

## CICLOS ECONÔMICOS E PAPEL DO ESTADO: UMA ANÁLISE DAS HIPÓTESES PÓS-KEYNESIANAS E NOVO-KEYNESIANAS

Felippe Rocha Presado Menezes de Barros  
Mestre em Economia Aplicada pela Universidade Federal de Alagoas.  
Professor Auxiliar Substituto da Universidade Federal de Alagoas.  
Economista da Federação do Comércio de Bens, Serviços e Turismo do Estado de Alagoas.  
Maceió, AL, Brasil.

Valber Gregory Barbosa Costa Bezerra Santos  
Mestre em Economia Aplicada.  
Universidade Federal de Alagoas.  
Economista do Tribunal de Justiça do Estado de Alagoas.  
Maceió, AL, Brasil.

**RESUMO** – Diante de uma crise financeira internacional iniciada em meados de 2007 e ainda atualmente vivenciada o papel das políticas macroeconômicas ressurgiu com uma nova roupagem Keynesiana, dada a mitigação insatisfatória da macroeconomia do *mainstream* (os Novos-Clássicos). De 2008 até o presente momento as economias do mundo lançaram mão de diversos instrumentos de política macroeconômica que vem divergindo da lógica do *mainstream*. Dessa forma, o presente trabalho tem como objetivo analisar as duas principais escolas da tradição keynesiana (Novos-Keynesianos e Pós-Keynesianos) a respeito da existência de recorrentes ciclos econômicos e quais são os instrumentos (se existir) de política econômica a fim de reduzir as incertezas do ambiente econômico.

**Palavras-chave:** Novos-Keynesianos; Pós-Keynesianos; Ciclos Econômicos; Papel do Estado

## ECONOMIC CYCLES AND THE ROLE OF THE STATE: AN ANALYSIS OF POST-KEYNESIAN AND NEW-KEYNESIAN HYPOTHESES

**ABSTRACT** – Faced with an international financial crisis that began in mid-2007 and has currently experienced the role of macroeconomic policies resurfaces with a new guise Keynesian, given the mitigation of unsatisfactory mainstream macroeconomics (the New-Classical). From 2008 until the present time the world's economies resorted to various instruments of macroeconomic policy that is diverging from the mainstream logic. Thus, this study aims to analyze the two main schools of Keynesian tradition (New-Keynesian and post-Keynesian) regarding the existence of recurring cycles and what are the instruments (if any) economic policy to reduce the uncertain economic environment.

**Keywords:** New-Keynesian, Post-Keynesian; Economic Cycles; Role of the State

*JEL classification:* E12, E32, E63

### INTRODUÇÃO

Diante de uma crise econômica iniciada em meados de 2007, devido ao alastramento da inadimplência no crédito hipotecário norte-americano, denominado subprime, os governos em todo o mundo (devido ao alastramento dos créditos podres do sistema imobiliário americano), lançaram mão de diversos instrumentos de política econômica que são para o *mainstream* fora da lógica do pensamento corrente (os Novos – Clássicos).

Segundo (FERREIRA, A. N.; LEVY, M. C. P.; FRANCALANZA, P. S., 2009), o “Keynesianismo cuja sua morte fora anunciada por LUCAS (1980), ressurgiu com força

redobrada na década de 90 sob a égide Novo – Keynesiana”. Esse acontecimento foi encarado por diversos autores, inclusive MANKIW (1992) como a reencarnação do keynesianismo, no qual, fez ressurgir uma “nova ortodoxia” keynesiana, fundamentada numa análise “microeconômica da macroeconomia”, visando refutar o pensamento Novo – Clássico.

Em contraposição ao pensamento Novo – Keynesiano, surgem os autores Pós – Keynesianos que rejeitam os rumos tomados pela ortodoxia Keynesiana, pois, estariam eles (os Novos Keynesianos) “dilacerando a herança de Keynes” (FERREIRA, A. N.; LEVY, M. C. P.; FRANCALANZA, P. S., 2009). Ou seja, a escola pós-keynesiana reúne autores que se mostram insatisfeitos com os caminhos recentes da macroeconomia (em especial, dos fundamentos Novo – Keynesiano).

Desta forma, torna-se interessante uma análise minuciosa a respeito das hipóteses levantadas pelos Pós – Keynesianos e dos Novos – Keynesianos a respeito da fragilidade do sistema econômico nos últimos 80 anos, bem como compreender suas hipóteses acerca do Papel do Estado e das Políticas Macroeconômicas a fim de mitigar ou amenizar os efeitos instáveis do sistema econômico.

Assim, em razão de um cenário de profundas transformações e crises econômicas, este trabalho tem como objetivo investigar as posições teóricas de ambos os pensamentos em razão das recorrentes crises deflagradas pelo setor financeiro, real e de especulação (como o subprime, recentemente). Desta forma, esse trabalho está composto, além desta introdução, por mais duas seções e as considerações finais. Na seção primeira, serão discutidos do ponto de vista de cada escola os motivos das recorrentes crises (ciclos econômicos), sendo dividido em duas subseções para a análise da discussão. Em seção posterior, foi feito um levantamento dos principais elementos de políticas macroeconômicas elencadas por cada escola a fim de entendermos o ponto de vista de cada teoria na mitigação ou amenização das recorrentes flutuações do sistema capitalista. Por último, as considerações finais.

## **SOBRE OS CICLOS ECONÔMICOS**

Segundo LIMA (2005) os estudos sobre a teoria dos ciclos econômicos surgem desde meados do século XIX, em resposta as crises geradas na economia mundial desde a Revolução Industrial. As características identificadas dos padrões dos ciclos era a da existência de um padrão que gerava movimentos regulares de expansão ou contração da economia, como um todo.

Assim, frequentemente as crises se relacionavam com a ruptura do sistema vigente, pois, o capitalista se mostrava incapaz de manter seus níveis de produção e assegurar a demanda necessária para seus produtos, criando uma estrutura de superprodução e de subconsumo (caso da crise de 1929). Surge então, John Maynard Keynes, com sua obra “A teoria geral do emprego, dos juros e da moeda”, interessado em entender a dinâmica da economia capitalista e o motivo do desemprego, estava também fazendo uma análise dos

motivos da estagnação econômica e da falta de investimento (alicerçado na hipótese da “incerteza”), que agrava os níveis de bem estar econômico.

A partir das últimas décadas do século XX, verifica-se o ressurgimento do interesse por parte dos pesquisadores sobre os ciclos econômicos. Ou seja, entender as razões do movimento ondulatório das economias de mercado e procurar precaver-se contra ele é um dos principais desafios da pesquisa macroeconômica e da formulação de políticas de estabilização (LIMA, 2005).

Entender o comportamento dos ciclos econômicos, nos últimos anos, tem sido objeto de suma importância nas economias desenvolvidas. Ou seja, entender e tentar “prever” qual o estado atual da economia e qual a tendência futura é aspecto de investigação das principais escolas recentes, principalmente as de cunho Keynesiano, como os Pós – Keynesianos e os Novos – Keynesianos.

## **ABORDAGEM PÓS – KEYNESIANA**

A escola de pensamento Pós – Keynesiano pode ser caracterizada como autores insatisfeitos com os desdobramentos teóricos formados pela teoria denominada keynesiana (síntese neoclássica, Novos – Keynesianos), tanto que esses autores se recusam a aceitar qualquer macroeconomia desenvolvida após Keynes como originada do desenvolvimento teórico deste autor.

Criticam a hipótese do *mainstream* de que a tomada de decisões dos agentes econômicos se pauta através de algum tipo de cálculo probabilístico (hipótese Novo – Clássica). Para esses autores as decisões são tomadas dentro um ambiente de verdadeira incerteza.

Para responder sobre ciclos econômicos dentro da abordagem pós – keynesiana é necessário explicar como e por que os agentes econômicos formam suas expectativas para poupar e investir e porque eles retêm ou não moeda. Em um primeiro momento poderíamos dizer que é a existência de uma incerteza sobre o futuro e as consequências sobre as decisões econômicas em manter liquidez que torna o ambiente econômico instável. Dada a incerteza sobre o futuro a incerteza condicionaria os agentes a não gastarem.

Mas, para isso, precisamos entender o conceito de incerteza que segundo (Keynes, 1973, p. 113-4, itálicos adicionados *apud* Filho, F. F.; Araújo, J. P., 2000, p. 3)

“By ‘uncertain’ knowledge, let me explain, I do not mean merely to distinguish what is known for certain from what is only probable. The game of roulette is not subject, in this sense, to uncertainty ... Or ... the expectation of life is only slightly uncertain. Even the weather is only moderately uncertain. The sense in which I am using the term is that in which the prospect of a European war is uncertain, or the price of copper and the rate of interest twenty years hence ... About these matters there is no scientific basis on which to form any calculable probability whatever. *Wesimplydonotknow*”.

A teoria Pós – Keynesiana ao fazer um resgate da raiz do pensamento keynesiano, mantém em suas hipóteses que as flutuações de demanda efetiva estão relacionadas à interação entre

expectativa e incerteza. Assim sendo, desenvolvem um trabalho que analisa a estrutura teórico-analítica num contexto de “teoria monetária de produção” (FILHO, F. F.; ARAUJO, J. P., 2000).

Ao assumir a ideia de incerteza no ambiente econômico, Pós – Keynesianos, admitem que as economias monetárias sejam inerentemente instáveis justamente pelo fato de que os agentes econômicos tomam suas decisões dentro de um ambiente econômico incerto. Dessa forma, suas expectativas são alteradas constantemente ao longo do tempo e, sua estabilidade não pode ser alcançada como supõem os modelos da teoria convencional (Novo – Clássica) que assumem a existência de uma expectativa racional dentro da tomada de decisões.

Sendo assim, a incerteza explica a volatilidade do investimento e da sua racionalidade pela preferência a liquidez, o que cria constantes flutuações da demanda efetiva e desemprego.

Para (FILHO, F. F.; ARAUJO, J. P., 2000, p.6), as decisões de investir:

“tem como base a ótica da intuição, qual seja: o *animal spirits* de Keynes. Por sua vez, a decisão de entesourar moeda, também uma convenção, permite manter liquidez e postergar as irreversíveis tomadas de decisões. Incerteza, portanto, é a razão para as pessoas reterem moeda. Quanto maior a incerteza em relação às expectativas dos agentes econômicos, mais esses estarão inclinados a postergar decisões de gastos e, por conseguinte, a preferência pela liquidez crescerá. Assim sendo, *animal spirit* e preferência pela liquidez estão intimamente relacionados e têm uma relação inversa”.

Tanto para Keynes como para os Pós-Keynesianos o futuro é tomado por um cenário de tomada de decisões onde os agentes assumem convenções sobre determinadas ações (dado o futuro incerto), o que descaracterizaria a hipótese ergódica das expectativas racionais, como cita (DAVIDSON, 1994, p.89 *apud* FILHO, F. F.; ARAUJO, J. P., 2000, p.7):

“(...) the future is not calculable, even if the decision maker is competent to perform the mathematical operations necessary to calculate probabilities of conditional events given the necessary information. This is uncertainty (or ignorance about future consequences) in the sense of Keynes and the Post Keynesians”

Como expoente da teoria Pós-Keynesiana, Minsky (2008) faz um resgate além da síntese neoclássica e aponta que em economias capitalistas as instituições financeiras e monetárias determinam a forma de financiamento dos agentes na aquisição de um bem de capital, ou seja, os bancos possuem um papel central no sistema capitalista.

Minsky (2008) ajuda a entender melhor a proposta de Keynes ao esclarecer que a incerteza para investimentos produtivos provem das relações financeiras existentes dentro do sistema capitalista e isto torna incerto o futuro e as consequências das decisões dos agentes econômicos em reduzir seus níveis de investimentos reduzem também sua tomada de empréstimos por incerteza de pagamentos.

A abordagem adotada pelos Pós-keynesianos sobre a existência de ciclos econômicos é a de que a estabilidade é algo inatingível porque mesmo que se chegue a algum estado virtual de

“equilíbrio”, ocorrerão processos endógenos (incerteza e expectativas) que desestabilizarão esse nível e o levarão para outro estado transitório.

Segundo Minsky (2011, p. 87) a incerteza ela entra fortemente na determinação do comportamento dos agentes em dois aspectos: i) nas decisões de portfólio das famílias, firmas e instituições financeiras; e ii) na projeção dos rendimentos potenciais dos ativos de capital. Ou seja, podemos resumir dizendo que, dada a psicologia do público (suas expectativas), o nível de produção e emprego depende do montante investido.

A própria avaliação subjetiva dos agentes quanto às perspectivas dentro de um horizonte de tempo são a base para a tomada de decisões (de se investir ou de portfólio) e essas são variáveis. Até porque os empresários assumem convenções baseadas em ações passadas que segundo Keynes (1936), “são um misto de habilidade e sorte cujos resultados médios são desconhecidos pelos que se arriscam”.

Daí a importância de Minsky (2008) e dos Pós-Keynesianos em ressaltar a importância das estruturas financeiras na dinâmica do sistema capitalista e do papel da moeda dentro do sistema. Pois, como ressaltado por Vercelli (1991) as decisões de investir são tomadas no mercado monetário (porque a taxa de juros faz parte do elo do presente e do futuro, refletindo o grau de incerteza e insegurança dos agentes) e, indiretamente afetam o mercado de trabalho e a renda.

A especulação financeira (investimento especulativo) conduz aos vários estados transitórios do sistema capitalista e, segundo Minsky (2012), o preço dos ativos (sua valorização) geram os ciclos econômicos (*boom*, crises, estagnação, deflações, etc.).

Para Minsky (2012), a estrutura de dívidas dos agentes econômicos (o grau de fragilidade financeira) e a natureza do fluxo de caixa que estes geram, esboçará o nível do estado da economia. Segundo (ARAUJO, J. M. B.; FERREIRA Jr., R. R., 2013, p. 15) Minsky (2012) possui uma taxonomia que caracteriza o grau de fragilidade financeira dos agentes econômicos, sejam eles: i) *hedge*, onde os fluxos de renda cobrem os juros e o principal da dívida; ii) especulativa, em alguns períodos os fluxos de receita não cobrem os juros da dívida e; iii) *ponzi*, em que seria o nível onde os fluxos de receita não são suficientes para cobrir os juros e o principal.

É importante ressaltar que na medida em que os agentes econômicos assumem um grau de expectativas positivas sobre o nível de atividade econômica, esses agentes tendem a assumir posições mais agressivas (elevando seu nível de endividamento, dado o crescimento potencial da economia) estimulando ao endividamento para aumento o nível de investimento. Os bancos e instituições financeiras também influenciadas pelo nível de atividade econômica se sentirão mais ávidos a emprestar, pois acharão que os agentes estão em posição de *hedge*, caso as expectativas dos agentes se mostre frustrada e o nível de atividade econômica não seja o

suficiente para se manterem em posição de *hedge* o ciclo econômico que estava em fase de *boom* pode se contrair para uma estagnação ou até mesmo uma profunda recessão.

Daí a importância dos bancos na instabilidade do sistema capitalista, pois sua volatilidade nas avaliações e de seu nível de preferência por liquidez cria uma flutuação na oferta de crédito que impacta nos investimentos, no produto e no emprego (MINSKY, 2008a; 2008b; PAULA, 1999; KEYNES, 1996 *apud* ARAUJO, J. M. B.; FERREIRA Jr., R. R.).

Além disso, o processo de inovações financeiras incorporadas por bancos em busca do lucro promove uma onda instabilizante no sistema capitalista por meio de mudanças na estrutura de endividamento e financiamento dos agentes econômicos, pois, uma vez que, “there adilyavailablesupplyoffinance from aggressive financial institutions raises capital-assetpricesandinduces short-term (i.e., speculative) financing of capital asset positions and investment” (MINSKY, 2008b, p. 278 *apud* ARAUJO, J. M. B.; FERREIRA Jr., R. R.).

Essa especulação financeira permite que, segundo (MINSKY, 2008b, p. 244 *apud* ARAUJO, J. M. B. e Jr. FERREIRA, R., 2013, p. 17):

(...) any transitory tranquility is transformed into an expansion in which the speculative financing of positions and the external financing of investment increase. An investment boom that strips units of liquidity and increases the debt-equity ratios for financial institutions follows. Margins of safety are eroded even as success leads to a belief that the prior – and *even the present* – margins are too large.

A erosão das margens de segurança ocorrerá sempre que os bancos possuam expectativas positivas, permitindo um aumento do endividamento das famílias e das empresas, elevando, assim, seus níveis de fragilidade financeira. Contudo, o cenário poderá ser revertido se surgirem expectativas negativas quanto ao cenário futuro da economia. Nessa situação (famílias e firmas altamente endividadas) uma retração de crédito causa um efeito drástico em todo o sistema econômico, iniciando um processo de recessão financeira até que o estado de expectativas seja recuperado positivamente.

## **A ABORDAGEM NOVO – KEYNESIANA**

Segundo (FERREIRA, A. N., *et al*, p. 62) a escola novo-keynesiana surgiu em resposta às teorias macroeconômicas monetaristas e novo-clássicas, que, diante de um contexto de persistente estagnação acompanhada de inflação, obtiveram posição de destaque no debate econômico da década de setenta.

O resgate do pensamento neoclássico na década de setenta foi tão profundo que o prêmio Nobel Lucas (1980) publicou no início da década de oitenta um artigo que anunciava a morte do pensamento keynesiano, como cita (MANKIWI, 1992 *apud* FERREIRA, A. N., *et al*, p.62). Contudo, a partir do início da década de noventa, dado o cenário negativo para as escolas

monetaristas e Novo-Clássicas em responder algumas questões sobre inflação, estagnação, etc., permitiu o resgate do pensamento Keynesiano. Permitindo que (MANKIW, 1992 *apud* FERREIRA, A. N., *et al*, p. 62) escrevesse um artigo intitulado “A reencarnação da economia Keynesiana”, onde, segundo o autor a teoria keynesiana teria sido reencarnada com o mesmo vigor do espírito do velho-keynesianismo, dotado, contudo, de “firmes músculos microeconômicos (MANKIW, 1992, p. 559 *apud* FERREIRA, A. N., *et al*, p. 62).

O que é ressaltado por (BARRO, R., 1992 *apud* AMORIM, 2002, p.42), no qual, cita que a escola Novo-Keynesiana não surgiu para mudar a maneira de pensar a macroeconomia, mas sim fazer um resgate do pensamento e do respeito aos modelos da síntese neoclássica (neokeynesiana) onde buscasse fundamentar microeconomicamente os motivos da rigidez de preços e salários.

Para os Novo-Keynesianos as flutuações agregadas (da oferta e demanda) são consequência do impedimento para uma coordenação de escolhas dos agentes racionais que maximizam suas funções individualmente, mas não coletivamente. Ao contrário das ideias da síntese neoclássica, os Novos-Keynesianos aceitam a hipótese de concorrência imperfeita (os agentes são formadores de preços) e os preços só se alterariam mediante variações nas suas curvas particulares de custos.

Além disso, o modelo Novo-Keynesiano compactua com algumas das hipóteses Novo-Clássica, quais sejam: i) expectativas racionais; ii) maximização do bem-estar; iii) fundamentos microeconômicos para explicar o objeto macroeconômico e; iv) abordagem matemática, a diferença fundamental entre ambas teorias é a existência de uma rigidez de preços e salários, rejeitando a hipótese de *marketclearing* (perfeito ajuste do mercado) (AMORIM, 2002). E a rigidez de preços e salários estaria microfundamentada em três principais motivos, quais sejam: i) existência de contratos nominais (que abrange mais de um período de produção); ii) custo de *menu* (a alteração de preços incorre em diversos custos); e iii) concorrência imperfeita (a existência de certo poder de mercado).

Um bom exemplo para entender os motivos das flutuações econômicas para os Novos-Keynesianos por meio da rigidez de preços e salários seria supor que mesmo que haja um comportamento maximizador dos agentes em busca do bem-estar por meio de suas expectativas racionais, a complexidade da estrutura de mercado (destacada no parágrafo anterior) impede que os agentes alterem seus preços. Dessa forma, poderia haver uma situação em que os estoques indesejados não podem ser ajustados através da redução de preços.

Se os agentes não obtiverem a capacidade de reduzir seus preços, a tendência é que no período seguinte os agentes econômicos reduzam sua oferta de produtos e demanda por insumos para a produção, dando início a uma sequência de redução de pedidos global no que culminaria em uma baixa cíclica da economia (AMORIM, 2002).

O retorno para uma fase de crescimento seria apoiada por uma ação governamental (discutido na próxima seção), já que, existindo uma falha de mercado, ações corretivas poderiam beneficiar o ambiente econômico, ou seja, os Novos-Keynesianos apoiam as ideias da síntese neoclássica (chamados de neokeynesianos).

Por seu turno (GREENWALD & STIGLITZ, 1993 *apud* FERREIRA Jr., R. R. & CANUTO, O., 1999, p.5) apresentam uma interpretação sobre a teoria Novo-Keynesiana que diverge do pensamento de rigidez de preços e salários. Nesse, caso questionam a conclusão dos autores da ortodoxia Novo-Keynesiana e, partindo das afirmações de Keynes, os autores afirmam que a plena flexibilidade de preços e salários também seria um dos fatores para as persistentes flutuações econômicas, assim, o foco da proposta Novo-Keynesiana deveria não ser na rigidez de preços, mas sim nas falhas de mercado e na existência de assimetrias de informação. Diferentemente dos Novo-Clássicos (GREENWALD & STIGLITZ, 1993 *apud* FERREIRA Jr., R. R. & CANUTO, O., 1999) aceitam o desemprego involuntário (no longo prazo) e a estagnação econômica.

Para Stiglitz, a presença de assimetria de informações no mercado de capitais é um dos responsáveis pelas flutuações na decisão de investimento das firmas, como também na oferta de fundos para financiar os mesmos. A noção de expectativas e incerteza comumente utilizada pela escola Pós-Keynesiana e Minsky (2012), em especial, é substituída pelo termo “aversão ao risco”<sup>1</sup> para explicar a existência de uma mudança na percepção do mercado que restringe o crédito dos bancos e as mudanças da produção e do investimento das firmas, conforme podemos analisar por (GREENWALD & STIGLITZ, 1993, p.26 *apud* FERREIRA Jr., R. R. & CANUTO, O., 1999, p.5):

Os comportamentos de aversão a riscos de falência dos bancos e firmas, em um ambiente onde há significativas imperfeições nos mercados de capitais, constituem os microfundamentos da explicação do porque de pequenos choques na economia darem origem a significativas flutuações econômicas, mesmo que haja flexibilidade de salários e preços.

Dessa forma, para Stiglitz & Greenwald (1993) a razão para a existência de falhas nos mercados de capitais estaria respondido na existência de assimetrias de informações e nos problemas de seleção adversa e do risco moral. Tanto seleção adversa e risco moral pertencem ao problema central da assimetria de informações. Seleção adversa existe quando uma das partes que está transacionando detém informações *ex ante* sobre o que está sendo comprado ou vendido. Enquanto que, o risco moral estaria associado a fatores *ex post*

---

<sup>1</sup> Stiglitz não substitui e nem contrapõe incerteza a risco, pois, risco em um modelo onde existem assimetrias de informações é o custo assumido pelos agentes que não tem certeza de suas ações tomadas, definido por “incerteza instrumental” e da incerteza associada aos outros ativos denominados de “incerteza ambiental”. Ver em, FERREIRA Jr., R. R. & CANUTO, O., 1999.

depois do contrato firmado (em relação ao nível de informações sobre o mercado e preferências) (FERREIRA Jr., R. R. & CANUTO, O., 1999).

Entender a razão de ciclos econômicos para os autores da escola Novo-Keynesiana que compactuam com Stiglitz e Greenwald (1993) seria demonstrar como as assimetrias de informações afetam o mercado de capitais e de crédito, pois, dada a não singularidade informacional dos mercados de capitais, seguros e de futuros compromete uma análise sobre a qualidade de produtos e de sua distribuição.

A aversão ao risco e seus dois tipos de incerteza (instrumental e ambiental) explicaria o comportamento das firmas, como descreve (GREENWALD & STIGLITZ, 1993a, p.28-9 *apud* FERREIRA Jr., R. R. & CANUTO, O., 1999, p.8):

“O comportamento das firmas é influenciado por suas percepções de riscos, tanto através da incerteza instrumental (a incerteza concernente às consequências de qualquer ação), como da incerteza associada ao valor dos vários ativos. Ao menos três fatores influenciam os riscos com os quais as firmas se deparam, bem como seus desejos de arcar com aqueles riscos. O primeiro fator é o de que quando a economia entra em recessão, e firmas comentam sobre seu pessimismo ou incerteza, estas percepções têm consequências reais. Um segundo fator é a posição de saldos monetários da firma (ou ativos líquidos). Mudanças na posição de saldos monetários da firma afetam a magnitude do montante a tomar como empréstimo para manter suas atividades de produção. [Por sua vez] a posição de saldos monetários da firma é afetada pelos lucros e, dado que os lucros são o resíduo, pequenas mudanças nos preços podem ter grandes efeitos sobre tais saldos, e assim sobre a liquidez da firma, particularmente para firmas altamente alavancadas. Evidentemente, os menores lucros também afetam adversamente o patrimônio líquido da firma. Um terceiro fator importante é a mudança no nível de preços. Dado que quase todos os débitos são denominados em termos nominais, tais mudanças têm grandes efeitos sobre a riqueza e a liquidez reais da firma.”

Mesmo aceitando a hipótese de expectativas racionais (como os demais Novo-Keynesianos e Novo-Clássicos), Stiglitz explica que os agentes estão sujeitos a sucessivos erros na sua tomada de decisão justamente porque existem diferentes conjuntos de informações entre indivíduos e estes tomam suas decisões baseados nas suas expectativas racional limitado ao seu conjunto de informações.

Assim sendo, segundo (FERREIRA Jr., R. R. & CANUTO, O., 1999,p.9) a “relação estabelecida entre assimetria de informações, incerteza e risco nos ajuda a entender como o risco entra na formação de preços em condições de incerteza”, mesmo havendo diferentes percepções em torno do risco. O que seria denominado por Stiglitz de um “custo marginal de falência” (FERREIRA Jr.,R. R. & CANUTO, O., 1999).

O “custo marginal de falência”<sup>2</sup> estaria associado a como as firmas se financiam e como elas tendem a evitar o risco de falir. E, Stiglitz supõe que a existência de assimetrias no mercado de ações constitui a aversão ao risco de falência das firmas exatamente pelo fato de que os

---

<sup>2</sup> É o custo associado à probabilidade de falir quando se toma emprestado um dólar adicional.

acionistas aceitam dividir os riscos com a firma e dada a não obrigatoriedade da restituição integral em relação aos rendimentos esperados.

Contudo, surgem assim outros riscos que não caberia mais a estrutura da firma, mas sim, do comprador das ações, exatamente pela existência de assimetrias de informações, expressas na forma de seleção adversa (*ex ante*) e do risco moral (*ex post*).

Como os possíveis acionistas não possuem certeza quanto à saúde das firmas e a demanda real da sua produção será limitado os financiamentos através do mercado de ações, impondo (em razão da seleção adversa e do risco moral que os acionistas sofrem), assim, a opção, também, pelo financiamento bancário ou por meio de títulos emitidos por essas firmas o que aumentaria os custos marginais de falência. Dessa forma, haverá certo “travamento” das firmas em se endividar em razão da aversão ao risco (pois afeta o patrimônio líquido).

O papel dos bancos de intermediar empréstimos se torna, também, uma tarefa difícil em um mundo onde existem assimetrias de informações. Surgindo não somente racionamento de crédito no mercado de ações, mas também no mercado de financiamento bancário pelos mesmos problemas elencados acima, a seleção adversa e o risco moral, dessa vez do lado das firmas. Como os bancos não conseguem observar o conjunto individual de clientes e firmas que desejam empréstimos, estes o farão em observação do risco médio dos possíveis tomadores e não pelo aumento na taxa de juros (pois, ao aumentar a taxa de juros estaria afastando clientes de baixo risco e com retorno garantido).

Além disso, um aumento na taxa de juros aumentaria o risco de falência das firmas e, por isso, leva os bancos a serem avessos ao risco. Contudo, (STIGLITZ e WEISS, 1992 *apud* FERREIRA Jr., R. R. & CANUTO, O., 1999), citam que como a taxa de juros não funciona perfeitamente como um mecanismo de coordenação dos recursos e como os bancos não fazem perfeita averiguação dos tomadores de empréstimos o próprio critério dos bancos é de fundamental importância para determinar quem irá receber crédito ou não.

Assim, de acordo com a hipótese de (STIGLITZ *apud* FERREIRA Jr., R. R., CANUTO, O., 1999, p.19), pode-se concluir que “i) existe uma ligação entre moeda e crédito e esta (o crédito) na atividade econômica”, ou seja, as relações financeiras determinam o nível de investimento; “ii) assim como as empresas a aversão ao risco dos bancos leva a níveis de racionamento de crédito e colaterais. Dessa forma, a “oferta de crédito e a razão em que são concedidas (prazos e colaterais” é que influenciam os níveis de atividade econômica e não a taxa de juros reais. Ao se defenderem, também influenciam na propagação de ciclos”; e “iii) a relação entre crédito e investimento está sujeita a profundas alterações, à medida que o capital informacional das empresas e bancos seja afetado na ocorrência de choques econômicos”.

Choques econômicos, de qualquer natureza, provocaria uma redistribuição de riqueza entre firmas e estas entre investidores ou emprestadores, como ressaltam (GREENWALD & STIGLITZ, 1988b, p. 146-7 *apud* FERREIRA Jr., R. R. & CANUTO, O., 1999, p.20):

De um lado, choques negativos aumentam as assimetrias de informações entre emprestadores e tomadores, levando como consequência à diminuição na oferta de fundos disponíveis para investimento; de outro, choques arrefecem o ímpeto das firmas em arcar com maiores riscos, diminuindo a demanda por investimentos a qualquer taxa de juros.

Mudanças aleatórias nas condições do mercado (choques econômicos) desestimulam as firmas a arcar com os riscos já que alteram a percepção das firmas quanto ao valor dos seus ativos. Tais choques ao afetar o patrimônio líquido das empresas e alterarem suas decisões de produção e investimento, queimam o “capital informacional” dos bancos, aumentando as assimetrias de informações entre devedores e credores (FERREIRA Jr., R. R. & CANUTO, O., 1999).

A resposta dos bancos ao novo ambiente econômico seria realizada por três modos, como destaca (FERREIRA Jr., R. R. & CANUTO, O., 1999, p. 22):

- i) Racionamento de crédito. Alterando a taxas de juros que maximizam os retornos dos bancos ou suas taxas de retornos. Assim, alguns tomadores ficariam sem acesso ao crédito;
- ii) Haveria uma maior exigência de colaterais para que os fundos fossem obtidos ou haveria um encurtamento da maturidade dos empréstimos ou diminuição da quantidade emprestada;
- iii) Os bancos alterariam seus portfólios em razão de uma maior segurança, aumentando sua participação em títulos seguros, tais como títulos públicos.

Em síntese, mudanças nas percepções de risco dos bancos e firmas no surgimento de choques negativos propagam efeitos recessivos sobre a economia, dado a aversão ao risco dessas instituições. O risco de falir (o custo marginal de falência), associado a assimetrias de informação estaria na origem das flutuações da oferta e da demanda agregada de uma economia capitalista.

## **O PAPEL DO ESTADO E AS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS**

### **A ABORDAGEM PÓS – KEYNESIANA**

Como foi visto anteriormente a economia vista pela ótica pós-keynesiana é uma análise baseada num sistema complexo e inerentemente instável. No qual fases cíclicas são recorrentes na economia, pois, não havendo pleno emprego (já que qualquer mudança altera as possíveis situações de equilíbrio) e a incerteza é um fato sempre presente nas decisões de investimento, a intervenção estatal, vista do ponto pós-keynesiano seria, de fato, uma condição sempre constante (em maior ou menor escala).

Cabe, assim, analisarmos os motivos do papel do Estado sempre na economia, dentro da hipótese Pós-Keynesiana. Segundo BARINI (2008), existem três motivos que nos ajuda a entender a hipótese Pós-Keynesiana. Em primeiro lugar, a “metodologia realista crítica”

evidencia a existência da modificação das estruturas econômicas e sociais. O segundo aspecto é percebermos que a demanda efetiva é afetada pelo consumo agregado o que implicaria na atividade das políticas fiscais. E, por último, que o rompimento da dicotomia clássica, implica na efetividade da política monetária.

O conceito de “intervenção Estatal da economia” não ficaria resumido a apenas políticas macroeconômicas do governo (seja, fiscal, monetária, cambial), como ressalta (BARINI, 2008, p.59):

(...) mas inclusive as medidas tomadas com o objetivo de influenciar o desempenho das instituições relevantes, a implementação de controles de capitais e sobre fluxos comerciais, as políticas de renda, a cooperação internacional entre governos (por exemplo, visando ao controle do sistema financeiro), as reformas institucionais, políticas industriais, dentre outras. A visão ampla de macroeconomia implica num amplo escopo intervencionista, na medida em que a sociedade e suas estruturas formam o escopo analítico pós-keynesiano, e são, ao mesmo tempo, o objeto de intervenção estatal.

Os objetivos deste tipo de intervenção visam não somente a redução de incertezas (para que o setor privado aumente ou mantenha o nível de investimento), mas também a redução de desigualdades sociais e das desigualdades entre regiões e também a tentativa de reduzir a natureza da instabilidade inerente dos sistemas do tipo capitalista. Para isso, faz do uso de uma cartilha de política ampla desde a utilização de controle dos fluxos comerciais até agendas de políticas públicas que vise à promoção de indústrias.

A escola Pós-Keynesiana utiliza da intervenção estatal para a promoção não apenas de um ambiente econômico saudável, mas para produzir uma sociedade mais justa e igualitária (ARESTIS, 1996 *apud* BARINI, 2008, p. 60), que se baseia em uma “economia humana” (MINSKY, 1986 *apud* BARINI, 2008, p.60).

Contudo, (DEQUECH, 2007, p.17-8 *apud* BARINI, 2008, p.60) aponta que o debate sobre a intervenção estatal desta escola deu pouca ênfase em explicar os efeitos “de variações excessivas na discricionariedade das políticas econômicas” e de que a ação, no longo prazo do Estado, não é prejudicial à economia.

## **A ABORDAGEM NOVO – KEYNESIANA**

Ao saber da existência de um mercado não completo (analisado na seção anterior), para que ocorra uma alteração nas posições dos agentes para um ponto ótimo são necessárias e bem-vindas a ação do Estado.

Um exemplo é investigarmos as ações que são necessárias quando da existência de rigidez de preços (visão hegemônica Novo-Keynesiana). Existindo rigidez de preços e salários, obteríamos uma eficiência em termos privados, mas uma ineficiência em termos sociais. Segundo (MANKIW, 1985, p. 529 *apud* DATHEIN, R., 2000) os ciclos econômicos surgiriam pelo ajustamento subótimo de preços em resposta aos choques de demanda, sendo necessário o uso de políticas monetárias ativas para estabilizar a demanda agregada e diminuir as perdas sociais.

Como existem barreiras e/ou falhas de mercado, os Novos-Keynesianos, concordam os monetaristas de que os impactos reais de uma política monetária só surtiria efeito no curto prazo. Outro ponto a ser observado na política monetária é que a intermediação financeira importa e a não intervenção poderia gerar uma crise de deflação dos ativos. Abrindo espaço para que o Banco Central seja o prestador de última instância em caso de falha de liquidez (como no caso *big too fail* em 2008), atuando para evitar espirais deflacionárias ou a infecção do sistema bancário.

Por fim, como a política macroeconômica não pode ser vista como neutra (ao contrário dos Novos-Clássicos), a solução seria combinar política de juros e regulatória, combinando a amplitude de uma política monetária com a flexibilidade de regular os mercados (MARTINS, I. P. G.; FARHI, M., 2011).

Do lado da política fiscal, torna-se importante a existência de um espaço fiscal que permita a execução de uma expansão de gastos, como cita (MARTINS, I. P. G.; FARHI, M., 2011). A política fiscal, na concepção Novo-Keynesiana deve agir com efeito contracíclico ao longo dos períodos de crise ou de expansão, criando, contudo, uma margem para que esta ferramenta não deteriore as contas públicas.

Assim, o gasto público deve ser realizado (em épocas de crise), primeiramente, em projetos que já estão em andamento e que estavam sofrendo escassez de recursos (do ponto de vista de obras públicas ou privadas). Para estimular o consumo (considerando que os consumidores perderam riqueza, sofreram com racionamento de crédito e estão em um ambiente fortemente incerto) o Estado deve cortar impostos ou transferir riquezas. Assim, as autoridades deveria se focar em reduzir as incertezas, evitando que a economia entre em depressão.

No caso das firmas, como muitos podem estar sofrendo de escassez de financiamentos e corre risco de falência, os governos devem criar carteiras de crédito a fim de financiar e evitar que essas empresas quebrem.

No geral, segundo (MARTINS, I. P. G.; FARHI, M, 2011, p.16):

(...) os planos fiscais devem demonstrar para os mercados financeiros a sua porta de saída, para evitar que o mercado levante dúvida sobre a solvência dos Estados no médio prazo. É importante que as medidas sejam claramente reversíveis, que as políticas implementadas eliminem distorções, ampliem o escopo dos estabilizadores automáticos, demonstrem como os déficits causados pelas medidas podem ser revertidos no futuro e que fortaleçam a governança fiscal, ampliando a transparência dos gastos.

Algumas publicações recentes de autores Novos-keynesianos, como Blanchard, Bem Bernanke e Blinder, tem feito considerações sobre o nível da regulação financeira após a crise de 2008. Para (BLINDER, 2009 *apud* MARTINS, I. P. G.; FARHI, M., 2011, p.18) devem existir alguns elementos na política regulatória, tal como a necessidade de um regulador sistêmico que busque prevenir riscos que se estendam entre diferentes mercados ou classes de instituições que são grandes demais ou que estão em crescimento a fim de minorar os riscos sistêmicos.

Deve também existir uma solução sobre as empresas/instituições que “são grandes demais para quebrar” e/ou “inter-conectadas demais para quebrar”, já que, essas instituições foram criticadas pelo risco moral criado por elas e que o governo não as deixará quebrar. Assim, (BLINDER, 2009 *apud* MARTINS, I. P. G.; FARHI, M., 2011, p.18) cita que devem existir opções quanto a esta situação já que são “grandes demais” devem ser cobradas por isso ou criar um mecanismo que permita que as autoridades encerrem as atividades de instituições financeiras de forma ordenada, bem como aumentar a regulação nos mercados de derivativos que ficam fora do balanço das instituições financeiras (e, principal responsável pela crise do *subprime*).

Por último, segundo as novas discussões Novo-Keynesianas pós-crise, deve-se solucionar os problemas contidos no acordo de Basileia II, pois a exigência das reservas requeridas é muito baixo e a favor de ciclos, ou seja, ao acreditar (o Estado e as agências reguladoras) demasiadamente nas agências de classificação de risco e nos modelos de gestão de risco dos bancos, permitiu-se o uso desenfreado de inovações financeiras (tais como os papéis podres do mercado hipotecário) que desestabilizou o sistema econômico.

Contudo, não existe um consenso na linha de pensamento Novo-Keynesiana, o pensamento dominante desta escola ainda recomenda ações de política macroeconômica essencialmente não-discriminatória, buscando aumentar a previsibilidade das ações pelos agentes econômicos (racionais).

A direção parece estar sendo alterado desde os acontecimentos do pós-crise de 2008, muitas pesquisas de autores Novos-Keynesianos (em especial, Blanchard *et al*, 2010), estão se divergindo em relação aos rumos a serem seguidos pela política macroeconômica (especialmente no âmbito fiscal e regulatório).

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho procurou discutir as várias questões ligadas à teoria dos ciclos econômicos e o papel do Estado para mitigar e/ou amenizar as sucessivas crises no sistema capitalista na abordagem Pós-Keynesiana e Novo-Keynesiana. Para esse fim, em um primeiro momento procurou-se detalhá-las via explicação das principais características distintivas de cada escola para uma economia capitalista moderna, monetária e empresarial.

Tendo como principal objetivo investigar o objeto dos agentes econômicos em ambas as abordagens, o caráter da tomada de decisões (porque investir ou preferir liquidez ou ser avesso ao risco), a importância da incerteza (que se manifesta nas duas escolas de pensamento), bem como a importância do dinheiro e do papel das instituições financeiras na economia.

Em um segundo momento, ainda sob a visão dos Novo-Keynesianos e dos Pós-Keynesianos, comprovou-se que a presença do Estado na economia capitalista é imprescindível para a mitigação do ambiente instável e recuperação do ambiente de incerteza, apesar do pensamento de ambas as escolas serem considerados antagonísticos mesmo recebendo o sufixo keynesiano.

No contexto da crise financeiro internacional vivenciado atualmente, ressurge a discussão sobre a adoção de medidas de cunho keynesiano na mitigação da crise do subprime. Tais como a criação de um sistema de coordenação de políticas econômicas, a utilização de política fiscal expansionista e política monetária acomodativa, a implementação de controles de capitais, e sistemas de regulação e de supervisão mais eficientes, dentre outras. Nesse conjunto de medidas a escola de pensamento Novo-Keynesiano parece estar dando um passo à frente, pois, como visto na seção anterior, Blanchard *et al* (2010) tem avançado na pesquisa sobre políticas discricionárias e um papel mais ativo do Estado. Enquanto que a escola Pós-keynesiana ainda “peca” na discricionabilidade das suas políticas (DEQUECH, 2007).

## REFERÊNCIAS

- FILHO, F. F. **Caos, Incerteza e teoria pós-keynesiana**. Ensaios FEE, Porto Alegre, v.21, p. 163-182, 2000.
- ARAUJO, J. M. B de; FERREIRA Jr., R. R. **Ciclos em Schumpeter e Minsky: a hipótese de vercelli**. XVIII Encontro Nacional de Economia Política. Belo Horizonte, 28 a 31 de maio de 2013.
- AMORIM, R. L. C. **Macroeconomia neoclássica contemporânea: novos-keynesianos e novos clássicos**. Ensaios FEE, v.23, n.1, p.29-56, 2002.
- CANUTO, O.; FERREIRA Jr., R. R. **Assimetrias de informação e ciclos econômicos: Stiglitz é Keynesiano?** Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas, n. 73, maio 1999.
- BARINI, C. S. **Política Econômica em economias monetárias – a visão Pós-Keynesiana**. Trabalho de conclusão de curso. TCC/UNICAMP, Campinas, dezembro de 2008.
- MINSKY, H. P. **Stabilizing an unstable economy**. McGraw-Hill Book Company, New York .2008.
- HERMANN, J. **O modelo de racionamento de crédito e a política monetária Novo-Keynesiana: uma análise crítica**. Revista de Economia Política, v.20, n.2, abril-junho/2000.
- GREENWALD, B.; STIGLITZ, J. **New and old Keynesians**. Journal of Economic Perspectives, v.7, n.1, winter 1993, p. 23-44.
- GONTIJO, C. **Notas críticas sobre a macroeconomia Novo-Keynesiana**. Revista de Economia Política, v.29, n.2, p. 285-301, abril-junho/2009.
- FERREIRA, A. N.; LEVY, M. C. P.; FRACALANZA, P. S. **O (des)emprego em duas perspectivas keynesianas**. Textos de Economia, Florianópolis, v.12, n.1, p.58-80, jan/jun/2009.
- MARTINS, I. P. G.; FARHI, M. **Políticas Macroeconômicas Pós-Crise, Mainstream e a Inserção Do Pensamento Novo Keynesiano**. IV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB). UFRJ, Rio de Janeiro, 03 a 05 de Agosto de 2011.
- OREIRO, J. L. **Economia Pós-Keynesiana: Origem, Programa de pesquisa, questões resolvidas e desenvolvimentos futuros**. XXXVI Encontro Nacional de Economia – ANPEC, Salvador, 2008.
- OREIRO, J. L.; de PAULA, L. F. **Pós-keynesianos e o intervencionismo Estatal**. Publicado no Jornal Valor, em 06/11/2003, p. A14.
- DATHEIN, R. **Uma introdução à teoria Novo-Keynesiana**. Tese apresentada em 2000. UFRGS.
- De LIMA, I. C. **Ciclos Econômicos e Previsão Cíclica: Um Estudo de Indicadores Antecedentes para a Economia Brasileira**. Dissertação apresentada no CEDEPLAR/UFMG. 2005.
- BLANCHARD, O.; DELL’ARICCIA, G.; MAURO, P. **Rethinking Macroeconomic Policy**. IMF STAFF POSITION NOTE. February 12, 2010.