de que é preciso ter poupança prévia para efetivar um investimento. E essas empresas de acordo com Carvalho (2020) tem preferência no acesso ao crédito ofertado pelos bancos, muito mais do que a família, devido aos ativos que possuem.

O terceiro princípio é o da temporalidade do processo econômico. Esse princípio diz que, em um modelo de economia monetária, o processo de produção demanda tempo. Isso leva o empresário a tomar suas decisões de produção e da escala de produção antes da venda do produto finalizado no mercado. Sendo assim, ao decidir investir na produção, o empresário vai precisar empregar os fatores de produção antes da venda final e, essa decisão vai levar em consideração a sua expectativa de demanda da produção.

O quarto é o princípio da não-ergodicidade. Na teoria econômica clássica vigora o axioma da ergodicidade. De acordo com Davidson (1984), esse axioma reconhece que os

processos econômicos são reversíveis e repetitivos, vão acontecendo ao longo do tempo, de maneira que os agentes aprendem como operam esses processos, e os meios de “descobrir” a probabilidade dos eventos futuros. Com base nessa probabilidade tomam suas decisões. No modelo de economia pregada por Keynes e os pós-keynesianos vigora a não-ergodicidade.

Sobre isso, Carvalho (2020) afirma que Keynes e os pós-keynesianos reconheceram que de fato existe alguns processos que ocorre em ambientes estáveis, permitindo sua caracterização como se fossem repetitivos. Porém, existe também processos divergentes que envolvem a tomada de decisões cruciais.

Processos que envolvem a tomada de decisões cruciais, são irreversíveis, ou seja, a repetição é impossível, e com isso o aprendizado também é impossível. Sendo assim, como a dinâmica econômica cria processos novos, o agente vive em um ambiente de incerteza, e a tomada de decisões baseadas em ocorrências passadas não são suficientes para permitir que o futuro seja calculado probabilisticamente. Então a não-ergodicidade é responsável pela incerteza fundamental.

O quinto princípio é o da coordenação. No cotidiano os indivíduos têm objetivos distintos e com isso suas decisões são tomadas de maneira isoladas. Em um ambiente de produção acontece a mesma situação, cada empresa tem objetivos distintos, de forma que não há um mecanismo que coordene previamente os planos de produção como, por exemplo, quantidades produzidas e a demanda por produto, disponibilidade de bens intermediários no momento certo, etc. (CARVALHO, 2020).

A produção por ser considerada um processo especulativo, uma vez que as decisões de produção acontecem antes e durante o processo produtivo, tendo sua efetivação no mercado, a coordenação é obtida *ex post facto* por meio da revelação pelo “mercado” das decisões que estavam corretas ou não.

As decisões erradas irão impor perdas para os agentes e as decisões que foram tomadas de maneira correta irá proporcionar ganhos. Nesse contexto, como será visto mais adiante, os tomadores de decisão irão adotar comportamentos e desenvolver instituições que reduzam a incerteza e os efeitos de tais erros, por exemplo, o sistema de contratos em moeda. A partir disso, os empresários criam técnicas para coordenar suas operações e ter maior estabilidade em seus processos, aumentando a confiança que têm em suas expectativas. Por exemplo, os empresários realizam contratos monetários para diminuir “[...] a incerteza, estabelecendo fluxos de recursos, real e financeiros, com calendarização e prazo, assegurando aos produtores a disponibilidade de recursos, por um lado, e a existência de saída para os seus produtos, por outro” (CARVALHO, 1992, p. 48).

Por fim, o sexto princípio que é o da propriedade da moeda. Esse princípio está intimamente relacionado com o princípio da coordenação. De modo que só é possível ter um sistema complexo de contratos monetários, capazes de diminuir riscos e incertezas, devido a moeda possuir funções próprias capazes de garantir sua sobrevivência. Essas propriedades são: a) unidade de conta, isto é, padrão de medida onde todas as transações econômicas são expressas em moeda, seja a vista seja a prazo. b) Função meio de troca, por meio do qual os contratos de dívidas são liquidados e sob a qual o poder de compra é mantido e, por fim, c) reserva de valor, capaz de transportar ao longo do tempo a riqueza dos agentes em sua forma mais líquida.

Uma questão que merece ser mencionada diz respeito a duas características que a moeda tem, e que nenhum outro ativo tem, que vai garantir o bom funcionamento das suas funções e a preservação do seu valor perante a sociedade. O tempo todo as pessoas demandam moeda porque ela proporciona liquidez máxima para liquidar transações e é um porto seguro em momentos de incerteza, o que à faz ser um instrumento convencionalmente valorizado pela sociedade, isto é, as pessoas acreditam no valor que a moeda tem.

Dada a constante demanda por moeda, Keynes na TG, vai elencar duas peculiaridades que vão sustentar a liquidez da moeda e suas propriedades, o que permite o pleno funcionamento de um sistema de contratos monetários. A primeira peculiaridade é que a moeda tem a elasticidade de produção negligenciável, isto quer dizer que quando a taxa de juros, o preço da moeda, muda, a produção de moeda não muda. O tempo todo o Banco Central controla a criação de moeda, uma vez que a demanda por moeda é constante, a oferta de moeda deve ser relativamente escassa. A segunda peculiaridade é a elasticidade de substituição negligenciada, ou seja, mesmo a taxa de juros mude, o preço da moeda, o uso da moeda não é substituído por outro ativo, a moeda continua sendo usada, as pessoas não deixam de usar a moeda para usar outro ativo, como se faz por exemplo, a substituição de produto que está caro por outro mais barato.

Após essa exposição das principais características de uma economia monetária, sob a forma de postulados, cabe nesse momento falar um pouco sobre o sistema de contratos monetários, característicos dessa economia empresarial.

Como dito anteriormente as propriedades da moeda estão intimamente relacionadas com o sistema de contratos. Os contratos são separados por dois tipos a saber: a) contratos a vistas ou implícitos, e b) contratos a termos ou explícitos. No primeiro caso, ambas as partes, se comprometem a cumprir com o compromisso no ato da transação de maneira informal. Por

exemplo, em um estabelecimento comercial, a Todo esse acordo é feito de maneira formal por escrito e devidamente assinado.

Esse contrato a termo foi uma maneira encontrada para diminuir a incerteza do produtor quanto a disponibilidade de recursos necessários a produção, a entrega, os preços a qual os recursos vão ser adquiridos, etc. Sendo assim, é um instrumento fundamental para manter a organização do processo produtivo pois assegura cada parte o recebimento do que lhe é devido.

E para esse sistema complexo de contrato funcione é preciso que a moeda desfrute de suas propriedades. Pois, é preciso que esses contratos sejam definidos em moeda, unidade de conta, e que exista um instrumento que possa ser utilizado para a sua. Conforme Carvalho (2020), “a existência de contratos a termo denominados em moeda é o que torna a moeda um ativo”.

Nesse tipo de economia a incerteza é uma questão muito importante de ser compreendida, ela afeta o comportamento do indivíduo, à acumulação de riqueza e, em especial a demanda por moeda. A incerteza diz respeito ao grau de completude de uma determinada informação disponível para os indivíduos no momento da tomada de decisão (CARVALHO, 2020). Essa incerteza vai se expressar no grau de confiança que o indivíduo tem de uma determinada decisão, ou seja, o quão ele confia na sua decisão tomada.

Essa incerteza, dentro de uma economia monetária, que vigora a não-ergodicidade, não pode ser eliminada por cálculos probabilísticos. E essa incerteza é fundamental para entender o funcionamento da economia, pois ela é capaz de mudar o comportamento dos agentes tomadores de decisão. E vai ser a mudança de comportamento do agente econômico que vai refletir na demanda por moeda e por outros ativos que são convertidos rapidamente em moeda, isto é, ativos mais líquidos.

Quando o futuro é incerto, e afeta as expectativas do empresário, esse vai optar por uma maior proteção para sua riqueza contra imprevistos futuros. E nesse cenário, por todas as características já descritas da moeda, a faz ser o porto seguro dos agentes. Decidir deter moeda, é decidir demanda liquidez na sua forma mais pura. Como visto na TG a liquidez é medida por grau, indo do menor para o maior grau de liquidez.

Sendo assim, os tomadores de decisão preferirão manter em seus portfólios ativos líquidos, mesmo que ofereça uma menor rentabilidade, do que investir em ativos ilíquidos, como é o caso dos ativos no sistema produtivo que fazem gerar emprego e renda.

A demanda por moeda enquanto ativo, vai afetar os preços dos outros ativos e formas de acumulação de capital. São os preços correntes dos bens de capital que importam para definir

sua escassez relativa. Em um contexto onde prevalece expectativas favoráveis quanto ao futuro, os tomadores de decisão, ao demandarem bens reprodutíveis, bens de capital, esses vão ter seus preços de mercado maiores do que o custo de produção, e com isso uma maior disponibilidade no mercado e assim uma maior acumulação de capital.

Para essa maior demanda, será necessária uma quantidade maior de fabricação e por consequência maior número de contratados para produzir esse bem. Ao contratar um maior número de trabalhador para produzir bens de capital, esses trabalhadores agora empregados, vão demandar uma maior quantidade de bens de consumo. Isso acarretará maiores investimentos no setor de bens de consumo e também um maior número de trabalhadores para produzir bens de consumo. O resultado final, é um maior volume de emprego e de renda na economia, o famoso efeito multiplicador keynesiano. Percebe-se que ao renunciar liquidez e decidir investir em bens de capital, através do efeito multiplicador, impactará positivamente no setor de bens de consumo.

Com base em tudo o que foi dito, ao papel crucial que a moeda desempenha em uma economia moderna, não pode ser dito que a moeda é neutra, ao contrário, ela não é neutra nem no curto nem no longo prazo, pois o seu comportamento afeta motivos e decisões. De acordo com Keynes (1964, p. 212) é a incerteza que cerca decisões cruciais, como as de investimento em ativos de capital, que abre espaço da não neutralidade da moeda no longo período.

Após a descrição das principais características de como opera uma economia monetária pode-se trazer a definição de uma economia monetária de produção. O primeiro conceito de economia monetária foi apresentado de maneira parcial por Keynes, assim em uma economia monetária, o dinheiro desempenha um papel próprio que afeta motivos e decisões e é, em suma, um dos fatores operativos na situação, de modo que o curso dos eventos não pode ser previsto, seja a longo ou a curto prazo, sem o conhecimento o comportamento do dinheiro entre o primeiro estado e o último (KEYNES, apud CARVALHO 1988, p.3).

O segundo conceito é uma extensão desse conceito, que foi reconstruído por Carvalho (2020), uma das principais referências internacionais pós-keynesiana e reconhecido como o mais importante pós-keynesiano brasileiro (OREIRO, 2019). Nas palavras de Carvalho (2020, p. 105) uma economia monetária é um sistema em que:

a atividade produtiva se organiza e é dirigida pelas empresas de acordo com suas expectativas de lucro. Essas expectativas são intrinsecamente especulativas, uma vez que se referem ao comportamento futuro e incerto dos mercados. Uma vez formadas as expectativas e tomadas as decisões de produção, as empresas firmam contratos monetários a termos que lhes permitem reservar fatores de produção antes de sua efetiva utilização, de

maneira não só a sua disponibilidade física, mas, também seus termos de compra (CARVALHO, 2020, p. 105).

Em suma, esse capítulo mostrou as características definidoras de um modelo de economia empresarial, onde a moeda e as incertezas afetam o comportamento do tomador de decisão que pode optar por formas mais líquidas de riqueza. Ao fazer isso os preços dos bens de capital sofrem variações e com isso sua disponibilidade de oferta, alterando assim a acumulação de capital, podendo causar desemprego e inflação. Sendo assim, moeda afeta o ritmo de acumulação de riqueza. Um esquema que foi descrito por Alves (2021) resume o que foi dito acima.

Em uma economia monetária o aumento da incerteza leva o tomador de decisão a aumentar sua preferência pela liquidez, demandando ativos não reprodutíveis (moeda). Essa demanda por ativos não reprodutíveis, ou seja, que não gera emprego e renda, leva a diminuição da demanda por ativos reprodutíveis, e isso leva a diminuição do preço de demanda. Como o seu preço de demanda é menor que o preço de oferta ou (custo de produção desse ativo) vai haver uma menor disponibilidade desse tipo de ativo no mercado, isto é, o ativo de capital vai ficar relativamente escasso. Como consequência dessa escassez, vai ter um menor investimento nesse tipo de bem e com isso menor consumo, via efeito multiplicador. Um menor consumo, gera uma menor produção e com isso um menor número de empregos ofertados. Esse baixo volume de oferta de emprego leva ao conhecido desemprego involuntário, fruto de uma insuficiência de demanda efetiva.

Nessa economia o objetivo da política econômica é aumentar a eficiência marginal do capital para que os agentes ao formarem seu portfólio de riqueza, a eficiência marginal do capital compense, ou seja, o investimento vai para o investimento produtivo e não para a especulação.

No capítulo seguinte será demonstrado, que diante dessa situação dos ativos reprodutíveis, Keynes e os pós-keynesianos propõem a intervenção do Estado na economia, apoiado em suas políticas econômicas, para tentar reverter esse quadro, e uma dessas políticas utilizada é a monetária.

3 O PAPEL DA POLÍTICA MONETÁRIA

A partir do que foi abordado, pôde-se perceber que numa economia empresarial moderna, o emprego e a renda da economia passam a depender das decisões de investimentos dos empresários, que podem optar por acumular sua riqueza através da aquisição de ativos com maior ou menor grau de liquidez.

Dessa maneira, se esses agentes estiverem inseridos em um ambiente onde a incerteza sobre o futuro afeta sua visão de normalidade, esses vão optar por formas mais seguras de resguardar sua riqueza, por exemplo, adquirindo ativos mais líquidos como os ativos financeiros. Esses ativos são característicos por deterem uma maior segurança, pois tem uma maior liquidez, isto é, são rapidamente convertidos em moeda e sem perder seu valor, ao contrário dos ativos de capitais, que além de serem ilíquidos, ao serem vendidos sofrem perda de capital.

À medida que, nesta concorrência, os ativos que vão propiciar a geração de emprego e renda, via efeito multiplicador, estão em desvantagem, o valor dos ativos de capital e sua atratividade vão depender de política monetária, que atuará na esfera financeira a fim de gerar efeitos na esfera real (MINSKY, 1975, p.37 apud CARVALHO, 1991).

Dito isso, esse capítulo tem dois objetivos, o primeiro é apresentar a lógica operacional da política monetária de abordagem Keynesiana e dos pós-keynesianos, no contexto de uma economia monetária, e o segundo objetivo é, a partir disso, trazer algumas reflexões sobre a política monetária brasileira no período 2003-2010 no governo Lula da Silva. Desse modo, o primeiro objetivo contemplará a primeira seção, e o segundo objetivo a segunda seção.

3.1 A política monetária em uma economia monetária da produção

Antes de aprofundar na questão descrita acima, é importante deixar claro que não existe um consenso, dentro dos adeptos das ideias de Keynes, sobre a eficácia da política monetária em afetar variáveis reais na economia, como o emprego e o produto, por exemplo. Alguns autores, como os velhos-keynesianos, não acreditam nessa ideia, enquanto, autores como Hyman Minsky, Paul Davidson, Cardim de Carvalho, João Sicsú, etc, autores pós-keynesianos, a considera válida, uma vez que, a moeda não é neutra nem no curto, nem no longo prazo, sendo assim pode afetar variáveis reais.

Uma vez que a moeda gera diferentes impactos no sistema econômico e financeiro, dada sua capacidade de afetar motivos e decisões dos agentes, cabe à autoridade monetária atuar de maneira ativa na economia para cuidar dessa moeda e garantir que o objetivo final da política monetária, o crescimento econômico sustentado²¹, seja atingido. Para isso, irá fazer uso de instrumentos como reservas compulsórias, *open-market* e empréstimos de redesconto, e a partir disso fazer com que os seus objetivos sejam alcançados e seus efeitos transmitidos por toda a economia.

Existem algumas metas imediatas a serem perseguidas pela política monetária, e a primeira delas é a estabilidade dos preços, e com isso um maior crescimento econômico e um volume elevado de emprego. Pressões inflacionárias era sim um motivo de preocupação pra Keynes desde a publicação do *Tract* (1923), pois segundo ele uma inflação elevada afeta as expectativas dos agentes econômicos, atinge diferentes classes e afeta a riqueza do público.

A estabilidade financeira, estabilidade cambial, estabilidade das expectativas e o controle de liquidez na economia também são alguns dos objetivos que o Banco Central deve alcançar. Vale destacar que os objetivos traçados pela autoridade monetária também são alvos de divergências entre alguns economistas e estão sempre em meio às discussões (SICSÚ *et al.*, 2012).

Como se sabe, Keynes dividiu a economia em dois lados, o lado real e o lado financeiro, e é nesse último que a autoridade monetária deve operar. A ideia é que a autoridade monetária opere no lado financeiro buscando influenciar os agentes, através da recomposição do portfólio, a seguirem à direção desejada impactando assim o lado real da economia. Essa interferência nos mercados é possível devido a relação existente entre a moeda e outros ativos financeiros e pela taxa de juros intrínseca em cada ativo. Essa relação pode ser ilustrada por uma pirâmide invertida, que conforme os ensinamentos de Carvalho (1994, p. 43-44) tem-se que,

no vértice está a moeda legal e sobre esse vértice se apoiam os outros ativos, em camadas sucessivas, definida cada uma pelos arranjos institucionais que estabelecem as regras de conversibilidade entre os grupos, principalmente pela definição dos **ativos de reserva** usados para liquidação dos saldos residuais em cada "camada" e pela relação entre as taxas de retomo obtidas em cada coleção de ativos.

²¹ O crescimento sustentado é caracterizado por apresentar taxas de crescimento constante e pouco volátil.

Desse modo, a autoridade monetária ao manipular a moeda legal, irá conseguir impactar toda a estrutura financeira através dos outros ativos, e a partir daí nas variáveis reais da economia como emprego e produto. Para isso, será responsabilidade da AM manipular a taxa de juros da economia, via *open Market*, para alinhar os preços relativos dos ativos no sistema econômico.

De maneira simplificada, para Keynes, todos os ativos têm uma taxa de juros intrinsecamente, que é definida como o prêmio pela renúncia à liquidez, e dado as diversas remunerações que esses ativos oferecem, esses agentes podem escolher como vão empregar suas riquezas. A depender da remuneração esperada, eles podem ou não, alocar suas riquezas em ativos que não irão promover a expansão da atividade econômica. Por isso a importância de alinhar os preços desses ativos, buscando assim a diminuição da remuneração esperada, e influenciando os agentes a irem para a direção desejada, que é a recomposição dos seus portfólios. Mais uma vez, tem-se a confirmação de como a moeda joga um papel próprio e impacta nas duas esferas. Como sabe-se, o objetivo desse processo é fazer com que a moeda deixe de ser empregada como reserva de valor e se torne meio de troca para comprar bens de capital, adquirir insumos, contratar pessoas, aumentar o produto e aumentar a renda da economia via efeito multiplicador.

São três os instrumentos que o Banco Central (BC) vai utilizar para fazer sua política monetária. O primeiro deles é o recolhimento compulsório, aqui os bancos comerciais e outras instituições financeiras são obrigados diariamente a deixarem uma parte dos depósitos recebidos, retidos no Banco Central, na conta de reservas. Dentre os objetivos desse instrumento, tem-se a necessidade de assegurar a liquidez e a segurança do sistema financeiro, controle de crédito, etc.

O segundo instrumento é o redesconto de liquidez, onde o Banco Central, através da taxa de redesconto, realiza empréstimos, sob a forma de crédito, para os bancos e instituições financeiras colocando a sua disposição crédito caso surja eventuais problemas individuais de caixa ao final do dia, ou seja, o BC é um prestador em última instância. A taxa de juros cobrada pelo Banco Central nesse tipo de operação geralmente é acima da taxa básica.

Esses dois instrumentos agem diretamente nas reservas que os bancos mantêm, e por consequência na sua capacidade de ofertar crédito. Isso trará algumas implicações para o processo de produção.

No capítulo anterior, foi visto que em uma economia empresarial, os bancos desempenham um papel crucial uma vez que são eles que financiam o processo de produção. Esse financiamento pode ser, no início do processo, onde o empresário procura o banco para

financiar seus projetos, ou até mesmo durante a produção, caso apareça um imprevisto em que a empresa tem que saldar algumas obrigações e os recursos que tem em caixa não são suficientes, seja por ter empregado esses recursos em ativos financeiros, ou por operar no “vermelho”.

Uma vez que os bancos comerciais se deparam com suas reservas reduzidas, esses diminuirão a oferta de crédito na economia, ou aumentar a taxa de juros de empréstimo, o que desestimulará o empresário a investir em bens de capital.

Uma implicação que Carvalho (1994) e Sicsú et al. (2012) trouxe sobre isso, é que na visão de Keynes e dos pós-keynesianos, mesmo que haja aumento das reservas dos bancos, via política monetária, visando estimular os empresários a investir na produção, esse estímulo pode não acontecer.

A explicação para isso reside por dois motivos, o primeiro por parte dos bancos comerciais. Esses bancos, assim como outros agentes econômicos, tomam decisões próprias e também tem suas preferências pela liquidez. Em meio a dúvida sobre a conjuntura econômica, pode optar por manter um maior grau de liquidez para as suas reservas, seja por mantê-las como reservas extras ou por compra de ativos financeiros para itens já existentes, ou compra de novos ativos financeiros no setor privado.

No primeiro caso o estímulo à expansão da política monetária foi perdido, no segundo caso a expansão foi desviada para o mercado financeiro, e no terceiro caso o estímulo foi efetivado, uma vez que os bancos adquirindo ativos financeiros de dívida privada vão estimular a aquisição de bens de capital e a produção (CARVALHO, 1994).

A outra explicação do não-sucesso do estímulo à expansão, via aumento de reservas bancárias, é que talvez essa não estimularia recomposição do portfólio do agente, ou seja, ele pode decidir não investir em ativos de capital.

E o terceiro instrumento é as operações em mercado aberto, e o canal que propagará os efeitos da política econômica por toda a economia, é via recomposição de portfólio do agente.

A política monetária que objetiva o crescimento econômico visa, por um lado, à troca de liquidez por iliquidez e, por outro, à troca de rendimentos de juros por lucros recompensadores, isto é, busca desestimular a posse de ativos financeiros e estimular a aquisição e uso de máquinas, por exemplo (CARVALHO *et al.*, 2012, p. 93).

Caso a autoridade monetária vise estimular a aquisição de investimentos em ativos de capital para aumentar o volume de produto e emprego da economia, a Política Monetária vai operar na esfera financeira aumentando a oferta de ativos, a fim de diminuir a taxa de juros desses ativos líquidos, oferecendo assim uma menor remuneração e deixando menos atrativos, estimulando o agente a optar por nova forma de riqueza como a demanda por ativos ilíquidos. Nesse caso a moeda vaza da esfera financeira e vai para a esfera real, na busca de lucros compensatórios. Vale destacar que neste contexto o agente vai tomar essa decisão caso não haja frustração de suas expectativas, uma vez que em cenários de incerteza sobre o futuro, os agentes preferem a segurança em face de melhores remunerações.

Após essa descrição de como a AM deve operar sua política monetária, parte-se para a segundo objetivo dessa seção que é apresentar como foi operada a política econômica no governo Lula

3.2 Política Monetária no governo Lula da Silva (2003-2010)

Com base em tudo o que foi descrito sobre o modelo de economia monetária de produção, e a condução da política monetária, nesse tipo de economia, essa seção pretende apresentar os resultados da orientação da política monetária no Brasil, durante o primeiro e o segundo mandato (2003-2010) do presidente Luiz Inácio Lula da Silva, e verificar se a condução dessa política foi de orientação pós-Keynesiana, no sentido de estimular o investimento produtivo. A princípio é preciso fazer uma breve contextualização da econômica brasileira, para poder compreender as condutas adotadas pela Autoridade Monetária (AM) nos anos referidos, dando atenção especial ao comportamento do investimento produtivo.

Durante o período de 1950-1973 o país passou por ciclos expansivos de crescimento, que foram dirigidos por Planos de Desenvolvimento Econômicos, exceto os anos de 1961-1966, período que o país passou por uma crise e experimentou uma desaceleração econômica (ABREU, 1990). Nas duas décadas seguintes, as políticas implementadas foram voltadas ao controle inflacionário, que persistiu até meados de 1994, com o advento do plano real. Durante esse intervalo, foram feitas algumas tentativas de estabilização, por meio de planos, que acabaram não alcançando êxito²² no propósito de conter a inflação. Em 1994 foi lançado um

²² Durante o período de crescente inflação, os quatro principais planos que foram lançados, e que não alcançaram o objetivo de conter a crescente inflação, foram os planos: Plano Bresser, Plano Verão, Plano Collor I e Plano Collor II.

plano, Plano Real²³, que conseguiu dar fim a todo um ciclo de surto inflacionário que se abateu sobre a economia durante duas décadas.

Ainda na década de 1990, a economia intensificou a adoção das recomendações do Consenso de Washington²⁴, que prezava a adoção de uma conduta econômica neoliberal, recomendada para o combate a crise em países subdesenvolvidos. O foco era a estabilidade econômica e também o intuito de modernizar a economia, criando medidas para instituir o processo de estabilização e também para promover a gradual abertura comercial e financeira com o resto do mundo.

Nesse sentido, o posicionamento de Bresser-Pereira (2005), é que o quadro macroeconômico do Brasil pós-plano real foi caracterizado por cinco características:

[...] (a) baixa taxa de inflação; (b) elevada taxa de juros básica; (c) taxa de lucro esperada baixa, em níveis insatisfatórios para os empresários; (d) taxa de câmbio valorizada (embora as crises de 1998 e 2002 tenham se encarregado de diminuir substancialmente essa valorização); e (e) taxa real de salários basicamente estagnada. A política macroeconômica, por sua vez, tem caráter ortodoxo convencional, caracterizando-se por: (a) desenvolvimento com base no recurso à poupança externa; (b) controle da inflação por meio de (b.1) política fiscal rígida (b.2) política de taxa de juros básica, mantendo essa taxa SELIC em nível real elevado; e (c) falta de uma real política de taxa de câmbio. (BRESSER-PEREIRA, 2005, p. 01).

Em resumo, a década de 1990, conforme Bacha (2018), pode ser resumida em duas expressões: “turbulência” e “transformação”. Inicia-se com a mais alta taxa de inflação da história do Brasil, e se encerra com a redefinição na política fiscal, cambial e monetária. Em março de 1999 passou-se a adotar câmbio flutuante, regime de metas de inflação e superávit primário nas contas públicas. “E deram para essa nova matriz macroeconômica o título de ‘tripé²⁵’” (BRESSER-PEREIRA, 2013).

É nesse cenário que Luiz Inácio Lula da Silva se candidatou novamente a presidente do Brasil no ano de (2002), representando o Partido dos Trabalhadores (PT). Grandes foram os desafios enfrentados pelo candidato. Ainda em 2002, durante a candidatura, a economia brasileira sofreu um grande ataque especulativo, e uma das possíveis causas foi à incerteza do

²³ O Plano Real foi outra medida de estabilização econômica iniciado em 1993, o qual foi caracterizado por ter três etapas fundamentais que deram fim ao surto de inflação. Ver mais em Bacha (1997).

²⁴ De acordo com Batista (1994) o Consenso de Washington foi um encontro que ocorreu na capital estadunidense em 1989, cujo objetivo era realizar uma série de recomendações de políticas econômicas, visando propagar o neoliberalismo e acelerar o desenvolvimento econômico em vários países da América Latina.

²⁵ Conforme Bresser-Pereira (2013), o “tripé macroeconômico” liberal implantado no Brasil, está baseado Novo Consenso Macroeconômico que se tornou dominante em meio a teoria econômica convencional na década de 1990.

mercado financeiro, sobre a continuidade da política macroeconômica, caso Lula fosse eleito. A fuga massiva de capitais culminou na desvalorização do câmbio e em pressões inflacionárias (BARBOSA; SOUZA, 2010).

Para conseguir se eleger e conter as incertezas dos agentes e a instabilidade econômica, Lula e sua equipe, assumiram o compromisso de manutenção da política macroeconômica do governo anterior baseada no “tripé macroeconômico” liberal. Esse compromisso pode ser visualizado no documento que foi escrito por Lula, intitulado “Carta ao povo brasileiro”. Para Tristão (2011), esse documento era direcionado aos mercados, a fim de acalmar os ânimos e conquistar a confiança dos investidores.

A parti disso, a próxima seção tem como objetivo apresentar os resultados da política monetária durante os dois governos do presidente Luiz Inácio Lula da Silva (2003-2010), dando ênfase na conduta da Política Monetária e o comportamento do investimento produtivo, tão enfatizado por Keynes e os pós-keynesianos, para assim refletir se a conduta da política monetária foi ou não estimulativa para o investimento produtivo.

3.2.1 Resultados da Política Monetária do Governo Lula e o comportamento do Investimento Produtivo (2003-2010)

A princípio é importante destacar que os dois governos do presidente Lula foram caracterizados por apresentarem uma inflexão na condução das políticas econômicas ao longo dos mandatos, ou seja, houve uma alteração no regime de política econômica. Essa mudança pode ser resposta à crise financeira global, conforme aponta De Paula e Ferrari Filho (2015), ou como defende os autores Barbosa Filho e Pessôa (2014), essa virada na política econômica deveu-se à distinta visão de mundo dos atores que formulavam a política econômica.

No primeiro mandato (2003-2006), com Antônio Palocci ²⁶ocupando o cargo de ministro da fazenda, o presidente Lula manteve o compromisso que fez com os agentes econômicos, ainda durante a candidatura, de continuidade da política macroeconômica do governo anterior. O compromisso era: manter a estabilidade dos preços, por meio do regime de metas da inflação; câmbio flutuante e livre mobilidades de capitais, para atrair capitais externos, e também a manutenção do superávit primário das contas públicas, diminuindo os gastos do

²⁶ Antônio Palocci é um médico e político brasileiro, ex-membro do Partido dos Trabalhadores. Ocupou o cargo de ministro da Fazenda no governo Lula até 27 de março de 2006, quando renunciou e foi substituído pelo então presidente do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, Guido Mantega. Foi eleito duas vezes Prefeito de Ribeirão Preto, SP., e foi Deputado Federal, Deputado Estadual e Vereador. https://acervo.bn.gov.br/sophia_web/autoridade/detalhe/000577838.

Estado. Já no segundo mandato (2007-2010), com Guido Mantega²⁷ como ministro da fazenda, e devido à forte crise internacional de 2008, houve a reorientação na condução da política macroeconômica. Ainda segundo Barbosa Filho e Pêsoa (2014), foi na saída da crise de 2008 que o ministro Guido Mantega viu a oportunidade de implantar um novo regime de política econômica.

Inicialmente, é importante ressaltar alguns dos resultados externos, que foram alcançados nos dois mandatos de Lula, e que foram tidos como um sucesso. Assim, torna-se necessário apresentar tais resultados para compreender os desdobramentos da economia como um todo durante esse intervalo de tempo. De antemão, um fator fundamental que possibilitou os resultados alcançados foi o favorável cenário internacional, caracterizado pelo aumento da liquidez internacional, do volume de comércio mundial e do crescimento econômico dos países, que persistiu de 2003 até o final de 2007, devido principalmente pelo processo de expansão econômica chinesa e pela liquidez norte-americana (TEIXEIRA; COSTA, 2012).

Conciliando com essa liquidez internacional, os países produtores de *commodities*, como o Brasil, foram favorecidos por esse horizonte obtendo melhoria nos indicadores de desempenho econômico. Dentre esses indicadores, podem ser destacados: balanças comerciais favoráveis, dado o aumento do volume das exportações, saldo positivo em conta capital e financeira, dado a entrada de capitais na economia e aumento nas reservas internacionais. Sobre isso, é importante destacar que entre 2005 e 2011, as *commodities* tiveram seus preços elevados por conta do aumento da demanda mundial, puxado principalmente pelo crescimento da China. A tabela 1 apresenta os resultados externos positivos alcançados pelo Brasil nesse período.

Tabela 1 - Evolução anual do Saldo da Balança Comercial, Conta Capital e Financeira e Reservas Internacionais (em bilhões US\$) - 2003- 2010

Ano	Balança Comercial	Conta Capital e Financeira	Reservas Internacionais
2002	12.003,80	8856	37.823,00
2003	23.576,30	5543	49.296,00
2004	32.283,97	5111	52.935,00
2005	43.721,60	-9464	53.799,00
2006	45.177,70	18277	85.839,00
2007	38.498,30	89086	180.334,00
2008	23.506,95	32986	193.783,00
2009	24.790,32	71301	238.520,00

²⁷ Guido Mantega foi Ministro do Planejamento de 2003 a 2004; presidente do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) de 2004 a 2006, e ministro da Fazenda de 2006 a 2015.

2010	18.357,94	99662	288.575,00
------	-----------	-------	------------

Fonte: Elaboração própria com base no IPEADATA

Com base na tabela 1, é possível perceber que no primeiro governo Lula (2003-2006), o saldo da balança comercial brasileira apresentou resultados elevados, saindo de US\$ 23,5 bilhões em 2003 para US\$ 43,7 bilhões em 2006. Como resultado, nesse mesmo período, as reservas internacionais aumentaram de US\$ 49,3 bilhões em 2003 para US\$ 85,8 bilhões em 2006. Esses números positivos, como dito anteriormente, resultaram-se de um cenário internacional extraordinariamente favorável.

Do ponto de vista interno, no seu primeiro governo como presidente (2003-2006), conforme aponta Balassiano e Pêsoa (2021), De Paula e Ferrari Filho (2015) e Novelli (2010), Lula não só continuou a política macroeconômica do governo anterior, mas optou por aprofundar ainda mais o modelo ortodoxo de política macroeconômica. A justificativa seria a “herança maldita” herdada do governo anterior, caracterizada por um descontrole macroeconômico.

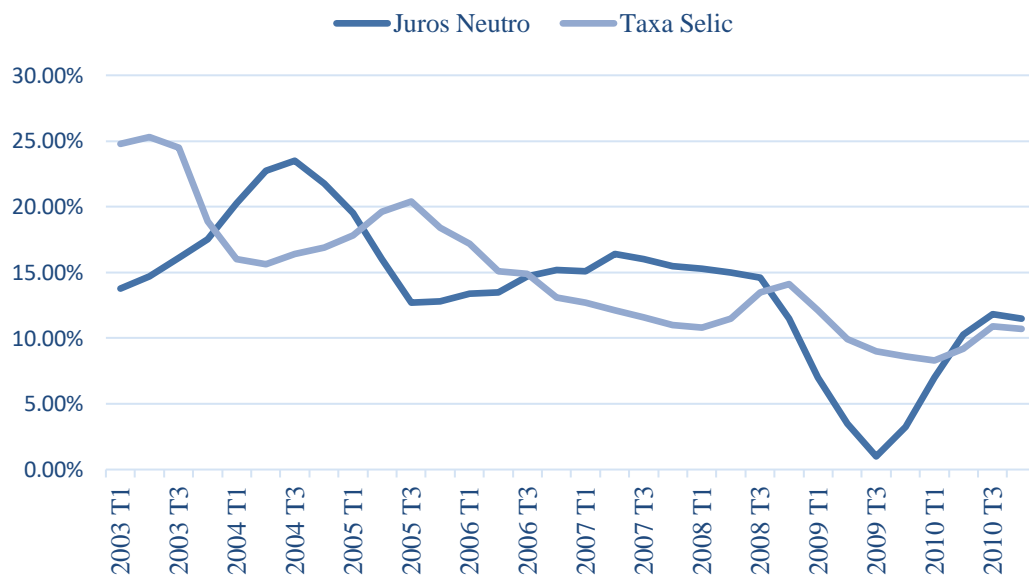
Nesse contexto, de continuidade de política, seguindo diretrizes mais ortodoxas²⁸, a política monetária empreendida concentrava-se na inflação como indicador de quando adotar uma política monetária expansionista ou contracionista, com o intuito de manter a inflação na meta estipulada. No âmbito monetário, em que a inspiração teórica é decorrente do *mainstream* econômico, o uso mais visível é o da Taxa Básica de Juros (Selic) como principal instrumento de política monetária, para convergir a taxa de inflação para a meta, e também para atrair fluxos de capitais. Outra variável que contribui para explicar o comportamento da taxa de juros Selic, e relevante para a condução da política monetária, é chamada de Taxa de Juros Neutra ou também conhecida como taxa de juros estrutural.

Essa taxa de “Juros Neutra” é uma variável não observável, que equilibra a oferta e a demanda agregada, sob a qual a taxa de inflação fica estável, nem estimulando e nem desestimulando a economia. A estimação dessa taxa é de extrema importância, pois ela serve de parâmetro para a condução da política monetária, uma vez que, vai ser a diferença entre o nível dessa taxa neutra e o da taxa Selic que vai indicar qual é o resultado esperado da política monetária sobre nível de atividade e, por consequência, a inflação (BRAGA, 2021).

²⁸ “Os economistas neoliberais, chamados ortodoxos, dominam o pensamento econômico na academia dos países avançados e fornecem os argumentos (os chavões, a ideologia) divulgados pela mídia tradicional no mundo. Para eles, a liberdade de mercado é o melhor meio de regular as economias, sendo o papel do Estado desnecessário ou mesmo nocivo, devendo ser evitado ou reduzido” (MOLLO, 2015, p. 83).

Para o auto Braga (2021), em períodos em que a atividade econômica está “aquecida” e começa a causar pressões inflacionárias, o BC vai agir para conter essa demanda agregada e frear a inflação regulando a Selic para uma posição acima do juro neutro, indicando uma política monetária restritiva, fazendo com que a econômica passe a “operar” abaixo de seu potencial. Em momentos em que a atividade econômica está desacelerada, a condução é inversa, ou seja, a Selic irá para um patamar menor que a taxa neutra, resultando uma política monetária expansionista, o que estimulará o crescimento da atividade econômica, e também a inflação. No Gráfico 1 é possível perceber a evolução da taxa Selic nominal e a Taxa real neutra no período retratado, e a partir disso fazer algumas observações.

Gráfico 1 - Evolução trimestral da taxa de juros real neutra e da taxa Selic nominal – 2003 – 2010



Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados do IPEA Data.

(1) Fez-se o uso da variável não observada, juros neutros, estimadas por Borges e Pessoa (2021).

As primeiras medidas tomadas pelo presidente foram de ajustes, e ao examinar o gráfico 1, é possível perceber que foi utilizado uma política monetária contracionista²⁹. Do 1º trimestre de 2003 até o 1º trimestre de 2004 o Banco Central fixou a taxa de juros Selic em um nível superior à taxa de juros neutra, a fim de conter a demanda agregada para reduzir a inflação e conter a depreciação do câmbio. Para isso, fixou em fevereiro de 2003, a taxa Selic nominal em 26,5%.

²⁹ Políticas Econômicas de caráter contracionista tem como objetivo implementar medidas visando a **desaceleração da atividade econômica. Ela é implementada principalmente para controlar inflação, o que acaba causando uma** diminuição do consumo e dos investimentos.

Esse comportamento do Banco Central é explicado pelo fato de, ainda em 2002, durante a campanha, o Brasil sofreu um ataque especulativo, resultado de expectativas pessimistas dos agentes, quanto a condução da política monetária e do pagamento do serviço da dívida externa e interna. A situação piorou quando aumentou o indicador risco-país, que mede o risco de se investir em um país, resultando em um massivo influxo de capitais estrangeiros, causando uma forte depreciação do real, levando um aumento da inflação em 2002 na “casa” dos 12%, enquanto a meta era 6,5%. (BORTO, 2006).

Essa medida tomada pelo BC resultou na desaceleração da economia brasileira, na valorização do câmbio, e no recuo da inflação nesse período. Esse aumento na taxa de juros nominal culminou na queda na atividade econômica, ao ponto de o país experimentar uma recessão técnica ³⁰no primeiro semestre de 2003 (BARBOZA; SOUZA, 2009).

Diante desse cenário, o Banco Central reduziu a taxa de juros Selic ao patamar de 16,5%, de modo que, do 1º trimestre de 2004 até o 1º trimestre de 2005 a taxa de juros Selic ficou abaixo da taxa de juro neutra, refletindo uma política monetária expansionista, a fim de estimular o crescimento e a recuperação da econômica. Nesse período a atividade econômica expandiu-se, e o PIB chegou à marca de 5,7%. Um dos motivos que ajudou nessa expansão da atividade econômica em 2004 foi a “redução da taxa de juros iniciada em 2003, e pela expansão da concessão de crédito”. (Barbosa, 2013, p. 71).

Esse cenário positivo fez com que os agentes do mercado aumentassem suas expectativas de aumento da inflação. O BC respondeu a esse aumento das expectativas de inflação com uma nova elevação na taxa de juros, de modo que em maio de 2005 a Selic foi fixada em 19,75%. A resposta da economia brasileira foi uma regressão da atividade econômica, que apresentou uma queda no PIB para 3,2%. No gráfico 1 é possível verificar isso, no 2º trimestre de 2005 até o 3º trimestre de 2006 a taxa Selic foi superior a taxa neutra, e o resultado foi queda da atividade econômica.

Em uma primeira análise, a forma como foi empregada a taxa de juros nominal nesse período (2003-2006), se distancia das recomendações feitas por Keynes e pelos pós-Keynesianos em três aspectos distintos. Em primeiro lugar é possível perceber que a taxa de juros Selic fixada pelo BC, ao longo do primeiro mandato, permaneceu em patamares muito elevados, 26,5% em 2003 e 16,5% ao fim de 2006, se distanciando do que os indivíduos consideram como um “patamar normal” de juros. Essa expressão está diretamente relacionada com as expectativas que os agentes formam quanto a variação da taxa de juros, uma vez que

³⁰ Recessão técnica é quando ocorre dois trimestres seguidos de queda do Produto Interno Bruto.

essa é sempre alvo de tentativas de antecipação por parte dos agentes. As pessoas tendem a criar expectativas do que seria uma taxa de juros normal, e esperam que as taxas atuais variem em torno dessa taxa normal (CARVALHO, 1999 apud FERRARI FILHO; TERRA, 2012).

Desse modo, taxa de juros muito elevada vai contra as recomendações keynesianas, que sinalizam que o BC deveria manter a taxa de juros nominal em patamares considerado normal, pelos indivíduos, de modo que esses pudessem formar suas expectativas de juros futuros em torno dessa taxa normal e assim se atentarem para não ficarem sujeitos a custo de oportunidade.

Uma outra questão seria a influência da taxa de juros no nível de produção e no volume de capital na economia. Quanto a isso, cabe destacar que na visão pós-keynesiana se o objetivo é aumentar o volume de capital da sociedade, é adequado a redução da taxa de juros para estimular investimentos produtivos, isto é, uma política monetária mais flexível, de modo a estimular os níveis de consumo e investimento (TERRA; FERRARI FILHO, 2014).

Por fim, vale ressaltar o uso da taxa de juros para atrair capital externo para financiar o Balanço de pagamentos. Keynes e os pós-keynesianos já alertavam a dificuldade de a autoridade monetária manter sua autonomia na ausência de controle de capitais, pois essa fica refém da preferência pela liquidez dos investidores internacionais (TERRA; FERRARI FILHO, 2014). Esse fato foi vivenciado pelo Brasil, pois segundo Bastos (2005), a insistência pela livre mobilidade de capitais acabou prejudicando o Brasil, que ficou refém do mercado, dos juros elevados e da ameaça constante de valorização cambial, ou a desvalorização repentina e seus reflexos inflacionários e financeiros.

Dando continuidade à análise dos outros anos, agora referente ao segundo mandato do presidente, de 2006 até 2007, houve uma aceleração da economia causada pelos estímulos expansionistas do lado fiscal e monetário. Durante esses dois anos o BC manteve a Selic abaixo da taxa neutra, apontando para uma flexibilização na condução da política monetária. Esse comportamento repentino, conforme aponta Barbosa (2013), é explicado pela expansão da produção agrícola brasileira e o recuo dos preços internacionais nos alimentos, fazendo uma ancora, contendo a inflação em 2006. Ademais, a valorização do câmbio, dado o forte aumento dos preços das commodities em 2007, ajudou a neutralizar parte do impacto da inflação, e a resposta da economia foi um aumento do PIB real de 4% em 2006 para 6% em 2007.

Essa conjuntura favorável se reverteu em 2008 quando a elevação dos preços internacionais das commodities ganhou caráter de bolha especulativa e passou a pressionar a inflação para cima no Brasil e no resto do mundo (BARBOSA, 2013). A taxa de juros tornou-se a se elevar atingindo 13,75%, para evitar a fuga de capitais e a desvalorização do câmbio e

seus efeitos inflacionários, de modo que o resultado foi uma queda no PIB em 2008. Com os efeitos oriundos da crise financeira internacional, recessão técnica, uma das formas adotadas para combater os efeitos da crise internacional foi outra diminuição da taxa de juros.

Para De Paula e Ferrari Filho (2015) a resposta de Lula a grande crise financeira foi tardia, de maneira que em termos de política monetária, o BC não alterou a taxa de juros assim que o Lehman Brothers faliu, foi só em setembro de 2009 que o BC optou por reduzir a taxa de juros de modo mais expressivo. A saber, no final de 2008 a taxa de juros nominal estava em 13,75% e só em setembro de 2009 que foi fixada em 8,6%.

Como mencionado anteriormente, ao longo desses anos, mesmo com as oscilações da taxa de juros Selic, percebe-se que essa se manteve em patamares muito elevados, comparado ao resto do mundo, Nakano (2007). Essas oscilações resultam das tentativas do Banco Central de usar esta taxa Selic como instrumento para atrair recursos externos e manter a inflação na meta através do controle da demanda agregada. Durante esse intervalo de tempo, houve momentos de pressões inflacionárias, e nesses momentos, o Banco Central (BC) elevava a taxa de juros para tentar conter a inflação, desviando os recursos para a circulação financeira, ao mesmo tempo que havia um influxo de capitais para o país, buscando ganhos de capital.

Como visto no capítulo anterior, para Keynes taxas elevadas de juros, deprimem os investimentos produtivos, pois os agentes vão preferir alocar seus recursos em ativos líquidos que ofereçam maiores rendimentos e segurança, como títulos da dívida pública, em face de ativos reprodutíveis como bens de capital. Sendo assim, o próximo passo é verificar os indicadores que são atingidos por variações na taxa de juros fixada pelo Banco Central, que irão afetar diretamente o investimento e por consequência na atividade econômica.

Para aprofundar na análise do investimento produtivo é preciso levantar uma questão importante, que irá auxiliar na compreensão do leitor. E essa questão trata sobre o Sistema Financeiro Nacional.

Deve-se ter em mente que, em uma economia monetária da produção, o Sistema Financeiro Nacional (SFN), que compreende os mercados de créditos e de capitais, é caracterizado por desempenhar um papel ambíguo na economia, ao mesmo tempo que ele pode criar condições favoráveis para o apoio ao desenvolvimento econômico, ele pode também ter um efeito desestabilizador³¹ nesses mercados (HERMANN; PAULA, p. 2014).

Sendo assim, um Sistema Financeiro funcional é aquele que dá suporte para que aconteça o desenvolvimento econômico. Para que isso ocorra, deve ser ofertado uma quantidade

³¹ Ver sobre em Minsky (1986).

adequada de recursos financeiros para dar conta de sustentar a produção e o investimento, ao mesmo tempo que alocará à poupança dos indivíduos, *ex post* o investimento, criando ativos financeiros com maturidade de longo prazo, como ações e títulos de dívida, para que esta poupança seja a fonte de financiamento das empresas ao longo prazo, pois estas substituirão suas dívidas de curto prazo em passivos de longo prazo. De maneira simplificada, isso compreende o circuito de financiamento em Keynes: *financiamento-investimento-poupança-funding*.

Desta forma, no pensamento de Keynes (2013b) para o empresário ser encorajado a investir, ele vai precisar estar confiante que conseguirá os recursos suficientes no curto prazo, para adquirir os bens de capitais e saldar suas obrigações oriundas do processo produtivo, e num segundo momento, ter expectativas de que conseguirá, outro financiamento, transformando suas dívidas de curto prazo em passivos de longo prazo. Logo, o investimento depende primeiro do financiamento em forma de crédito concedido pelo sistema bancário, e num segundo momento um financiamento de longo prazo, através das opções disponíveis no SFN.

Sobre o sistema financeiro brasileiro, Carvalho (2010) aponta duas características que são importantes de serem mencionadas. A primeira refere-se à existência de um paradoxo, em que por um lado o SFN exibe a existência de instituições financeiras modernas, no entanto sempre foi de pouca relevância no financiamento da produção e do investimento produtivo; e a segunda característica é que o sistema financeiro brasileiro se enquadra em ‘sistemas baseados em crédito’, divergente de sistemas em que mercado de capitais é a principal fonte de financiamento das empresas. Essas características podem ser visualizadas nos indicadores apresentados na tabela 2, que mostra a evolução da oferta de crédito, e na tabela 3 que ilustra os recursos movimentados no sistema financeiro brasileiro.

Tabela 2 - Evolução do crédito livre direcionado por pessoa física e jurídica no Brasil (dez./2002-dez./2010) (Em % do PIB)

	Recursos livres		Recursos direcionados		Total		Crédito Total
	Pessoas físicas	Pessoas jurídicas	Pessoas físicas	Pessoas jurídicas	Pessoas físicas	Pessoas jurídicas	
Dez./2002	6,12	10,13	3,21	6,55	9,33	16,68	26,01
Dez./2003	5,94	9,10	3,43	6,14	9,37	15,24	24,60
Dez./2004	7,14	9,24	3,37	5,94	10,51	15,18	25,69
Dez./2005	8,88	9,92	3,41	6,06	12,29	15,98	28,27
Dez./2006	10,04	10,99	3,75	6,14	13,79	17,12	30,92
Dez./2007	11,93	12,90	4,05	6,29	15,98	19,18	35,17
Dez./2008	13,00	15,73	4,55	7,19	17,56	22,92	40,48
Dez./2009	14,50	14,96	5,13	9,07	19,63	24,03	43,66
Dez./2010	14,85	14,75	5,79	9,86	20,64	24,61	45,25

Fonte: elaboração própria a partir dos dados do IPEA (2015)

Ao observar os dados da tabela 2, é possível perceber de maneira imediata que houve expansão no volume de créditos ofertados, e com isso uma maior participação no PIB. Os dados mostram que o total de crédito em dezembro de 2002 representava 26,01% do PIB, passaram a representar 45,25% do PIB em dezembro de 2010, um aumento percentual de 19% entre os períodos.

Entretanto, esses dados guardam muitas informações que merecem destaque. Primeiramente nota-se que de 2002 a 2006 os recursos livres ofertados para pessoas jurídicas mantiveram constantes nesses períodos, de 10,13% em 2002, para 10,99% em 2006. Por três anos consecutivos, 2003, 2004 e 2005 não representava nem 10% do PIB. Enquanto o crédito para pessoas físicas, nesse mesmo período, foi ofertado de maneira mais intensa, saindo de 6,12% em 2002, para 10,04% ao final de 2006.

A explicação para isso, de acordo com Mora (2015) é que o crescimento do crédito à pessoa física foi devido principalmente a dois motivos: ao implemento do crédito consignado e ao financiamento de veículos, dado ao aumento expressivo da produção e da venda de veículos internamente. Outro detalhe é que nesse primeiro momento, essa elevação do crédito foi sustentada pelos bancos privados, e somente em um segundo momento, após a eclosão da crise internacional, que os créditos foram dirigidos pelo governo federal.

Sobre os recursos concedidos a pessoa jurídica, Mora (2015, p. 28), aponta que “a oferta de crédito no Brasil sempre concorreu às aplicações em títulos do governo”. Como foi

discutido, os bancos também têm suas preferências, e buscam por maiores lucratividades. Em contextos de elevadas taxas de juros, e pressões inflacionárias, o setor bancário vai buscar sua maior rentabilidade na especulação financeira, do que correr riscos ao ofertar crédito.

E nesse período, enquanto a oferta de crédito à pessoa física estava elevada, a oferta para pessoa jurídica estava constante, tendo uma elevação a partir de 2007, para 10,99%. Segundo o IBGE, os recursos que eram ofertados para as pessoas jurídicas eram principalmente para financiar o capital de giro das empresas e uma pequena parcela era para aquisição de bens de capital.

Conforme está ilustrado no ANEXO – A, Evolução do crédito privado no Brasil entre 1994 e 2012 (em %), é possível perceber quais foram os segmentos que foram direcionados o crédito privado e o volume destinado a indústria. Os segmentos que chamam atenção quanto a participação no crédito total são: crédito habitacional, crédito pessoal e o crédito industrial. De 1994 até 2000 os bancos privados forneciam uma elevada concessão de crédito destinado a habitação, 23,85% e 20,16% respectivamente. A partir de 2001 essa participação diminuiu drasticamente após a reestruturação da Caixa Econômica Federal, de 11,22 % em 2001 para 7,74% em 2010. Nesse mesmo período o crédito pessoal apresenta um crescimento crescente em todo o intervalo analisado, em 1994 era 8,57%, e ao final de 2010 33,89%. Em 2003, primeiro ano do governo Lula, representava 23,48% e ao final 33,89%. Esse aumento como visto anteriormente foi graças a uma política creditícia no governo.

O crédito destinado a indústria entre 1994 (27,58%) até 2003 (30,50%) representava a maior participação no crédito concedido, superando o crédito pessoal (8,57%) (23,48%) no mesmo período. Entretanto, a partir de 2004 o volume de crédito para esse segmento diminuiu para 27,39% em 2004 chegando a 22,19% em 2010. Essa redução no volume de crédito concedido foi acontecendo ao longo de todo os dois mandatos do presidente Lula, ou seja, os bancos não aumentaram o volume de crédito destinado a indústria, ao contrário diminuíram a oferta.

Keynes e os pós keynesianos, como mostra o capítulo anterior, já alertavam sobre essa possibilidade de os bancos tomarem decisões em prol das preferências pela liquidez, caso estivesse em dúvida quanto a conjuntura econômica, optando assim por maior liquidez para as suas reservas, seja mantendo-as como reservas extras ou adquirindo ativos financeiros para itens já existentes ou aquisição de novos ativos financeiros.

Para Carvalho (2005) a economia brasileira apresenta “peculiaridades” não apenas referente a elevadas incertezas com relação ao futuro, mas também nos canais de crédito.

A excepcional rentabilidade da aplicação em títulos públicos, em simultâneo à sua alta liquidez, tem servido para sustentar a rentabilidade do setor bancário brasileiro em patamar bastante elevado. Com isso, o setor bancário tem podido se dar ao luxo de escolher os termos em que oferece crédito a tomadores privados, acostumados de longa data a um contexto de racionamento (CARVALHO, 2005).

Esse comportamento do crédito dentro do Sistema Financeiro Brasileiro é discutido por Martins (2011), em que ele apresenta uma descrição do volume de recursos financeiros movimentados no SFB durante o governo Lula. Com base nos dados a tabela 3 é possível entender melhor a ideia de que o SFB é baseado em sistemas de crédito.

Tabela 3 - Recursos movimentando no Sistema Financeiro Brasileiro – 2003-2010

Data	SFB (R\$ milhões)			Total	PIB (R\$ milhões)	Produto (R\$ milhões)	Total SFB/PIB (%)	Total SFB/Produto (%)
	Dívidas Crédito ¹	Títulos ²	Títulos de Propr. ³					
2003	976.535	10.100	2.904	989.539	1.699.948	2.990.673	58,2	33,1
2004	1.141.191	18.735	11.136	1.171.062	1.941.498	3.429.629	60,3	34,1
2005	1.354.854	55.350	17.218	1.427.423	2.147.239	3.782.864	66,5	37,7
2006	1.481.075	90.361	39.779	1.611.215	2.369.484	4.118.114	68,0	39,1
2007	1.685.402	73.327	100.708	1.859.437	2.661.344	4.624.012	69,9	40,2
2008	1.895.727	85.316	59.157	2.040.200	3.031.864	5.308.622	67,3	38,4
2009	1.915.524	37.615	55.439	2.008.578	3.185.125	n.d.	63,1	n.d.
2010	2.180.899	40.852	155.838	2.377.589	3.674.964	n.d.	64,7	n.d.

Fonte: IPEA (2011)

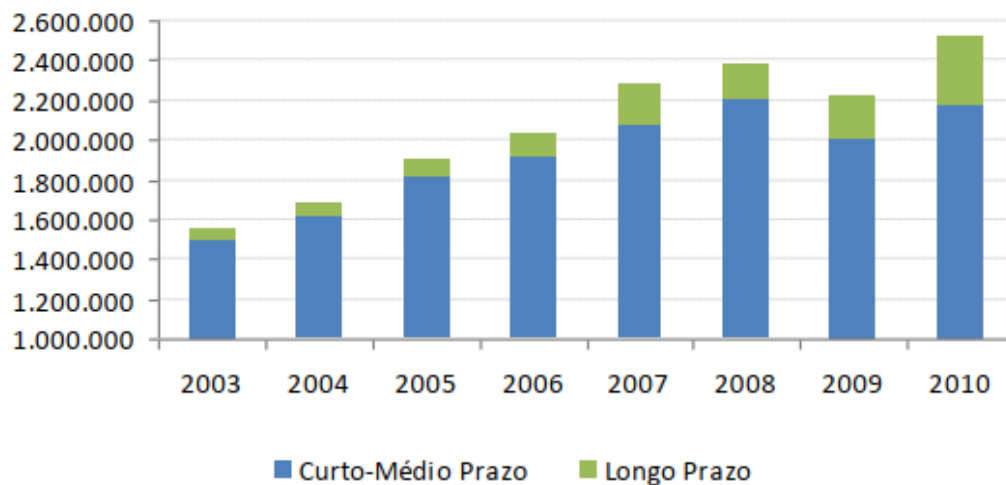
Pela tabela é possível verificar que, no período analisado, a expansão dos recursos financeiros foi puxada principalmente pela expansão do crédito. Comparando-o com o total de recursos, esse representa mais de 90% do volume total movimentado. As movimentações referentes ao mercado de capitais, títulos públicos e Títulos de propriedades, representam uma parcela minoritária, alcançando sua participação mínima em 2003, representando 0,3% do volume total, e a máxima em 2010, representando 8,3%.

Como visto na tabela 2 e 3, os segmentos com recursos livres cresceu de maneira expressiva, em 2002 representavam 26,01% do PIB, e em 2010 representava 45,25% do PIB. Nessa categoria, foram principalmente os créditos concedidos para as pessoas físicas que fizeram total diferença. Os recursos direcionados, concedidos pelo BNDES, até 2007 tinha uma pequena participação na oferta de crédito, cerca de 3,5%, como mencionado anteriormente, essa participação aumentou após a eclosão da crise financeira internacional, quando então começam a ganhar peso, atingindo 7,7 do mercado em 2010.

Até o momento é possível perceber que o SFB atende parcialmente o primeiro requisito, que caracteriza um SFN funcional, provendo financiamento de curto prazo para o empresário. Entretanto, o volume de recursos oferecidos a pessoa jurídica foi bem reduzido, comparado com o que foi oferecido para a pessoa física.

Cabe verificar o segundo requisito, que é a disponibilidade de títulos e ações de maturação longa em quantidade suficiente para as empresas financiarem suas obrigações por um período maior. O gráfico 2 mostra os recursos movimentados por perfil de vencimento.

Gráfico 2 - Recursos movimentados por perfil de vencimento – 2003 – 2010

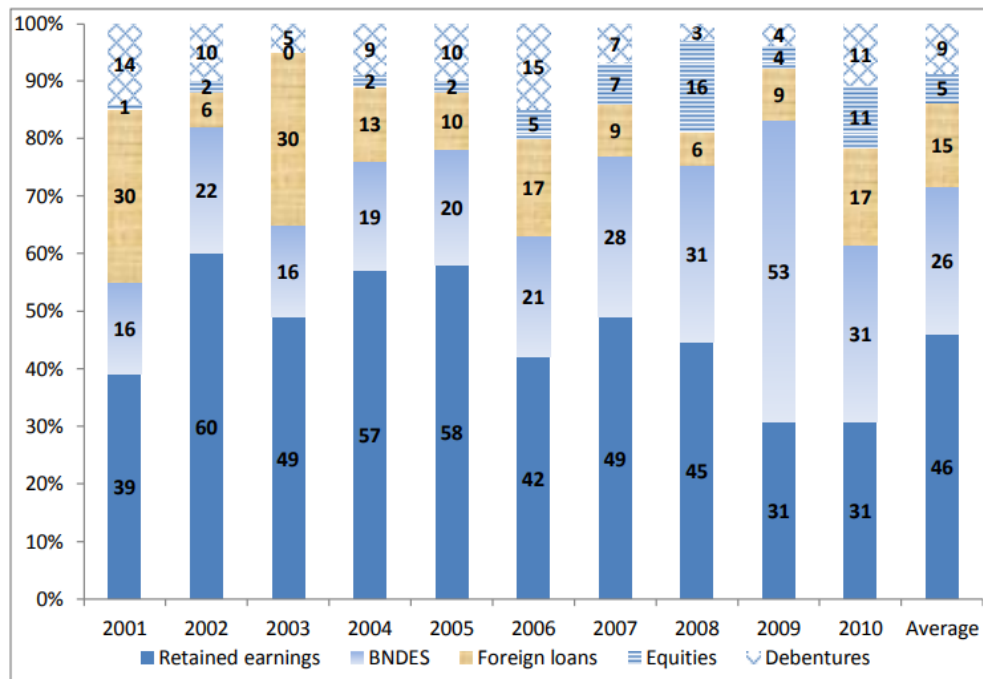


Fonte: IPEA, (2011)

Aqui, tem-se uma situação preocupante. Os recursos que foram movimentados no período são, em sua grande maioria, de maturação curta e média. Sobre isso, Hermann e Paula (2014) descreve que os poupadores, dado o típico ambiente de alta inflação brasileira, ainda preferem ativos financeiros de curto prazo e/ou líquidos. De modo que a única alternativa para os empréstimos de longo prazo tem sido os empréstimos do BNDES.

Esse trabalho de Hermann e Paula (2014) foi publicado nos *Anais do IV Congresso Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*, e retrata de maneira clara essa característica do SFB. Uma vez que, os financiamentos de longo prazo ficaram a cargo do BNDES, o gráfico 3 apresenta as fontes do financiamento da produção no período.

Gráfico 3 - As fontes do financiamento do Brasil – 2001 – 2010



Fonte: Hermann e Paula (2014)

(1) Os autores usaram os dados estimados pelo BNDES.

A ilustração acima mostra que a maioria do financiamento produtivo é realizado pelo autofinanciamento das empresas, por meio dos lucros acumulados. Sendo responsável por 46% do financiamento dos investimentos ao longo dos anos analisados. Nesse período, sua menor participação foi em 2009 e 2010, representando 31%. A explicação deriva do aumento da participação do BNDES, que financiou 53% em 2009 e 31% em 2010. A maior fonte do investimento foi essas duas categorias, enquanto os fundos de investimentos tiveram uma participação de 15%, em média, e as ações primárias e títulos corporativos, juntos, representaram 14%.

Como foi visto nos capítulos anteriores, em uma economia monetária, os empresários são os agentes centrais no processo econômico pois eles são detentores de moeda. Ao investirem essa moeda no lado real da economia eles adquirirão máquinas, insumos, mão de obra aumentando o produto da economia via produção, com o intuito de acabar com mais dinheiro ao fim do processo. Como foi mostrado, no capítulo 2 e 3, quando o empresário decide investir na economia real, é preciso desembolsar uma quantia de recursos para cobrir suas obrigações durante o processo de produção. Esse empresário poder usar recursos próprios ou de terceiros para financiar seu processo produtivo. Além disso, a decisão de investir vai

depende de suas expectativas, otimismo/pessimismo, quanto a obtenção de um financiamento de curto prazo suficiente para financiar a aquisição de bens de capitais e saldar qualquer obrigação que surgir durante a produção. E a obtenção de recursos de longo prazo para financiar suas obrigações de curto prazo, por meio de emissões de títulos de longo prazo, em que os retornos do investimento paguem os encargos da nova dívida.

Para decidir realizar o investimento produtivo o empresário primeiro olha para a taxa de juros e decide se compensa ou não alocar sua riqueza na economia real. E quando olhamos para o cenário da economia brasileira entre 2003-2010, marcado por elevadas taxas de juros, que torna o empréstimo bancário mais caro, possibilidades limitadas de financiamento de curto e longo prazo, demandar moeda para o motivo *finance* se torna muito custoso para o empresário. Por outro lado, ao olhar para o sistema financeiro, ativos que oferecem elevadas rentabilidades em um curto período, o custo de oportunidade do ativo é maior. Nas palavras de Carvalho et al. (2017), “quando a taxa de juros de um título é superior ao rendimento esperado do capital, os detentores de recursos monetários optam pela compra de títulos e não realizam os investimentos”.

Cabe agora, após essa análise feita dos períodos que estimularam e desestimularam a atividade econômica, e por consequência o investimento, e o papel do Sistema Financeiro Brasileiro, em criar condições propícias ao crescimento econômico, especialmente o financiamento do investimento, será apresentado agora a evolução do PIB - um dos principais indicadores macroeconômicos utilizados para medir a atividade econômica de um determinado período - e o comportamento do investimento produtivo, buscando verificar se de fato foi estimulado ou não.

Ao longo dos anos (2002-2010), o PIB evoluiu positivamente, com exceção para os anos de (2003) e (2009). O desempenho do PIB em 2003, como descrito acima, foi muito contaminado pelo período eleitoral, no que tange a expectativas do mercado quanto a inflação e continuidade da condução da política do mandato anterior. As medidas restritivas adotadas pelo governo no ano de 2003, elevação da taxa Selic e a elevação da meta de resultado primário, resultaram na queda da atividade econômica. Enquanto o resultado negativo do ano de 2009 foi em razão da crise financeira internacional que impactou a economia mundial. A tabela 4 irá mostrar a trajetória de crescimento do PIB e a contribuição de cada um dos seus componentes, destacando o Investimento.

Tabela 4 – Contribuições dos Componentes do PIB ao seu Crescimento no Brasil em – 2002 – 2010

ANO	Consumo	Investimento	Governo	Exportações	Importações	Crescimento do PIB %
2002	0,8	-1,2	0,7	0,8	1,9	3,1
2003	-0,4	-0,4	0,3	1,6	0,1	1,2
2004	2,4	1,6	0,7	2,2	-1,3	5,7
2005	2,6	-0,4	0,4	1,6	-1	3,1
2006	3,3	1,5	0,7	0,7	-2,1	4
2007	3,8	2,8	0,8	0,9	-2,3	6
2008	3,9	2,8	0,4	0,1	-2	5
2009	2,5	-3,1	0,5	-1,3	1	-0,2
2010	4	5,3	0,8	1,3	-3,8	7,6

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IPEADATA

A análise dos componentes do PIB mostra que em (2002-2003) os gastos em consumo tinham uma pequena participação comparado com os outros anos, cerca de 0,8% do PIB em 2002 e -0,4% em 2003. Nesse mesmo período, o investimento crescia a taxas negativas (-1,2%) e (-0,4%) do PIB. Em 2002 o crescimento do PIB foi “puxado” principalmente pelas importações (1,9%) e em 2002 pelas exportações (1,6%).

Durante o ciclo de crescimento que compreende os anos (2004-2010), o papel de destaque passou para o consumo das famílias, que aumentou sua participação no PIB de 0,8% em 2002 para 4% em (2010). Esse comportamento pode ser explicado pelo aumento da oferta de crédito as pessoas físicas e o aumento da renda.

Sobre a trajetória do componente investimento, esse cresceu a taxas negativas nos anos 2002 (-1,2), 2003 (-0,4), 2005 (-0,4) e 2009 (-3,1), mas, aumentou sua participação nos outros anos, saindo de 1,6 em 2004 para 5,3 em 2010. No ano de 2002, como visto anteriormente, dado as expectativas pessimistas dos agentes devido ao período eleitoral acrescida da massiva fuga de capitais, o resultado da contração da demanda agregada, via aumento de juros, resultou na queda da atividade econômica, pois o consumo diminuiu (-0,4) e desestimulou também os investimentos (-0,4). Já no ano 2005, por exemplo, o investimento recuou tanto que operou a uma taxa negativa (-0,4%). Oliveira (2005), afirmou que “Com esse resultado, a gente pode afirmar que o Banco Central exagerou na dose, elevando os juros acima do razoável. Isso

acabou provocando um desaquecimento mais forte da economia". Esse desaquecimento da economia através dos choques na demanda agregada, impacta diretamente no investimento produtivo pois ao final resultará em uma insuficiência da demanda efetiva, queda nos investimentos resultando em uma diminuição no nível do produto e no emprego.

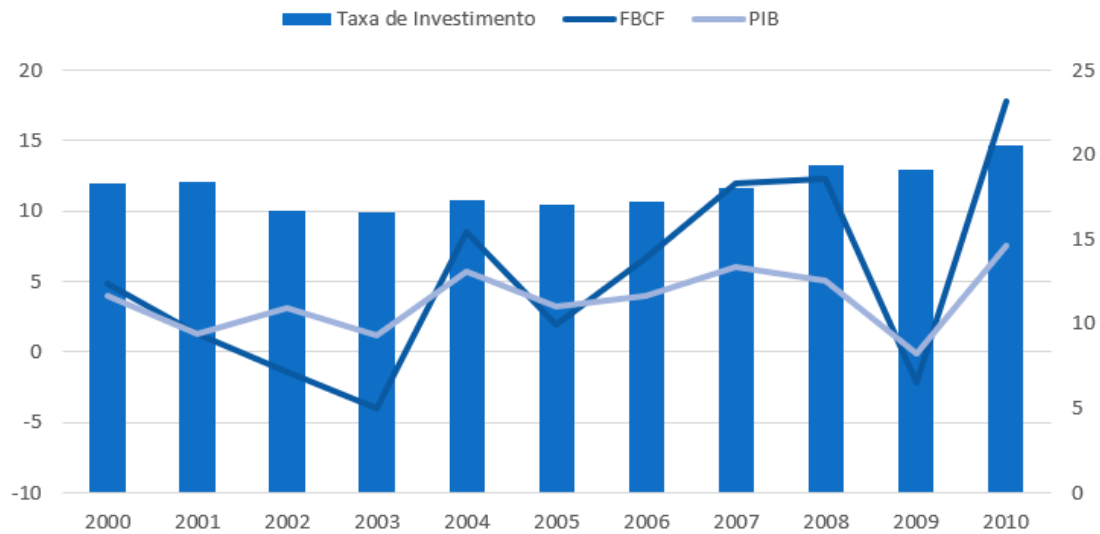
Keynes na Teoria Geral (TG) já explicava que as expectativas de demanda de bens e serviços e a confiança do empresário que determinava a preferência por liquidez e/ou investimento produtivos. Se os empresários que estão produzindo e gerando riqueza para a sociedade acreditam que a demanda futura será insuficiente para absorver sua produção, eles simplesmente irão optar por não investir na produção, o que impactará em toda a atividade econômica.

O ano de 2010 foi muito proveitoso, o PIB saiu de -0,2% em 2009 e alcançou uma taxa de crescimento de 7,6%, em 2010. Esse resultado foi alcançado graças aos efeitos das políticas anticíclicas adotadas pelo governo para combater a crise internacional que impactou o Brasil negativamente em 2009 (BARBOSA, 2013). Houve superavit na balança comercial, aumento dos gastos do governo, aumento do consumo e principalmente um “salto” nos investimentos privados, que saiu de -3,1% em 2009 para 5,3% em 2010.

Em suma, a trajetória do PIB brasileiro, ao longo dos dois mandatos do governo Lula (2003-2010), apresentou um comportamento volátil, isto é, não houve um crescimento sustentável ao longo dos anos. O posicionamento de Terra e Ferrari Filho (2012) aponta que, pela teoria keynesiana, o que pode ter causado esse comportamento da produção seria o desincentivo ao investimento, ao consumo e às exportações, derivado tanto da política monetária contracionista quanto da apreciação cambial.

Esse comportamento do investimento é ilustrado no gráfico 4, onde é mostrado a relação da taxa de crescimento do PIB e da taxa da Formação Bruta do Capital Fixo (FBCF), acrescida da taxa de investimento da economia. É muito importante analisar essa relação porque, uma vez que a FBCF mede o aumento de bens de capital das empresas, é possível verificar qual é a real capacidade produtiva da economia. E a taxa de investimento da economia advém justamente dessa relação FBCF/PIB, que mensurará o quanto da renda do país se destinou à ampliação da capacidade produtiva.

Gráfico 4 - Evolução da taxa de investimento, da FBCF e do PIB – 2000 – 2010



Fonte: Lima Míguez (2016)

Dada a relação direta entre a FBCF e o PIB, esses apresentam trajetória semelhante ao longo do tempo. Em períodos de desaquecimento da economia, ambos apresentam tendências de baixa, e em períodos de aquecimento, ambos apresentam trajetória de alta. Até o momento, viu-se que a chave para o crescimento da atividade econômica é o investimento produtivo, pois será através dele que insumos serão adquiridos, capital fixo e pessoas serão empregados e a renda da sociedade será aumentada, através dos efeitos propagados por várias cadeias produtivas até chegar ao produto final. E nesse sistema são os empresários que detêm esses recursos financeiros capazes de efetivar esse círculo virtuoso na economia. Entretanto, se suas expectativas quanto ao futuro são pessimistas, se o que prevalece é a incerteza quanto à capacidade de crescimento da economia, é difícil o investimento produtivo aumentar, uma vez que reter moeda em, em forma de reserva de valor, é mais seguro.

No período de 2000-2003 a economia apresentou uma tendência de baixa, com retração na atividade econômica, com exceção de 2002. A taxa de crescimento do PIB, que em 2000 era de 3,99%, recuou para 1,14% em 2003. Nesse mesmo intervalo, a taxa que representa a FBCF apresentou um crescimento baixo, chegando a operar com taxas negativas de crescimento em 2002 e 2003 (-1) e (-3) respectivamente.

Nesses casos, onde a taxa da FBCF se encontra em patamar menor que a do PIB, sugere que a capacidade de crescimento da economia é menor, necessitando assim de estímulo ao crescimento. Isso se aplica ao caso brasileiro, entre 2000/2003, a FBCF e o PIB estavam em tendência de baixa, com a FBCF em um nível bem inferior ao do PIB. Com esses baixos

indicativos, a economia brasileira precisou ser estimulada, e duas das principais medidas foram a diminuição da taxa de juros efetiva, mantendo-a bem abaixo da taxa de juros neutra, dando assim uma maior margem de crescimento e, também, aumentando do volume de crédito ofertado, principalmente recursos livres para pessoas físicas. Esses estímulos fizeram a FBCF e o PIB se recuperarem e entrarem em um ciclo ascendente de crescimento. Keynes propagava que se as autoridades quisessem aumentar o volume de capital na sociedade, seria apropriado reduzir a taxa de juros para estimular o investimento produtivo.

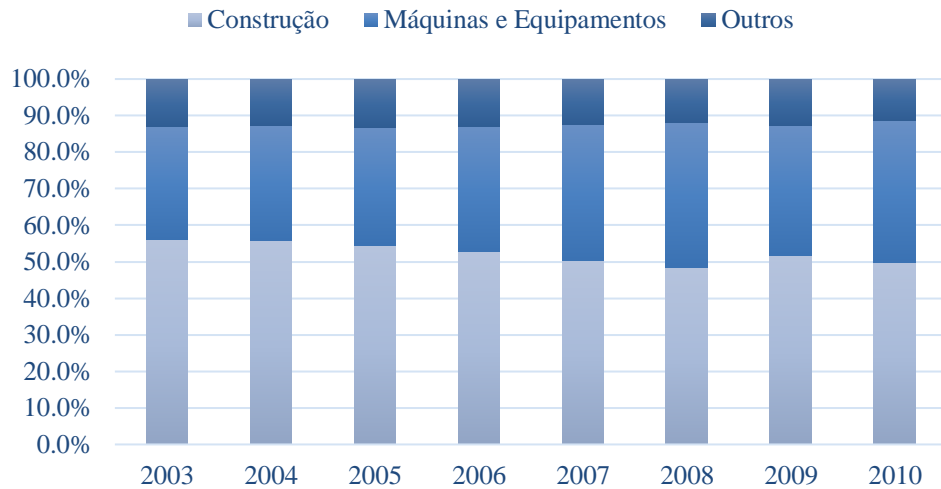
De 2004 até 2010 o PIB e a FBCF recuperaram e apresentaram tendência de alta, com exceção no ano de 2005 e 2009. Esses estímulos fizeram tanto efeito que a FBCF saiu de taxa de crescimento negativa em 2003 (-3) para (8,49) em 2004. Em 2005, dado o aquecimento da economia em 2004, e com a taxa de FBCF acima do PIB, dando sinais de uma maior capacidade de crescimento, e com isso consequentemente pressão inflacionaria, fez com que o Banco Central atuasse desacelerando a economia aumentando a taxa de juros. De fato, acabou “pesando a mão” na hora de fixar a Selic para controlar as pressões inflacionarias e isso impactou negativamente na atividade econômica, deprimindo os investimentos produtivos. A FBCF, “despencou” de (8,49) em 2004, para (1,96) em 2005. Sobre o uso da taxa de juros de modo a controlar pressões inflacionarias, por meio de choque na demanda agregada, Keynes (2013b) sugeriu que as AM mantivessem a taxa de juros permanentemente deprimidas, atuando na redução da demanda agregada, quando necessário, através de outros meios.

Nos anos seguintes, (2006 – 2010), a economia entrou em um ciclo de crescimento apresentando alta nos investimentos e na taxa de crescimento do PIB, exceto em 2009, que devido ao impacto da crise internacional, impactou negativamente essas taxas.

Como mencionado nos capítulos anteriores, o investimento para Keynes, significava aquisição de equipamentos do setor de bens de capital, ampliação da capacidade produtiva e também a expansão da produção corrente de bens de capital. Sendo assim, é interessante desagregar o componente investimento (FBCF) para uma melhor compreensão dos movimentos cíclicos do investimento.

Conforme o Sistema de Contas Nacionais, a FBCF é dividida em três componentes: a construção (residencial e não residencial), as máquinas e equipamentos (nacionais e importados) e o componente outros, que vão corresponder a cargas vivas, ativos de propriedade intelectual, serviços de informação etc). No gráfico 5 é mostrado a evolução das rubricas que compõem a FBCF.

Gráfico 5 - Comportamento das rubricas que compõem a FBCF – 2003 – 2010



Fonte: Lima Miguez (2016)

(1) Esse gráfico foi reelaborado a parti dos dados da Pesquisa Anual da Indústria (IBGE) e do trabalho de Lima Miguez (2016).

A rubrica mais importante, que vai evidenciar, o quanto do investimento foi direcionado para melhorar e/ou aumentar a capacidade produtiva é a rubrica de máquinas e equipamentos. Olhando com mais detalhe, é possível perceber que essa rubrica teve pouca participação na composição da FBCF, comparada com a rubrica construção. Ao longo desses anos os investimentos que de fato iam para a indústria ficavam oscilando na casa dos 30%, enquanto a rubrica construção oscilava na casa dos 50% do investimento.

É importante destacar que esse percentual tende a diminuir devido ao fato do indicador, FBCF, mensurar os investimentos brutos feitos, incluindo aqueles que foram direcionados para repor a depreciação do capital. Isso acaba contaminando um pouco a análise, uma vez que pode ocorrer o aumento do investimento, mas sendo direcionado para repor o capital depreciado e não para aumentar o estoque de capital.

Dessa maneira, a tabela 5 vai mostrar o total de investimentos brutos (FBCF) e a tabela 6 mostrará o total de investimento líquido (FLCF) de cada rubrica do mesmo período. A Formação Líquida de Capital Fixo mostrará o total de investimento líquido, deduzidas os valores que foram direcionaram para cobrir a depreciação do estoque de capital. Essa comparação é pertinente, pois vai mostrar o quanto de recursos de fato foram direcionados para aumentar os estoques de capital, e assim expandir o produto, e quanto foi para repor depreciação do capital.

Tabela 5 - Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF): valores constantes de 2010 (2003 - 2010)

Rubricas	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Construção	270.589	291.077	287.019	296.229	314.159	336.733	353.701	397.310
Máquinas e Equipamentos	149.491	165.383	171.267	192.480	232.364	274.175	243.418	310.656
Outros	63.506	65.699	69.776	73.210	78.101	83.122	86.161	89.980
FBCF	483.586	522.158	528.062	561.919	624.070	694.070	683.281	797.946

Fonte: elaboração própria a partir no PIA Empresas/ IBGE e IPEA (2020)

Tabela 6 - Investimento líquido: Formação Líquida de Capital Fixo – valores constantes de 2010 (2003 -2010)

Rubricas	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Construção	73.936	89.477	82.140	84.096	101.279	118.514	125.733	157.163
Máquinas e Equipamentos	-2.937	15.320	13.177	33.468	70.996	105.989	61.288	130.083
Outros	22.757	20.768	21.096	19.669	20.558	20.631	18.492	18.632
FLCF	93.755	125.565	116.414	137.233	192.832	245.134	205.513	305.879
Variação %	-81%	-76%	-78%	-76%	-69%	-65%	-70%	-62%

Fonte: elaboração própria a partir no PIA Empresas/ IBGE e IPEA (2020)

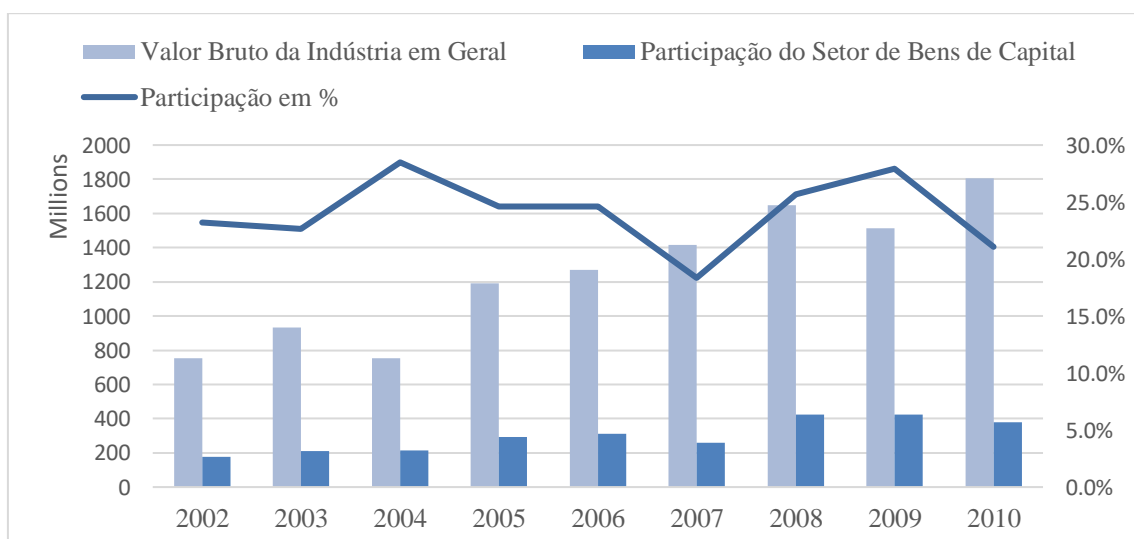
Ao comparar as duas tabelas, percebe-se que a maior parte dos investimentos que foram realizados, foram direcionados para cobrir a depreciação em vez de expandir os estoques de capital. No ano de 2003, por exemplo, do total de investimentos feitos, 81% do valor investido foi para cobrir depreciação. Em 2004, ano em que a atividade econômica estava aquecida, alcançando um crescimento de 5,7%, e apresentando taxa de crescimento da FBCF alta, 8,49%, pouco foi o estímulo a expansão da capacidade produtiva. Apenas 24% dos recursos investidos foram direcionados para esse objetivo.

Colocando uma “lupa” nas rubricas, a construção em todos os anos analisados absorve a maior parte dos investimentos. Isso significa que menos investimentos foram direcionados para melhorar e/ou aumentar a capacidade produtiva. Os investimentos líquidos nessa rubrica cresceram de 2006 a 2010, aumentando sua participação na FLCF.

O setor da economia que fabrica e fornece essas máquinas e equipamentos para outros produtores é a indústria de bens de capital. É um setor de extrema importância, como mencionado por Keynes (1996) pois será através desse setor que propagará todo o efeito multiplicador da renda na economia. Para Keynes (2013b) expectativas otimistas na economia real gera uma procura maior por bens de capital, logo será necessária uma quantidade maior de fabricação e por consequência maior número de contratados para produzir esse bem. Ao contratar um maior número de trabalhador para produzir bens de capital, esses trabalhadores agora empregados, vão demandar uma maior quantidade de bens de consumo. Isso acarretará maiores investimentos no setor de bens de consumo e um maior número de trabalhadores para produzir bens de consumo. O resultado, é um maior volume de emprego e de renda na economia, o famoso efeito multiplicador keynesiano. Percebe-se que ao renunciar liquidez e decidir investir em bens de capital, através do efeito multiplicador, impactará positivamente nos setores de bens de consumo.

Dada a importância do setor de bens de capital na economia, cabe agora analisar a participação comparado com a indústria em Geral. O gráfico 6 ilustra essa comparação, mostrando que a participação da produção industrial de bens de capital com relação ao total da indústria é bem reduzida, o que acaba mostrando uma certa fragilidade, uma vez que, o desenvolvimento econômico está relacionado com fortalecimento e a expansão do setor industrial, e principalmente o de bens de capital. A fabricação de bens de capital, além de gera renda na economia, via efeito multiplicador, são bens de maior valor agregado.

Gráfico 6 - Participação do setor de bens de capital no Valor Bruto da Produção



Fonte: reelaborado a parti do PIA Empresa/IBGE, e da tese de Lima Miguez (2016).

- (1) Esse gráfico faz parte do estudo feito por Lima Miguez (2016). O gráfico original abrange um período de tempo maior.

No período de 2000 até 2010 a produção desses bens não chegou nem a 25%, do total industrial, e manteve-se com uma certa estabilidade. Isso é algo preocupante, dada a importância desse setor, de propagar o crescimento econômico. Essa “fragilidade” nesse setor, diz muito sobre a economia do país. Países com um setor industrial forte, com um setor de bens de capital robusto e dotado de capacidade de difundir inovações tecnológicas por toda a cadeia produtiva, são caracterizados por apresentarem um crescimento sustentável, sem grandes flutuações (BONELLI, 2008).

Com base nesses resultados obtidos durante os dois governos de Lula (2003-2010) e de todas as discursões resgatadas das obras de Keynes e dos pós-keynesianos, descritas nos dois primeiros capítulos, cabe agora abrir um espaço para fazer uma breve reflexão e dar resposta a questão levantada no trabalho: dadas as características de um modelo de economia monetária de produção - onde a moeda e as incertezas afetam o comportamento do tomador de decisão, que pode optar por formas mais líquidas de riqueza, impactando assim no preço e na oferta dos bens de capital e por consequência na acumulação de capital – a Política Monetária do governo Lula foi de orientação keynesiana, no sentido a estimular os investimentos produtivos?

A começar pelo uso da taxa de juros Selic, com a adoção de regime de metas de inflação, passou a ser utilizada como principal instrumento para o controle da inflação, e também para atrair fluxos de capitais (FERRARI FILHO; TERRA, 2012, tradução nossa). Durante o período do governo Lula, permaneceu em patamares elevados, tendo sua redução mais significativa após o advento da crise financeira ao fim de 2008, visando estimular a economia para mitigar os efeitos da crise.

Sobre isso, Keynes e os pós-keynesianos desaconselham o uso da taxa de juros como ferramenta para controlar a inflação através do choque de demanda agregada. Como visto, taxa de juros alta deprime o investimento produtivo e também desestimula a atividade econômica. Ademais, para os pós-keynesianos existem vários tipos de inflação, e para cada uma deve ser utilizado um instrumento inflacionário Sicsú (2003).

Outra questão que deve ser destacada, foi a reorientação na condução da política, durante a crise, com implementações de medidas de caráter anticíclica, para mitigar os efeitos da crise. Essas não podem ser confundida como de inspiração Keynesiana. Keynes alertava que o Estado não devia intervir só quando as manifestações de crise aparecessem, as políticas

econômicas keynesianas devem ser de ação contínua, no sentido de evitar que essas flutuações aconteçam.

Outro efeito da taxa de juros elevadas, dada a alta rentabilidade, os agentes vão preferir alocar suas riquezas no sistema financeiro, como a aquisição de títulos públicos, ou outros ativos financeiros. Esses juros altos do Brasil, afetou o financiamento da produção, impedindo o funcionamento do circuito de financiamento de Keynes (2013b): financiamento-Investimento-poupança-*funding*. Os bancos comerciais, que para Keynes exerce o papel fundamental de financiador do investimento, durante o governo Lula, a oferta de crédito para o financiamento do investimento, era limitada. Esses bancos comerciais, dada sua característica de rentista, preferiam alocar seus ativos no Mercado financeiro, sendo principalmente financiadores do Estado.

Keynes (2013b) já alertava sobre a existência de “Franja de tomadores insatisfeitos”, que caracterizam as firmas que demandam créditos no mercado bancário, à taxa de juros corrente, e que não eram atendidas. A elevada rentabilidade da aplicação em títulos públicos, e sua alta liquidez, deixavam o setor bancário muito confortável, no sentido que podiam escolher os termos em que oferece crédito aos empresários. Dado o contexto de reduzida competição bancaria, devido a concentração dos grandes bancos, contribui pra esse resultado.

Esse cenário de juros elevados, alta rentabilidade dos ativos financeiros, oferta de crédito limitada e as incertezas quanto ao futuro, impactaram no investimento produtivo. Através dos indicadores de FBCF/FLCF, constatou-se que o volume maior dos investimentos feitos fora direcionado para repor a depreciação do capital, 81% em (2003); 78% em (2005) e 70% em (2009). Dessa maneira, os detentores de riqueza não foram estimulados a recomporem seus portfólios de modo a investirem visando o acréscimo ao estoque de capital e da capacidade produtiva. Assim, a participação do setor de bens de capital ao longo dos anos, foi bem deprimida, quando comparada com a indústria em Geral, limitando a expansão da capacidade produtiva e com ela tudo o que se poderia obter, dado o efeito multiplicador keynesiano.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esse trabalho objetivou em um primeiro momento apresentar como Keynes desenvolveu a sua teoria monetária da produção e as principais características dessas economias, desde o modo de funcionamento até a orientação da condução da política monetária. Essas informações são cruciais para a compreensão dos fatos econômicos em uma economia real. Ademais, os pós-Keynesianos contribuíram de maneira significativa quando resgataram os rascunhos de Keynes e a partir deles desenvolveram um arcabouço teórico que possibilitou uma maior compreensão da teoria de Keynes.

Com essa base teórica esse trabalho buscou descrever a política monetária durante o governo Lula, entre 2003 e 2010, analisando-a à luz de Keynes. O intuito era contribuir com a literatura ao trazer aspectos diferentes quanto a interpretação de alguns fatos econômicos que aconteceram, e também ao debate que ainda persiste em torno de divergentes interpretações quanto a orientação das políticas macroeconômicas. Esse estudo buscou analisar e verificar se a política monetária durante o governo Lula pode ser considerada de inspiração Keynesiana.

Percebe-se que em economias empresariais o investimento produtivo é a variável-chave determinará o nível da produção e conseqüentemente o nível de emprego. De modo que o empresário só investirá em ativos ilíquidos se a Eficiência Marginal do Capital for superior a taxa de juros, considerada como prêmio pela renúncia a liquidez. Além disso, a disponibilidade de financiamento de curto e longo prazo, e o cenário em que os agentes estão inseridos também influenciam na decisão de investir. Dessa forma, a política monetária que vise estimular os empresários a investirem na produção deve operar na esfera financeira aumentando a oferta de ativos, com intuito de diminuir a taxa de juros desses ativos líquidos, deixando-os menos atrativos, estimulando o agente a optar por nova forma de riqueza como a demanda por ativos ilíquidos.

As principais conclusões desse trabalho mostram que durante os dois governos analisados, a política monetária empreendida, tinha como a taxa de juros o principal instrumento de política, visando manter a inflação na meta estipulada por meio de controle de demanda agregada. Nesse período a taxa de Juros Selic permaneceu em patamares altíssimos desestimulando a aquisição de bens de capital, pois as remunerações dos ativos ilíquidos eram mais atrativas. Esse cenário de juros elevados impactou também no financiamento da produção, de modo que, dada a rentabilidade dos ativos financeiros, os bancos comerciais preferiam adquirir ativos financeiros do que realizar empréstimos para financiar a produção. Essa escassez de recursos bancários foi descrita por Keynes quando ele alertou sobre a existência de “Franja

de tomadores insatisfeitos”, que caracterizam as firmas que demandam créditos no mercado bancário, à taxa de juros corrente, e que não eram atendidas.

Tudo isso impactou no setor de bens de capital, que teve sua participação bem reduzida comparada com a indústria em geral. A análise dos dados revelou que a maior parte dos investimentos que eram feitos, não eram para expandir a capacidade produtiva e sim repor a depreciação do capital.

Assim, depois de descrever as principais ideias de Keynes, e dos avanços dos pós-keynesianos, além das observações feitas sobre a política monetária e o desempenho do investimento produtivo, por meio do método hipotético-dedutivo, rejeita-se a hipótese levantada no início do trabalho. Após observações minuciosas, os resultados encontrados demonstraram que a hipótese de que a política monetária durante o governo Lula (2003-2010) pode ser considerada de inspiração Keynesiana, pois estimulava o investimento produtivo, é falsa.

Todavia, trabalhos futuros podem abordar se o atual governo do presidente Lula, a parti do ano de 2023, está seguindo orientações de viés Keynesiano, se concentrando no setor produtivo. Isto é, com atenção voltada ao investimento produtivo, para que a nação possa se beneficiar dos efeitos gerados a partir do multiplicador Keynesiano.

REFERÊNCIAS

ABREU, M. de P, et al. **A ordem do progresso**. Rio de Janeiro: Campus, 1990. Disponível em: <https://bibliotecaonlinedahisfj.wordpress.com/wp-content/uploads/2015/02/abreu-m-p-org-a-ordem-do-progresso-cem-anos-de-polc3adtica-econc3b4mica-republicana-1889-1989.pdf>.

ALVES, V. **Cardim de Carvalho e o conceito de economia monetária**. Sobre economia e sobre muitas outras coisas, 2021. Disponível em: <https://www.blogs.unicamp.br/sobreeconomia/2021/07/31/cardim-de-carvalho-e-o-conceito-de-economia-monetaria/>. Acesso em: 02 maio. 2022.

AMITRANO, C. R. "**O Tratado sobre a Moeda e a Teoria Geral de Keynes: continuidades e rupturas**." *Apresentação no XXIII Encontro Nacional da ANPEC 2005*. Disponível em: <https://core.ac.uk/download/pdf/6357279.pdf>. Acesso em: 17 ago. 2022.

BACHA, E. **Década de 1990**. Notas breves sobre as décadas de 1960 a 2020 escritas para livro comemorativo dos 60 Anos da Itaú Asset Management. 2018. Disponível em: <https://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2018/02/180207ECONOMIA-BRASILEIRA.pdf>. Acesso em 15 set. 2023.

_____. **Plano Real: uma segunda avaliação**. O Plano Real e Outras Experiências Internacionais de Estabilização, Brasília: ipea/cepal, 1997. Disponível em: <<https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/d5c7e045-52e8-43e7-9753-ab6d9aa48496/content>> Acesso em 15 set 2023.

BALASSIANO, M.G.; PESSÔA, S. A. **Desempenho da economia brasileira nos últimos oito quadriênios (1987-2018): um estudo em painel comparando os dados observados e previstos**, in: XXIV Encontro de Economia Da Região Sul – ANPEC SUL 2021. ANPEC, Florianópolis, Brasil. Disponível em: https://www.anpec.org.br/sul/2021/submissao/files_I/i6-0e903480b394a0e4be63b63df9a6c313.pdf. Acesso em: 17 dez. 2023.

BARBOSA FILHO, H.; PESSÔA, S. **Desaceleração Recente da Economia Brasileira**. Publicado na coletânea "Sob a Luz do Sol", Centro de Debate de Políticas Públicas (CDPP), 2014. Disponível em: https://cdpp.org.br/wp-content/uploads/2017/02/Coletanea-Sob-a-Luz-do-Sol_v2509.pdf. Acesso em 15 dez. 2023.

BARBOSA, N.; SOUZA, J. A. P. **A Inflexão do Governo Lula: Política Econômica, Crescimento e Distribuição de Renda**. 2010. Disponível em: <https://nodoctruments.wordpress.com/wp-content/uploads/2010/03/barbosa-nelson-souza-jose-antonio-pereira-de-a-inflexao-do-governo-lula-politica-economica-crescimento-e-distribuicao-de-renda.pdf>. Acesso em: 23 mar. 2022.

_____. Dez anos de política econômica. In: Emir Sader (Org.). 10 anos de governos pós-neoliberais no Brasil: Lula e Dilma. Boitempo Editorial, 2015.

BASTOS, P. P. Carta de Campinas expõe a estagnação da economia. Jornal da Unicamp, Campinas, Edição 289 - 23 maio. 2005. Disponível em: https://www.unicamp.br/unicamp/unicamp_hoje/ju/maio2005/ju289pag05.html. Acesso em: 02 ago. 2023.

BONELLI, R. **Investimento e crescimento sustentável**. Texto preparado para o 5º Fórum de Economia da Fundação Getúlio Vargas — FGV, 15 e 16 de setembro de 2008, São Paulo, SP. Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/ad6f6c78-ece9-45c4-84c9-b9a430256add/content>. Acesso em: 23 nov. 2023.

BRAGA, A. **Política monetária, inflação, nível de atividade e taxa de juros neutra**. Blog do IBRE FGV, 2021. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/politica-monetaria-inflacao-nivel-de-atividade-e-taxa-de-juros-neutra>. Acesso em: 12 nov. 2022.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Macroeconomia pós-Plano Real: as relações básicas. In: SICSÚ, J.; PAULA, LF; MICHEL, R. Novo-desenvolvimentismo: um projeto nacional de crescimento com equidade social. Barueri: Manole 2005. Disponível em: <https://bresserpereira.centrodeeconomiapolitica.org/papers/2005/78-MacroPosPlanoReal.pg.pdf>. Acesso em 21 mar. 2022.

_____. **O tripé, o trilema e a política macroeconômica**. 2013. Disponível em: <https://bresserpereira.centrodeeconomiapolitica.org/351b-tripe-trilema-dossie.pdf>. Acesso em: 21 mar. 2022.

CARVALHO, F. J, et al. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro: Elsevier Brasil, 2012.

_____. **Da propriedade neoclássica à redescoberta de Keynes**. Análise Econômica, ano 6, n. 9, 1988. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/index.php/AnaliseEconomica/article/view/10286/6005>. Acesso em 14 jun. 2022.

_____. (1991). **A não neutralidade da moeda em economias monetárias de produção: a moeda nos modelos pós- Keynesianos**. *Estudos Econômicos (São Paulo)*, 21(1), 11-40. <https://doi.org/10.1590/1980-53572112fjcc>. Acesso em: 03 jun. 2022.

_____. (1992). **MR. KEYNES E OS PÓS-KEYNESIANOS**. Disponível em: <https://lbumaqui.com.br/wp-content/uploads/2024/02/04-Carvalho-2020-Keynes-e-os-Pos-Keynesianos-1.pdf>. Acesso em: 26 set. 2022.

_____. (1994). **Temas de política monetária keynesiana**. *Ensaio FEE* 15.1: 33-61. Disponível em: <http://200.198.145.164/index.php/ensaios/article/viewFile/1668/2037>. Acesso em 26 set. 2022.

_____. (2005) **Uma contribuição ao debate sobre a eficácia da política monetária e algumas implicações no caso do Brasil** ", Revista Brasileira de Economia Política, Centro de Economia Política, vol. 25(4), páginas 323-336. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/6NdCTQyQ8Lk9tQsCkMsQ3zg/>. Acesso em 27 set. 2022.

_____. (2010) **Reformas financeiras para apoiar o desenvolvimento**. Texto para Discussão, 2010. Disponível em: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/90999/1/661077632.pdf>. Acesso em 04 abr. 2023.

_____. (2017) et al. *Economia monetária e financeira: teoria e política*. Vol. 3. Elsevier Brasil, 2017. Disponível em:

[https://www.academia.edu/30932993/Economia Monet%C3%A1ria e Financeira Teoria e Pol%C3%ADtica Fernando Cardin](https://www.academia.edu/30932993/Economia_Monet%C3%A1ria_e_Financeira_Teoria_e_Pol%C3%ADtica_Fernando_Cardin). Acesso em: 12 jul. 2023.

_____. **Keynes e os Pós-keynesianos: Princípios de Macroeconomia Para uma Economia Monetária de Produção**. Rio de Janeiro: Alta Cult (2020).

CORAZZA, G.; KREMER, R. L. **Friedman e o monetarismo: a velha teoria quantitativa da moeda e a moderna escola monetarista**. *Análise Econômica*, [S. l.], v. 21, n. 40, 2009. DOI: 10.22456/2176-5456.10731. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/index.php/AnaliseEconomica/article/view/10731>. Acesso em: 30 jun. 2022.

DE PAULA, LF; FERRARI, F. **Uma Análise Crítica das Políticas Macroeconômicas no Brasil de Lula da Silva a Dilma Rousseff (2003-2014)**. *Revista Keynesiana Brasileira*, v. 2, pág. 218-227, 24 de dezembro de 2015.

Harvey, D. **O neoliberalismo**. História e implicações. São Paulo: Loyola, 2008. 3 p. Disponível em: <https://www.uc.pt/feuc/citcoimbra/Harvey2008>. Acesso em: 09 jul. 2024.

HERMANN, J.; DE PAULA, L. F. *Economic development and the functionality of the financial system in Brazil: A Keynesian approach 1.* Financial Stability and Growth. Routledge, 2014. Disponível em: <http://www.luizfernandodepaula.com.br/ups/economic-development-and-the-functionality-of-the-financial-system.pdf>. Acesso em 03 set. 2022.

FERRARI FILHO, F. As concepções da teoria monetária de John Maynard Keynes: um exercício cronológico. **Análise econômica**. Porto Alegre. vol. 8, n. 13 (mar. 1990), p. 121-132 (1990). Disponível em: <https://lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/25259/000114259.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em 18 jul. 2022.

_____. Ferrari Filho, F.; Terra, FHB (2012). **Políticas econômicas keynesianas: reflexões sobre a economia brasileira, 1995-2009**. *Revista Cepal*. Santiago, nº 108, dezembro, pp.111-126. Disponível em: <https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/de5cee35-c710-47c1-9161-002bb487c49f/content>. Acesso em: 20 ago. 2022.

FERREIRA, J. G.; DE LIMA, J. F. Políticas Públicas do Período Lula: Um Olhar em Busca de Elementos Keynesianos. *Revista de Economia Regional, Urbana e do Trabalho*, 2014, 3, 2, 1-10 <https://periodicos.ufrn.br/rerut/article/download/16695/11161/53095>

KEYNES, J. M. *A Tract on Monetary Reform*. 1930. (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. V), London: Royal Economic Society, 2013a.

_____. *A Treatise on Money: the pure Theory of Money*. 1930. (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. VI), London: Royal Economic Society, 2013b.

_____. *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda [1936]*. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, M. E. Fundamentos de *Metodologia científica*. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2017, p. 94. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/7237618/mod_resource/content/1/Marina%20Marconi%20Eva%20Lakatos_Fundamentos%20de%20metodologia%20cient%20C3%ADfca.pdf. Acesso em: 09 jul. 2024.

MARTINS, N. M. **Sistemas Financeiros, Funcionalidade e Desenvolvimento Econômico: A Experiência do Governo Lula (2003-2010)**. 2012. Disponível em https://www.ie.ufri.br/images/IE/TDS/2012/IE_Martins_2012_TD009v3.pdf. Acesso em: 27 set 2022.

MENESES, V. A.; FAVRETO, K. E. A mudança no modo de conceber a ciência a partir o método hipotético dedutivo de Karl Popper. In: ZANETTE, C. V. E.; FAVRETO, K. E. (org.). *Encontros Filosóficos: Ensaios sobre Método, Educação e Ensino*. Boa Vista: Editora UERR, 2021. cap. 1, p. 8-19.

MORA, M. **A evolução do crédito no Brasil entre 2003 e 2010**. 2005. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/3537/1/td2022.pdf>. Acesso em 27 set 2022.

NAKANO, Y. **A taxa de juros mais alta do mundo deverá persistir**. *Revista Conjuntura Econômica* 61.1 (2007): 10-11. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/rce/article/view/25442/24299>. Acesso em 02 jun. 2022.

NOVELLI, J. M. N. **A questão da continuidade da política macroeconômica entre o governo Cardoso e Lula (1995-2006)**. *Revista de Sociologia e Política*, 18, 227-240, 2010. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rsocp/a/NNHBvMBK87QHRyV9XCFCqSB/?lang=pt#:~:text=Os%20elementos%20que%20explicam%20a,endimento%20externo%20e%20interno%2031>. Acesso em: 10 ago. 2022.

OREIRO, J. L. **Economia pós-keynesiana: origem, programa de pesquisa, questões resolvidas e desenvolvimentos futuros**. *Ensaios FEE* 32.2 (2011). Disponível em: <http://200.198.145.164/index.php/ensaios/article/view/2367/2978>. Acesso em 18 jun. 2022.

PRODANOV, C. Cristiano; DE FREITAS, ERNANI CESAR. *Metodologia do trabalho científico: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico-2ª Edição*. Editora Feevale, 2013. Disponível em: <https://www.feevale.br/Comum/midias/0163c988-1f5d-496f-b118-a6e009a7a2f9/E-book%20Metodologia%20do%20Trabalho%20Cientifico.pdf>. Acesso em 09 jul. 2024.

SICSÚ, João. **Políticas não-monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana**. *Análise Econômica* v. 21 n. 39 (2003): março de 2003 21.39. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/index.php/AnaliseEconomico/article/view/10725/6336>. Acesso em 12 maio. 2022.

SOUSA, AG; OLIVEIRA, GS; ALVES, LH. **A pesquisa bibliográfica: princípios e fundamentos**. *Cadernos da FUNCAMP*, v. 20, n. 43, pág. 64-83, 2021. Disponível em: <https://revistas.fucamp.edu.br/index.php/cadernos/article/view/2336>. Acesso em: 10 jun. 2024.

MIGUEZ, T. D. H. L. **EVOLUÇÃO DA FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO NA ECONOMIA BRASILEIRA 2000-2013**. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) - UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO, Rio de Janeiro, 2016. Disponível em: <https://www.ie.ufrj.br/images/IE/PPGE/teses/2016/Thiago%20de%20Holanda%20Lima%20Miguez.pdf>. Acesso em: 03 set. 2022.

TRISTÃO, E. **A opção neoliberal do primeiro mandato do governo Lula**. Ser Social 13.28 (2011): 104-128. Disponível em: https://periodicos.unb.br/index.php/SER_Social/article/view/12684. Acesso em: 16 abr. 2022.

TRISTÃO, P. A., BENDER F. R., & Coronel, D. A. Evolução do crédito industrial no Brasil: uma análise a partir de fatores macroeconômicos. **Revista de Economia Contemporânea**. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rec/a/4jSTtrLFLXcrzqj7S6h4kYw/?lang=pt#>. Acesso em: 27 out. 2023.

ANEXO A – A Evolução do crédito privado no Brasil entre 1994 e 2012 (em %)

Data	Crédito Habitacional	Crédito Pessoal	Crédito Comércio	Crédito para Indústria	Crédito Rural	Outros Créditos
1994	23.85	8.57	14.94	27.58	10.95	14.10
1995	25.39	7.93	12.52	28.95	10.82	14.40
1996	23.49	8.72	15.28	28.14	10.09	14.28
1997	22.29	13.47	12.95	28.35	9.22	13.72
1998	21.41	14.38	11.29	29.05	9.75	14.13
1999	20.71	13.97	10.34	31.56	9.35	14.07
2000	20.16	17.58	9.98	28.68	9.20	14.40
2001	11.22	22.73	10.93	29.89	8.18	17.06
2002	6.99	23.77	11.07	31.37	8.40	18.40
2003	6.58	23.48	10.86	30.50	10.47	18.12
2004	5.77	26.49	11.22	27.39	11.69	17.46
2005	5.14	31.11	11.26	24.70	11.41	16.38
2006	5.08	33.27	11.01	22.86	11.00	16.78

Data	Crédito Habitacional	Crédito Pessoal	Crédito Comércio	Crédito para Indústria	Crédito Rural	Outros Créditos
2007	5.09	34.41	10.57	22.88	10.31	16.74
2008	5.09	33.83	10.54	23.75	9.24	17.56
2009	6.06	34.01	9.89	23.67	8.62	17.75
2010	7.74	33.89	10.26	22.19	7.92	18.00
2011	9.57	33.15	10.60	21.70	7.37	17.61
2012	10.57	32.83	10.50	21.16	7.31	17.63

Fonte: Tristão, Bender e Coronel (2015).