

# **Política Econômica para o Crescimento e Estabilidade Macroeconômica: uma abordagem keynesiana com uma referência ao Brasil<sup>+</sup>**

Luiz Fernando de Paula

Resumo: O presente artigo retoma a discussão sobre a intervenção do Estado na economia, focando mais especificamente no que entendemos por políticas econômicas keynesianas, tomando como ponto de partida a visão de que a economia de mercado exibe normalmente elementos de instabilidade e não cria o nível de demanda agregada consistente com o pleno emprego. Neste sentido, o artigo tem três objetivos interconectados: (i) analisar os obstáculos ao crescimento econômico sustentado a partir de uma visão keynesiana, com base em Keynes e economistas pós-keynesianos; (ii) discutir o que se entende por políticas keynesianas voltadas para o crescimento e pleno emprego e que tipo de políticas econômicas devem ser adotadas; (iii) avaliar, brevemente, o caso brasileiro de uma economia semi-estagnada e apresentar algumas proposições, de inspiração keynesiana, para superação deste quadro. No caso brasileiro, procura-se mostrar, a partir de um ótica keynesiana, que a superação do viés estagnacionista da economia brasileira passa pela adoção de políticas que criem condições para redução da taxa de juros doméstica, pela flexibilização na política fiscal e ainda por mecanismos que permitam o governo interferir na trajetória da taxa de câmbio, além de outras políticas setoriais estruturantes de mais longo prazo (como política industrial).

## **1. Introdução**

A concepção de mercados regulados e da necessidade de complementaridade entre Estado e mercados foi desenvolvida, entre outros por Keynes e Polanyi, e mais recentemente por outros economistas, como Stiglitz. Para Polanyi (1980), em livro escrito originalmente em 1944, mercados modernos são instituições socialmente constituídas, isto é, que devem ser organizados e regulados pelos Estados nacionais, tanto a nível nacional e internacional. Stiglitz (1999) sustenta que o Estado deve agir como complemento dos mercados, ao contrário da visão de Estado minimalista, não-intervencionista, defendida pelo Consenso de Washington. Para ele, o Estado deve adotar ações que façam os mercados funcionarem melhor, procurando corrigir as falhas no funcionamento destes. Destaca, além de sua importância na regulação apropriada, seu papel na proteção social, no sistema previdenciário e na promoção da educação pública.

---

<sup>+</sup> In: Sicsú, J.; Vidotto, C.. (Ed.). *Economia do Desenvolvimento: Teoria e Políticas Keynesianas*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 217-239.

A defesa mais elaborada do papel do Estado na economia talvez continue a ser àquela feita por Keynes<sup>1</sup>. Ao criticar a visão liberal, segundo o qual o mercado auto-regulado é capaz de fazer uma alocação ótima dos recursos disponíveis e o “darwinismo” econômico implícito nesta visão (“o mercado seleciona os mais fortes”, de acordo com sua metáfora das girafas<sup>2</sup>), Keynes defendia que a soma dos interesses particulares nem sempre coincide com o interesse coletivo, ou seja, o auto-interesse nem sempre atua a favor do interesse público, pois o mercado, além de poder ser falho na alocação dos recursos e na promoção do pleno emprego, exclui os mais fracos (empresas e trabalhadores). A intervenção do Estado seria necessária em função da incapacidade de auto-regulação do sistema.

Para Keynes deveria haver uma complementaridade entre o Estado e o mercado: várias atividades específicas do capitalismo exigem o estímulo ao ganho individual, cabendo ao auto-interesse a determinação do que será produzido e em que proporção se associarão os fatores de produção para realizar tal tarefa. Contudo, em determinadas condições o livre jogo das forças do mercado precisa ser refreada ou mesmo guiado. Portanto, a principal ação do economista e do *policy-maker* é fazer a distinção entre a Agenda do Governo e não-agenda: “a mais importante *Agenda* do Estado não diz respeito às atividades que os indivíduos particularmente já realizam, mas às funções que estão fora do âmbito individual, àquelas decisões que ninguém adota se o Estado não o faz. Para o governo, o mais importante não é fazer coisas que os indivíduos já estão fazendo (...), mas fazer aquelas coisas que atualmente deixam de ser feitas” (Keynes, 1984, p. 123). Keynes avaliava que o Estado seria capaz de arbitrar e estimular a concorrência e, além disso, de influir de forma decisiva sobre as variáveis econômicas mais relevantes, como o desemprego e a distribuição de renda e da riqueza.

---

<sup>1</sup> Ver, em particular, Keynes (1964, 1984).

<sup>2</sup> Keynes (1984, p. 116) considerava um erro “(...) supor um estado de coisas no qual a distribuição ideal dos recursos produtivos pode ser conseguida através de indivíduos que agem de maneira independente, pelo método de ensaio e erro, de tal maneira que os indivíduos que se movimentam na direção correta destruirão, pela competição, aqueles que se movimentam na direção errada. Isto implica não haver perdão ou proteção para os que empatam o seu capital ou o seu trabalho na direção errada. Este é um método para elevar ao topo os negociantes melhor sucedidos, mediante uma luta cruel pela sobrevivência, que seleciona os mais eficientes pela falência dos menos eficientes. Não se leva em conta o custo da luta, mas apenas o resultado final, que supõem serem permanentes. Como o objetivo é colher as folhas dos galhos mais altos, a maneira mais provável de alcançá-lo é deixar que as girafas de pescoços mais longos façam morrer à mingua as de pescoços mais curtos”.

O presente artigo retoma a discussão sobre a intervenção do Estado na economia, focando mais especificamente no que entendemos por políticas econômicas keynesianas, tomando como ponto de partida a visão de que a economia de mercado exhibe normalmente elementos de instabilidade e não cria o nível de demanda agregada consistente com o pleno emprego. Neste sentido, o artigo tem três objetivos interconectados: (i) analisar os obstáculos ao crescimento econômico sustentado a partir de uma visão keynesiana, com base em Keynes e economistas pós-keynesianos; (ii) discutir o que se entende por políticas keynesianas voltadas para o crescimento e pleno emprego e que tipo de políticas econômicas devem ser adotadas; (iii) avaliar, brevemente, o caso brasileiro de uma economia semi-estagnada e apresentar algumas proposições, de inspiração keynesiana, para superação deste quadro.

Para tanto, o artigo está dividido em três seções, além desta introdução. Na seção 2 analisa os obstáculos ao crescimento sustentável e políticas econômicas a partir de uma perspectiva (pós)keynesiana. A seção 3 avalia especificamente o caso brasileiro, incluindo algumas proposições de alternativa de política econômica para um crescimento econômico sustentado, que busque compatibilizar estabilidade de preços, crescimento do produto e do emprego, e equilíbrio externo. Por fim, a seção 4 sintetiza os argumentos desenvolvidos no artigo.

## **2 . Políticas econômicas keynesianas**

### **2.1 Definição de política econômica keynesiana**

Ao contrário da visão ortodoxa, para quem as políticas econômicas ativistas não têm efeito permanente sobre as variáveis reais, tais como produto e emprego, as políticas keynesianas, em sentido amplo, têm como principal objetivo o pleno emprego. Neste sentido, o significado de políticas keynesianas que será adotado neste artigo é de que “implicações de política surgem da percepção do papel da demanda agregada em estabelecer o nível da atividade econômica e [de que há] falta de forças automáticas que conduzem uma economia de mercado ao pleno emprego” (Arestis e Sawyer, 1998, p. 181). De acordo com esta visão, a economia de mercado exhibe normalmente elementos de instabilidade e não cria o nível de demanda agregada consistente com o pleno

emprego. Consequentemente, em economias monetárias, o pleno emprego só pode ser alcançado por acidente ou através de políticas públicas.

De fato, o conceito de economia monetária<sup>3</sup> ou de economia empresarial resulta da possibilidade de falhas na demanda efetiva uma vez que a moeda não-reproduzível pode dominar o capital como meio de acumular a riqueza. Sob incerteza radical, reter moeda e outros ativos líquidos é um ato racional, uma vez que a moeda fornece flexibilidade aos agentes na sua composição de portfólio, devido ao seu atributo de ser liquidez máxima. De modo geral, a retenção da moeda tem maior importância para os agentes quando a incerteza aumenta. Moeda, portanto, não é neutra no longo período, precisamente porque ela é uma forma de riqueza que, como um ativo, compete com outros ativos, afetando a taxa de acumulação da economia uma vez que decisões de investimento e retenção da riqueza sob a forma monetária são decisões excludentes: a produção de bens de capital depende do estímulo que os investidores têm de substituir riqueza líquida por riqueza ilíquida, isto é, depende de sua preferência pela liquidez.

Em resumo, em uma economia monetária: (i) a moeda pode influenciar o volume do emprego, e não somente a sua direção, por causa da possibilidade do público reter moeda ao invés de demandar bens para consumo presente ou futuro; (ii) não se pode definir posições de longo período na economia sem levar em consideração o comportamento da moeda do primeiro ao último momento (Carvalho, 1997, p. 36).

Baseado no conceito de não-neutralidade da moeda e no princípio da demanda efetiva, a política econômica, na perspectiva pós-keynesiana, é capaz de afetar as variáveis reais da economia tanto no curto quanto no longo prazo. A política keynesiana está relacionada à implementação de políticas econômicas que objetivam aumentar, em algum grau, a demanda agregada, de modo a criar um ambiente estável que estimule os empresários a efetuarem novos investimentos. De fato, o nível de emprego e de utilização da capacidade produtiva depende crucialmente dos determinantes da demanda agregada, em particular das decisões de investimento. Em outras palavras, a política econômica deve afetar o investimento agregado privado, criando um ambiente seguro que estimule

---

<sup>3</sup> De acordo com Keynes (1973, p. 55), a economia monetária é definida como aquela em que “a moeda desempenha um papel próprio e afeta motivos e decisões e, em resumo, é um dos fatores operativos da situação, de forma que o curso dos eventos não pode ser conhecido, seja no curto ou no longo período, sem conhecer o comportamento da moeda entre seu primeiro e último estado”.

os empresários a fazerem escolhas mais arriscada – mas que gerem lucros e mais empregos – ao invés de acumularem ativos líquidos. Assim, a “boa” política é aquela em que os empresários são estimulados ao investirem em ativos de capital. A esfera de atuação do governo não deve se sobrepor com a esfera privada. De acordo com Carvalho (1997, p. 40), “A política macroeconômica ideal proposta por Keynes inflaria a demanda agregada, expandindo a economia como um balão, e deixando a cargo dos agentes privados as decisões de como os recursos disponíveis seriam empregados. Estimular a demanda agregada reduz os riscos e assim deve aumentar os preços de demanda [do ativo de capital] em relação a moeda”..

O objetivo da política econômica nesta abordagem está relacionada à estabilidade macroeconômica, um conceito mais amplo do que meramente estabilidade de preços, uma vez que objetiva reduzir as incertezas que são intrínsecas ao mundo de negócios. Governo pode reduzir os riscos macroeconômicos que afetam a economia como um todo. Estabilidade de preços e mais alto nível de produto e emprego podem, sob certas circunstâncias, ser compatíveis. Para este propósito, o governo deve fazer o uso de um instrumental de política econômica mais amplo do que somente a política monetária. De modo a alcançar objetivos múltiplos de política – tais como crescimento econômico e estabilidade de preços – é necessário ter uma maior coordenação de políticas macroeconômicas (fiscal, monetária, cambial e políticas de renda). Governo deve avaliar os impactos globais das políticas em seus objetivos como um todo, isto é, políticas keynesianas consistem em ações concertadas em uma multiplicidade de arenas. Neste contexto, a coordenação de políticas é essencial de modo a se alcançar estabilidade macroeconômica.

## 2.2. Obstáculos ao crescimento econômico<sup>4</sup>

Existem vários obstáculos – do lado da demanda e do lado da oferta - para que uma economia alcance uma trajetória de crescimento econômico sustentado. O alcance deste objetivo requer que esses obstáculos sejam enfrentados e, de alguma forma, superados.

---

<sup>4</sup> Nesta seção está seguindo em termos gerais a estrutura básica dos obstáculos econômicos para uma política de pleno emprego desenvolvida por Arestis e Sawyer (1998).

### *Obstáculos do lado da demanda*

Como já assinalado, a economia de mercado (*laissez-faire*) não gera o nível de demanda agregada consistente com o pleno emprego. De acordo com o princípio da demanda efetiva, o nível do produto e emprego em uma economia é determinado primariamente pela demanda por bens e serviços. Assim, o crescimento econômico baixo e o alto nível de desemprego resultam da insuficiência de demanda efetiva. Tal demanda é determinada pelas expectativas empresariais em relação ao futuro, uma vez que os empresários têm que decidir a cada período de produção o que eles irão produzir e quanto irão empregar. Em outras palavras, o volume de gasto determina a demanda agregada da economia, enquanto que o nível de emprego depende dos gastos esperados dos agentes.<sup>5</sup> Em resumo, de acordo com a abordagem pós-keynesiana, existe uma ausência de forças automáticas em uma economia de mercado que assegure um nível de demanda agregada que seja compatível com o pleno emprego da força de trabalho e o estoque de capital existente na economia.

### *Obstáculos inflacionários*

As pressões inflacionárias emanam principalmente do lado real da economia. De fato, o processo de mover a economia para o pleno emprego consiste, frequentemente, em aumentar o uso capacidade utilizada da economia, que pode gerar pressões inflacionárias e exarcebar as expectativas inflacionárias. Como Davidson (1994, p. 145) assinala “uma significativa expansão da atividade econômica induzirá algum aumento nos preços devido aos retornos decrescentes [em função da escassez de algum insumo, tal como matéria-prima ou talento gerencial]. Com preços maiores e maiores oportunidades de emprego, trabalhadores tentarão buscar, pelo menos, aumentos nos salários compatíveis com o custo de vida. Uma vez que o desemprego diminui, os trabalhadores aumentam suas demandas salariais. Executivos e gerentes se tornam mais desejosos de obter maiores salários em uma economia em crescimento”. O impacto das pressões inflacionárias

---

<sup>5</sup> De acordo com Keynes (1964, p.24-5), “(...) a uma dada situação de técnica, recursos e custo de fator por unidade de emprego, a quantidade de emprego, tanto para cada firma individual quanto para a indústria como um todo, depende da quantidade de receitas que os empresários esperam receber de seu correspondente produto”. Sobre o princípio da demanda efetiva de Keynes, ver Davidson (2002, cap. 2).

depende do grau de monopólio das firmas, que podem permitir que elas aumentem sua margem (*mark-up*) de preços sobre custos, e do grau de organização dos trabalhadores, uma vez que qualquer acréscimo nas taxas de salários monetários não compensados por ganhos de produtividade aumenta os custos de produção. Em particular, se as taxas de desemprego diminuem significativamente, é mais fácil os trabalhadores obterem maiores aumentos salariais.

A visão pós-keynesiana critica o uso de políticas anti-inflacionárias ortodoxas de aperto monetário, uma vez que elas atacam o sintoma mas não a causa da inflação. Qualquer pressão inflacionária que ocorra em uma situação em que a economia esteja operando em níveis abaixo do pleno emprego tem sua causa do lado da demanda. Políticas ortodoxas antiinflacionárias são orientadas para manter uma taxa de desemprego suficientemente alta para constranger demandas salariais dos trabalhadores e os aumentos nas margens de lucro das empresas. Isto é, ela só pode ser bem sucedida se perpetuar níveis de desemprego elevados.

Na visão pós-keynesiana, há existem múltiplas e diferentes causas para a inflação e, conseqüentemente, vários tipos de inflação. Para cada tipo de inflação um instrumento antiinflacionário deve ser usado. Por exemplo, *inflação spot* ou *inflação de preços de commodities*, que ocorre quando existe uma repentina e não antecipada mudança na demanda ou oferta disponível para entrega imediata pode ser evitada “se existe uma instituição que não seja motivada pelo interesse próprio mas que irá manter um ‘estoque amortecedor’ (*buffer stock*) para prevenir mudanças inesperadas que induzam bruscos movimentos nos preços a vista. Um estoque amortecedor não é nada mais do que um estoque de algum produto que possa ser usado no mercado a vista para suavizar movimentos compensatórios relacionados às mudanças inesperadas na demanda e oferta”. (Davidson, 1994, p. 158).

### *Obstáculos na balança comercial*

Os obstáculos na balança comercial surgem quando o nível da atividade econômica é estrangulado para assegurar que o nível das importações seja compatível com o nível das exportações, uma vez que qualquer diferença entre importações e

exportações deverão ser cobertas por capitais externos, o que no longo prazo pode aumentar a vulnerabilidade externa da economia.<sup>6</sup>

Países em desenvolvimento, em particular, podem enfrentar problemas estruturais em seu balanço de pagamentos devido ao que ficou conhecido como Lei de Thirlwall<sup>7</sup>. Esta lei estabelece uma relação entre a taxa de crescimento econômico dos países e a razão entre as elasticidades-renda das suas importações e exportações. A longo prazo, um país não pode crescer a uma taxa mais elevada do que aquela consistente com o equilíbrio do balanço de pagamentos. Isto porque um país não pode incorrer em déficits no balanço de pagamentos por um período de tempo suficientemente longo que tenha que ser financiado pelos fluxos de capitais de curto prazo e que resulte em um crescente aumento na razão dívida externa líquida sobre o PIB. Se um país tenta fazer isto, a operação dos mercados financeiros internacionais levará a uma crescente pressão para baixo sobre a moeda doméstica, com o risco de colapso na taxa de câmbio e de uma consequente espiral depreciação/inflação.

Mais especificamente, a Lei de Thirlwall mostra que a baixa elasticidade-renda dos produtos de menor valor agregado exportado por países em desenvolvimento, comparada com a maior elasticidade-renda das importações produzidos pelos países desenvolvidos, gera déficits de caráter estrutural no balanço de pagamentos nos primeiros. Esses déficits crescentes podem resultar em um obstáculo significativo ao crescimento econômico em países em desenvolvimento, uma vez que a manutenção de um déficit em conta corrente não explosivo requer que a taxa doméstica de crescimento seja mantida abaixo da taxa de crescimento mundial de modo a que as importações e exportações se equilibrem.

### *Obstáculos na conta de capital*

Os obstáculos na conta de capital do balanço de pagamentos surgem quando uma economia está vulnerável a mudanças nas condições de liquidez e/ou dos humores dos investidores globais no mercado financeiro internacional, qualquer que seja a razão. De

---

<sup>6</sup> Paula and Alves, Jr (2000, p. 597), usando a hipótese de fragilidade externa do Minsky, assinalam que “a fragilidade financeira externa pode ser definida como o grau em que uma economia é vulnerável a mudanças nas condições de financiamento originadas de alterações nas taxas de juros externas ou nas taxas de câmbio”.

<sup>7</sup> Ver, entre outras referências, Thirlwall (2002).

fato, as experiências de crises cambiais em vários países nos anos 90 mostram que, em contexto de plena mobilidade de capital, tais crises podem ocorrer por razões não relacionadas diretamente com déficits em conta corrente. Em outras palavras, economias sem ou com pequeno déficit em conta corrente – uma situação em que o país pode ser visto como solvente do ponto de vista de suas contas externas – pode enfrentar paradas súbitas nos fluxos de capitais devido a mudanças nas expectativas dos investidores internacionais. *Sunspots*<sup>8</sup>, comportamento de manada e efeito contágio podem induzir tais mudanças.

Países com (i) fluxos de capitais voláteis e muito maiores em relação ao tamanho de seus mercados financeiros domésticos e suas economias; (ii) com moeda não-conversível; e/ou (iii) baixo nível de reservas; são mais propensos a enfrentar problemas na conta de capital. Em tais países os fluxos de capitais voláteis podem gerar uma alta volatilidade na taxa de câmbio nominal. De fato, há vários problemas econômicos relacionados à excessiva volatilidade da taxa de câmbio, em particular referentes ao gerenciamento do risco cambial e à política macroeconômica (determinação da taxa de juros e gerenciamento da dívida pública).

#### *Falta de capacidade produtiva*

A falta de capacidade produtiva pode limitar o crescimento econômico no longo prazo em dois cenários. Durante a aceleração cíclica, o elevado crescimento econômico pode preencher a plena capacidade produtiva de uma economia, um fenômeno que pode resultar em pressões inflacionárias, como já assinalado. Por outro lado, depois de um período prolongado de baixo crescimento o tamanho do estoque de capital pode ficar abaixo do que é requerido para sustentar o pleno emprego, devido a incerteza quanto ao futuro que afeta o “espírito animal” dos empresários e, conseqüentemente, as suas decisões de investimento. Nessas condições, as expectativas empresariais devem ser estimuladas em suas decisões relacionadas a investimentos fixos por políticas econômicas de estímulo a demanda.

---

<sup>8</sup> *Sunspot* é um evento que afeta alguma variável econômica porque o público acredita que ele o fará. Assim, uma informação puramente “estranha” ou mesmo irrelevante pode resultar em um ciclo de expectativas auto-realizadas.

### 2.3 Políticas econômicas keynesianas

As políticas keynesianas, de modo a superar os obstáculos ao pleno emprego e ao crescimento econômico, colocam ênfase na necessidade de políticas voltadas tanto para o lado da oferta quanto para o lado da demanda. Entretanto, a demanda agregada e a oferta agregada não são independentes, uma vez que o nível de demanda corrente tem um efeito direto sobre a oferta potencial futura da economia, isto é, sobre o investimento e a capacidade produtiva.

A política fiscal pode ter um forte impacto sobre o nível da atividade econômica, funcionando como um instrumento poderoso para estimular a demanda agregada, ao gerar um efeito multiplicador sobre a renda privada. Ela pode ser usada para empurrar a economia para o pleno emprego, já que afeta diretamente a renda privada e as expectativas dos agentes em relação ao futuro, inflando o seu otimismo. Para este propósito, Keynes recomendava privilegiar o investimento público ao invés do aumento do consumo por causa de seu efeito multiplicador maior. Em função de sua complementariedade, o investimento público pode criar um que estimule a realização do investimento em capital fixo.

Usando como ponto de partida a distinção entre *orçamento ordinário* (relacionado às funções ordinárias da administração pública) e *orçamento de capital* (relacionado às despesas de investimento), Keynes (1980) defendia que o primeiro deveria estar equilibrado o tempo todo ou mesmo em superávit, que deveria ser transferido para o orçamento de capital, enquanto que o último poderia estar transitoriamente desequilibrado, embora devesse estar equilibrado a longo prazo; em outras palavras, seria ajustado de acordo com as flutuações no nível de demanda agregada. Assim, o orçamento de capital deve ser operado de forma anti-cíclica, evitando elevadas flutuações nos investimentos privados através da implementação de um programa de estabilização fiscal de longo prazo. Como Kregel (1994/95, p. 256-6) assinala, “Visto ao longo do tempo, ambas as contas ordinária e de capital devem estar grosso modo em equilíbrio; quando a demanda declinasse, os gastos de capital deveriam aumentar e criar um déficit temporário que seria eliminado uma vez que os projetos fossem pagos em termos de mais elevadas receitas de impostos e fossem gerados superávits no orçamento ordinário”.

Esta divisão no orçamento fiscal se justifica considerando que os investimentos públicos têm um efeito importante na economia, tanto do ponto de vista da melhoria/incremento da infra-estrutura econômica e social, quanto em função dos seus efeitos multiplicadores de renda, maiores do que no caso dos gastos associados ao orçamento ordinário. O aumento no investimento público gera externalidades positivas para o setor privado, uma vez que acarreta um aumento nos lucros do setor privado que, por sua vez, acaba por estimular uma elevação nos gastos de investimento das empresas. Ao mesmo tempo, gera um aumento na demanda agregada que resulta do conhecido *multiplicador de gastos do governo*.

Ademais, a política fiscal deveria contribuir para aumentar a demanda através de medidas redistributivas que pudessem estimular o consumo e/ou serem usadas para reduzir a concentração de riqueza, em um contexto de um amplo programa de reforma social.

Existe, entretanto, alguns limites sobre a política fiscal ocasionado pela operação do sistema financeiro: (i) taxas de juros (particularmente sobre títulos) podem aumentar com um déficit fiscal, limitando assim a habilidade do governo de tomar emprestado; (ii) reações adversas dos mercados cambiais para determinadas políticas – como “bolhas, modas e comportamento de manada” freqüentemente determina movimentos nos preços (taxas de juros e taxas de câmbio) – podendo resultar em uma queda mais acentuada no valor da moeda <sup>9</sup> (Arestis e Sawyer, 1998, p. 188).

A política monetária operada através da administração da taxa de juros pode também ter um impacto significativo sobre o nível de demanda da atividade econômica. A política de juros pode ser usada de modo a influenciar a composição de portfólio dos agentes privados em favor do estímulo a produção (usando capacidade produtiva existente) e a aquisição de bens de capitais. A administração da política monetária pode provocar uma mudança nos preços relativos dos diferentes ativos, dos ativos mais líquidos para os mais ilíquidos, isto é, levando a mudanças nas decisões de portfólio que podem afetar as variáveis reais da economia (produto e emprego). Ela atua principalmente através da antecipação dos movimentos esperados da taxa de juros. Como

---

<sup>9</sup> Este efeito é mais importante para aqueles países que emitem dívida pública em moeda estrangeira – como é o caso da maioria dos países em desenvolvimento (IMF, 2003).

Carvalho (1997, p. 45) assinala, "as pessoas forma uma visão do que seria a taxa *normal* de juros e esperam que as taxas atuais gravitem ao redor daquele nível. Aqueles que julgam que taxa atual será mais alta que a taxa normal, tomarão medidas para antecipar a redução futura da taxa de juros, alternativamente”.

A política monetária deve dar um sinal claro dos propósitos do banco central para os agentes privados de modo a incitá-los a atuar de acordo como os objetivos dos policy-makers. Sinais de política mais claros podem proporcionar aos agentes privados um ambiente mais seguro e confiável para atuarem. Ao contrário do que se tornou aceito pelos economistas ortodoxos, Keynes e os economistas pós-keynesianos defendem a transparência e não segredo como uma condição para a política monetária ser efetiva.<sup>10</sup>

Para este propósito, “uma política monetária requerida é aquela que assegura estabilidade ao sistema financeiro e manipula as taxas de juros tão baixas quanto possível (levando em conta os obstáculos internacionais) de tal modo a proporcionar (possivelmente algum) estímulo à demanda e também atenuando a restrição assinalada pelo uso de déficits fiscais”. (Arestis e Sawyer, 1998, p. 189) Assim, a política monetária tem uma função estabilizadora importante na economia, já que ela pode sinalizar aos agentes privados que o banco central irá adotar uma taxa de juros baixa o suficiente para estimular o investimento produtivo.

Em mercados financeiros globais, os preços dos mercados financeiros – incluindo a taxa de juros – são freqüentemente voláteis, flutuando de acordo com “novidades e modas”<sup>11</sup>. De fato, existe uma ampla literatura que indica que a excessiva volatilidade da taxa de câmbio afeta negativamente as variáveis reais, como investimento e produto.<sup>12</sup> De modo a implementar uma política econômica estabilizadora voltada para o pleno emprego, governos nacionais devem adotar uma política cambial que objetive evitar uma excessiva volatilidade da taxa de câmbio nominal. Uma maior estabilidade na taxa de

---

<sup>10</sup> De acordo com Carvalho (1997, p. 46), “Uma economia monetária pode repousar em qualquer um dos muitos possíveis estados de equilíbrio. Autoridades devem sinalizar aos agentes qual posição que se busca alcançar”.

<sup>11</sup> Keynes (1964, cap. 12) mostrou em sua Teoria Geral que as expectativas do investidor e especulador são governadas não pelo fundamento real de longo prazo relacionado ao rendimento prospectivo de um investimento ao longo de vários anos, mas pelo quanto o mercado irá presentemente avaliar o ativo, dentro de um esforço de antecipar a base da avaliação convencional nos próximos meses. Assim, como especuladores dominam os mercados financeiros, práticas de curto prazo freqüentemente determinam os ritmos dos preços dos ativos. Ver, a respeito, Alves Jr, Ferrari-Filho e Paula (1999/2000).

<sup>12</sup> Ver, por exemplo, Guérin e Lachrèche-Révil (2003).

câmbio poderá encorajar os empresários a se engajarem mais efetivamente na produção, investimento e comércio internacional. Isto pode sugerir a adoção de um sistema de câmbio administrado (ainda que possa ser formalmente um regime de câmbio flutuante) que evite a alta volatilidade da taxa de câmbio. Para tanto, o Brasil deveria adotar uma política de acumulação de reservas internacionais, ou mesmo, se necessário, utilizar regulamentação sobre fluxos de capitais.<sup>13</sup> De fato, o sucesso de manter um regime de câmbio administrado – em suas diversas modalidades (desde sistema de bandas cambiais até regimes de zona-alvo, onde não há um comprometimento formal com um nível da taxa de câmbio) – requer que “o público seja convencido de que o banco central que intervém ativamente no mercado tenha um adequado nível de reservas cambiais para ‘fazer’ o preço no mercado de câmbio. Se as reservas acumuladas do banco central são percebidas como inadequadas, então o mercado percebe que a venda da moeda que está sendo defendida é uma aposta de uma mão para o sucesso”. (Davidson, 2002, 170).

Finalmente, políticas de renda podem ser usadas como um complemento natural para políticas de estabilização de modo que metas de crescimento econômico e de estabilização de preços sejam de alguma forma compatíveis: “de modo a garantir níveis de alta produção e pleno emprego, pode ser necessário que os trabalhadores restrinjam suas demandas por salários compatíveis, na maioria dos casos, com aumentos na produtividade média, enquanto que os empresários devem manter seus ‘mark-ups’ constantes. Se as taxas de salários monetários e as margens brutas puderem ser mantidas constantes, então, com o progresso tecnológico, os níveis de preços irão declinar”. (Davidson, 1994, p. 156).

Políticas do lado da oferta (“supply-side policies”) têm que enfrentar três tipos de questões: o problema da inflação, desequilíbrios na conta corrente e organização do trabalho.<sup>14</sup>

---

<sup>13</sup> Segundo Paula (2002, p.439), “Controles de capitais são usados para diferentes propósitos, dentre os quais destacam-se: (a) Manter a estabilidade da taxa de câmbio, reduzindo as pressões sobre esta; (b) Discriminar entre fluxos desejáveis e indesejáveis de capitais; (c) Permitir a implementação de políticas monetárias domésticas autônomas (neste caso, se os controles são efetivos, os fluxos de capitais tornam-se menos sensíveis às taxas de juros, o que permite que as autoridades se voltem para objetivos econômicos domésticos); e (d) Preservar a estabilidade monetária e financeira em face de fluxos persistentes de capital (inclusive para deter saídas de capitais em contexto de crise do balanço de pagamentos)”.

<sup>14</sup> Nos remetemos de novo a Arestis e Sawyer (1998, pp. 190-1).

Como já assinalado, políticas ortodoxas de estabilização são eficientes somente através da manutenção de níveis relativamente altos na taxa de desemprego. Na maioria dos casos, elas atacam os sintomas ao invés da causa da inflação, ou seja, tais políticas não resolvem o problema relacionado ao aumento dos custos de produção. Deste modo, economistas pós-keynesianos sugerem, como visto, alguma espécie de política de rendas como parte do arsenal de estabilização requerido em uma economia de mercado. Tais políticas requerem, entretanto, algum tipo de consenso sobre a distribuição da renda entre os agentes econômicos (governo, empresários e trabalhadores). Se as taxas de salário-nominal e as margens brutas das empresas pudessem ser de algum modo controlados, os níveis de preços deverão declinar. Para este propósito, algum grau de centralização e de coordenação seria requerido. Ademais, o sucesso de uma política econômica voltada para objetivos de estabilidade macroeconômica, tal como definido acima, pode contribuir adicionalmente para os propósitos de estabilização de preços. Por exemplo, se a política econômica for bem sucedida em reduzir a volatilidade da taxa de câmbio e da taxa de juros, o ambiente macroeconômico mais estável terá efeitos positivos tanto para o crescimento econômico (uma vez que as decisões de investimento são estimuladas pelo ambiente favorável aos negócios e pela política macroeconômica) e estabilização de preços.

O requerimento de um equilíbrio da conta corrente em situações de pleno emprego implica a superação, em alguma medida, dos problemas estruturais do balanço de pagamentos que alguns países enfrentam – principalmente os países produtores de *commodities* – uma vez que déficits crescentes em conta corrente podem resultar em um obstáculo significativo ao crescimento econômico, de acordo com a Lei de Thirlwall. Para superar este obstáculo, políticas devem ser adotadas – principalmente políticas industriais – para criar condições para um país mudar a composição de suas importações, resultando em uma diminuição na elasticidade-renda da demanda por produtos importados, e um aumento na elasticidade-renda dos produtos exportados. Esses esforços significaria o desenvolvimento de capacitações para competir com produtos e serviços de alta tecnologia e/ou o aprimoramento tecnológico de alguns setores industriais existentes, o que envolveria tanto investimentos em pesquisa e desenvolvimento (P&D) quanto a formação de sinergias entre empresas que desenvolvam um sistema produtivo completo,

inclusive através de redes de empresas domésticas. Como Stiglitz (1999, p. 113) assinala: “para a maioria dos países que não estão na fronteira tecnológica, os retornos associados com maiores facilidades para transferência de tecnologia são muito maiores do que os retornos no desenvolvimento de pesquisa e desenvolvimento original. [Tais políticas] são, portanto, uma das chaves para o desenvolvimento”.

Finalmente, um aspecto final das políticas do lado da oferta está relacionado à organização do trabalho, pois o alcance do pleno emprego requer o desenvolvimento de mecanismos alternativos para assegurar níveis elevados de produtividade. De fato, a participação dos trabalhadores no processo de decisão da firma é um dos mecanismos que podem aprimorar a produtividade. A longo prazo, aprimoramentos na tecnologia, programas governamentais de treinamento de mão-de-obra e programas educacionais pode também, direta ou indiretamente, afetar a produtividade do trabalho.

### **3. Uma nota sobre o caso brasileiro**

#### **3.1. O imbróglio macroeconômico: taxa de juros elevadas e taxa de câmbio volátil**

A alternativa keynesiana sugerida nesta seção, é coerente com a abordagem de políticas econômicas feita na seção 2, evidentemente respeitando as especificidades da situação econômica brasileira. Como se sabe, uma das questões atuais centrais do contexto macroeconômico brasileiro são as elevadas taxas de juros reais, que em geral tem se situado acima de 10% a.a., sendo incompatíveis com taxas de crescimento econômico sustentável e financeiramente estável<sup>15</sup>. Em contexto de operação de um regime de metas de inflação acoplado a um regime de flutuação cambial<sup>16</sup>, há uma forte relação entre a política monetária e a política cambial: a volatilidade excessiva da taxa de câmbio (Gráfico 1) gera problemas de gerenciamento da política macroeconômica, além

---

<sup>15</sup> Altas taxas de juros implicam: (i) um constrangimento ao crescimento econômico, através do encarecimento do preço de crédito (via taxas de empréstimos) e dos impactos negativos das taxas de juros elevadas sobre as expectativas empresarias de longo prazo (investimento); (ii) um aumento na dívida pública, que é formada por uma boa parte por títulos indexados à taxa de juros Selic.

<sup>16</sup> Segundo Hoff e Souza (2006), durante os tempos mais tranqüilos o Banco Central não intervém no mercado de câmbio, de forma que o comportamento da taxa de câmbio é similar a um regime de flutuação pura. Entretanto, em períodos de maior instabilidade cambial ou períodos em que a taxa de câmbio está longe de sua média histórica, o Banco Central tende a intervir diretamente ou indiretamente (usando a taxa de juros) no mercado cambial, em situação mais perto de uma flutuação suja.

de afetar negativamente as decisões empresariais de investimento. De forma geral, a política monetária praticada no Brasil tem sido endógena: o BCB eleva a taxa de juros para mitigar os efeitos da volatilidade da taxa de câmbio, embora recentemente o BCB venha elevando de forma mais autônoma a taxa de juros, no que tem resultado em uma apreciação na taxa de câmbio e queda da inflação. (Cf Carvalho, Sicsú e Paula, 2005)



Fonte: Paula (2006, p. 18), a partir de dados do BCB.

Nota: Volatilidade da taxa de câmbio é calculada usando um modelo GARCH (*Generalised Autoregressive Conditional Heteroskedastic*), um modelo não-linear que é usado para calcular a volatilidade de séries temporais.

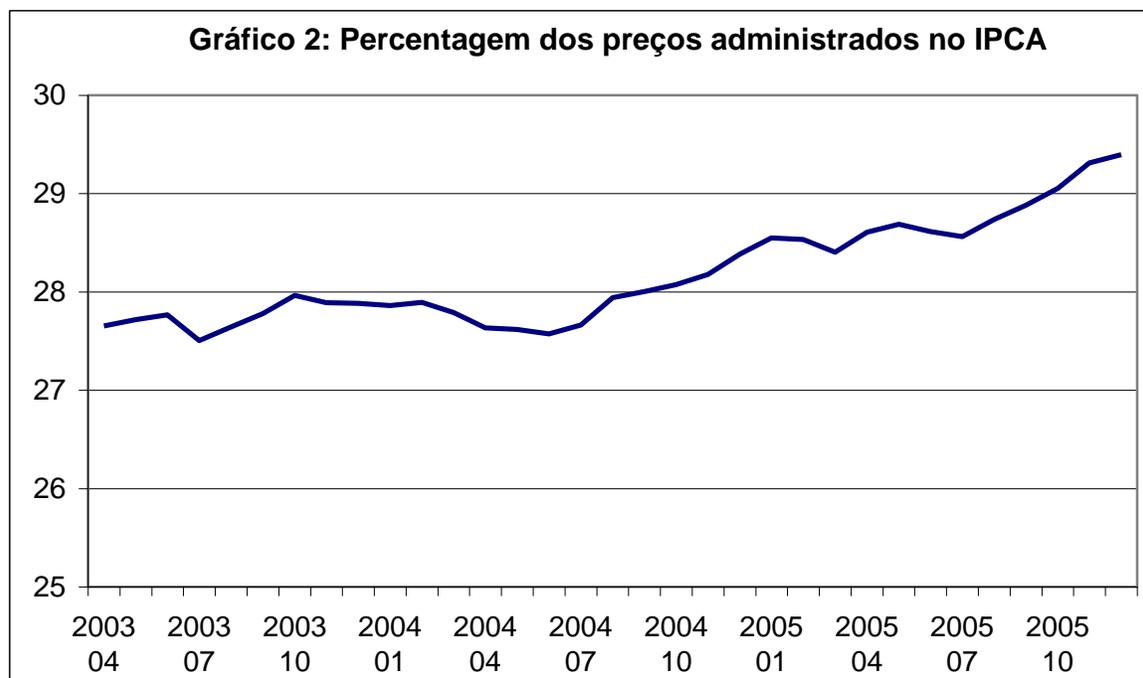
A política de juros praticada pelo BCB sobrecarrega a política monetária, ao utilizá-lo para perseguir múltiplos objetivos, tais como: controlar o nível de demanda agregada, para coibir aumentos de preços, em uma estratégia monetária de perseguição de metas inflacionárias; influenciar a taxa de câmbio, de forma a controlar em alguma medida as pressões sobre a taxa de câmbio nominal, evitando, assim, pressões de inflação de custos, transmitidas seja pelo preço de importados, seja pelo ajuste de tarifas públicas indexadas ao dólar americano;; estímulo a investidores internos para a aquisição de títulos da dívida pública; etc.

Outros fatores contribuem para elevar as taxas de juros, ao diminuir a eficácia da política monetária. Em primeiro lugar, há problema de que a taxa de juros que remunera os títulos da dívida pública ser a mesma taxa em que o BC opera no mercado de reservas bancárias. Isto ocorre porque cerca de 50% da dívida pública federal em poder do público sofre correção diária à taxa Selic. Deste modo, uma elevação na taxa Selic, ao aumentar a remuneração dos títulos públicos que são utilizados na composição das carteiras dos fundos de investimento, torna os detentores da riqueza financeira mais ricos, gerando um efeito riqueza sobre a poupança dos agentes econômicos. Isto torna pouco efetivo o efeito de uma elevação da taxa de juros sobre a demanda agregada da economia, demandando taxas de juros maiores do que seriam necessárias em condições normais.<sup>17</sup> (Nakano, 2005)

Em segundo lugar, há o problema da baixa relação crédito sobre PIB no Brasil, que embora tenha crescido recentemente, ainda se encontra em patamares baixos de cerca de 30% (quando em países desenvolvidos normalmente é mais de 70%). Isto faz com que o canal do crédito da política monetária seja pouco efetivo. Como os títulos públicos proporcionam no Brasil aos bancos liquidez e rentabilidade, esses podem escolher os termos em que oferecem crédito ao setor privado (normalmente crédito de curto prazo ou com algum tipo de garantia). Dada às elevadas taxas de empréstimos cobradas pelos bancos, o tomador de crédito frequentemente é um mau tomador, sendo, assim, a demanda por crédito pouco sensível a variações moderadas nas taxas de empréstimos. Há, por fim, a questão do peso dos preços administrativos – derivados de petróleo, tarifa de energia elétrica, telefonia, planos de saúde etc - no índice de preços ao consumidor (IPCA), que é de cerca de 30%. (ver Gráfico 2) Esses preços se caracterizam por serem insensíveis às mudanças nas taxas de juros. Conseqüentemente, o BC é obrigado a elevar a taxa de juros a patamares mais altos para gerar efeitos sobre preços livres que compensem a rigidez dos preços administrados.

---

<sup>17</sup> Resulta também que a curva de juros da economia tenha uma inclinação à dos demais países, já que no Brasil a taxa de curto prazo é mais alta do que a taxa de juros de longo prazo. Deste modo, os estímulos da política monetária não se transmitem aos segmentos de mais longo prazo do mercado financeiro, contribuindo também para reduzir a eficácia da política monetária.



**Fonte:** Arestis et al (2007), baseado em dados do IBGE ([www.ibge.gov.br](http://www.ibge.gov.br)).

**Nota:** Preços administrados incluem serviços de utilidade pública, planos de saúde, petróleo e derivados, etc, ou seja, são aqueles preços que são determinados (ou autorizados) pelo governo são alguma permissão governamental que inclui alguma forma de indexação..

### 3.2. Alternativas keynesianas para um crescimento sustentável<sup>18</sup>

Críticos das políticas econômicas que têm sido implementadas no Brasil nos últimos anos têm feito propostas de mudança no curso da política econômica. Uma linha de proposições defende que a política monetária tem sido muito rígida e insensível às necessidades de crescimento, e que, portanto, alguma flexibilidade deveria ser introduzida no regime de metas de inflação, tais como o uso de um índice de núcleo de inflação (core inflation) ao invés de um índice cheio (IPCA). Neste contexto, muitos economistas defendem que a taxa de juros poderia ser reduzida de forma mais intensa com impacto virtuoso sobre a economia, já que: (i) o declínio nos custos financeiros da dívida pública, com conseqüente redução na dívida pública, teria efeitos benéficos sobre o equilíbrio fiscal; (ii) uma diminuição nos spreads bancários resultariam em um aumento na oferta de crédito; (iii) um redução na taxa de juros reais estimularia as decisões de investimento produtivo com efeitos benéficos sobre o crescimento econômico.

<sup>18</sup> Esta seção está baseada em Arestis, Paula e Ferrari-Filho (2007) e Paula (2006).

Uma segunda linha de proposições, mesmo que concordando que a necessidade de se reduzir a taxa de juros, sustenta que isto pode não ser o suficiente. Neste sentido, regulamentações sobre fluxos de capitais poderiam ser adotadas para proteger a economia brasileira contra choques externos, para aumentar os graus de liberdades na condução da política monetária e também para evitar uma apreciação excessiva na taxa de câmbio devido aos movimentos dos fluxos de capitais. Portanto, nesta linha de proposições, alguma forma de regime de câmbio flutuante administrado deveria ser implementado, que objetive ao mesmo tempo preservar alguma forma de flexibilidade na taxa de câmbio nominal, de modo a desencorajar fluxos de capitais especulativos de curto prazo e alcançar uma taxa de câmbio real competitiva, estimulando a expansão dos produtos dos setores comercializáveis. Neste sentido, provavelmente seria melhor evitar o anúncio e comprometimento com regras ou sinais implícitos nas intervenções do BCB no mercado de câmbio, mas ainda que sinalizando para a formação de expectativas dos agentes um compromisso com a estabilidade da taxa de câmbio real.<sup>19</sup>

Um programa keynesiano, como visto, deve focar na meta do pleno emprego e na criação de condições para a retomada do investimento público e privado. De fato, as condições favoráveis de promoção do pleno emprego e recuperação do investimento claramente são objetivos que se sobrepõem. Do ponto de vista macroeconômico, é necessário despertar o espírito animal dos empresários, sinalizando políticas que dêem suporte a demanda agregada, ao invés de políticas restritivas. Isto significa não somente que a política monetária deveria explicitamente considerar o objetivo de manutenção de estabilidade do emprego e de estabilidade de preços, como também que a política fiscal deveria ser reorientada para permitir uma expansão no investimento público, ao invés de se voltar simplesmente para cobrir o serviço da dívida e/ou o gasto corrente. Políticas monetárias deveriam ser reorientadas, e o Banco Central do Brasil (BCB) deveria ter um comprometimento com objetivos de emprego e inflação. Em outras palavras, ao BCB deve ser dado um mandato mais amplo que a presente concentração única na estabilidade de preços. Não há nada de revolucionário nisso. Esta é a estrutura de política monetária adotada pelo Federal Reserve dos EUA, que a tem praticado com sucesso considerável há

---

<sup>19</sup> Ver, a respeito, Frenkel (2004). É importante destacar que a operação de um regime cambial desta natureza deverá requerer um nível de reservas cambiais adequado e/ou restrições sobre os fluxos de capitais de modo a aumentar a habilidade do banco central em intervir no mercado cambial.

vários anos. Evidentemente isto não ocorre sem problemas, mas evita a monolítica concentração sobre estabilidade de preços, que não parece ter sido aplicada na história da humanidade com sucesso evidente.

A política fiscal, por outro lado, não deve ser sacrificada simplesmente para garantir o serviço da dívida pública a qualquer preço. Alguma redução no superávit primário fiscal e algum controle sobre o gasto corrente a longo prazo se faz necessário de modo a aumentar o investimento público em infraestrutura econômica e social no Brasil. Neste sentido, qualquer redução no superávit primário deve ser usado para aumentar o investimento público. É importante destacar que a redução na razão dívida pública sobre PIB pode ser obtida mesmo com alguma redução no superávit primário se combinado com uma redução na taxa de juros e um aumento no crescimento do PIB (que resultaria da queda na taxa de juros e da retomada do investimento público e privado). A redução nesta razão poderia contribuir para alcançar o objetivo de longo prazo de equilíbrio fiscal, de modo a que as políticas fiscais pudessem a ser operadas como um instrumento contracíclico.<sup>20</sup>

Neste sentido, a compatibilização entre uma desejada flexibilidade na política fiscal com a garantia das condições de sustentabilidade da dívida pública a longo prazo, poderia ser obtida, tal como sugerida na seção 2.2, pela divisão do orçamento público em dois segmentos distintos: (i) orçamento ordinário, relacionado as despesas correntes; (ii) orçamento de capital, relacionado as despesas de investimento público. Como já assinalado, o orçamento ordinário deveria estar sempre em equilíbrio ou preferencialmente (este é o caso do Brasil) superavitário, enquanto que o orçamento de capital estaria provisoriamente em desequilíbrio, de modo a viabilizar os investimentos públicos em infra-estrutura.<sup>21</sup>

---

<sup>20</sup> O nível requerido de superávit primário é determinado pela condição de solvência inter-temporal do governo, ou seja:

$$s = \left[ \frac{r - g}{1 + g} \right] b$$

Onde  $s$  é o superávit primário em relação ao PIB,  $r$  é o nível da taxa real de juros,  $g$  é a taxa de crescimento real do PIB, and  $b$  é a razão dívida pública sobre PIB.

<sup>21</sup> Uma proposta a ser considerada neste feita recentemente por Silva e Pires (2006), que sugerem uma mudança na prática da política fiscal adotada no Brasil através de uma meta fiscal que exclua os investimentos públicos do cálculo do superávit primário, isto é, trocando o conceito de superávit primário

A política monetária tem que ser formulada conjuntamente com outras políticas macroeconômicas e sua implementação frequentemente coordenada com estas. Uma vez que em países em desenvolvimento como o Brasil, a taxa de câmbio é o principal mecanismo de transmissão que afeta a inflação, uma taxa de câmbio mais estável pode contribuir para evitar uma aceleração da inflação. Um novo mix da política monetária, fiscal e cambial deve ser adotado de modo a fortalecer o espírito animal empresarial influenciando as expectativas de que lucros acumulados irão aumentar. Políticas macroeconômicas são fortemente conectadas e devem ser coerentemente desenhadas e implementadas. Um novo mix de políticas, entretanto, pode não ser bem sucedido se o grau de conversibilidade da conta de capital for mantido, permitindo que residentes possam promover saídas de capitais facilmente em momentos de maior pressão especulativa, como pode ocorrer na estrutura de regulamentação dos fluxos de capitais. Por esta razão, a regulamentação nos fluxos de capitais através da adoção de controles baseados no mercado poderiam criar incentivos de mercado para reduzir os fluxos de capitais de curto prazo de modo a preservar alguma autonomia das políticas econômicas domésticas.<sup>22</sup>

De acordo com o cenário acima discutido, alcançar o pleno emprego deve ser acompanhado *pari passu* como o estímulo ao crescimento e ao investimento de modo a prover os equipamentos de capital sobre o qual os trabalhadores possam ser empregados. Não somente expandir a atividade econômica mas também produzir significativos resultados distributivos é necessário no Brasil para reduzir fortemente a pobreza. Políticas econômicas ativas são, portanto, claramente necessárias. Adicionalmente, políticas industriais devem ser adotadas para coordenar os esforços privados e públicos de acumular capital a uma taxa necessária ao maior crescimento econômico. Esta é uma área normalmente negligenciada na política econômica, mas que tem sido recentemente chamada atenção no caso dos países da União Européia. Arestis e Biefang-Frisancho Mariscal (2000) mostram que ao menos que o estoque de capital seja aumentado pode ser difícil atacar o desemprego de forma bem sucedida. Isto pode ser um importante problema no caso de países em desenvolvimento como o Brasil. Esta pode ser uma

---

pelo conceito de “poupança em conta corrente do governo”, o que permitiria o governo aumentar os investimentos públicos.

<sup>22</sup> Ver , a respeito, Paula et al (2003) e Paula (2006).

questão importante nos setores manufatureiros mais dinâmicos que podem contribuir para estimular exportações de bens com maior elasticidade-renda.<sup>23</sup> Seria certamente plausível assumir que políticas de crescimento teriam mais alta probabilidade de sucesso em situações onde a demanda agregada não fosse mantida em níveis baixos pelas políticas macroeconômicas, como no presente caso do Brasil. A manutenção e implementação de um regime de câmbio flutuante administrado, como discutido acima para promover a lucratividade das atividades dos bens comercializáveis e prover incentivos para firmas investir e expandir a produção e emprego através de um câmbio real estável e competitivo, seria desejável.<sup>24</sup>

Por fim, no que se refere à questão da inflação, faz-se necessário adotar uma política pragmática de combate à inflação, considerando que a inflação brasileira no período recente foi predominantemente uma *inflação de custos e inercial*, causada principalmente pelo efeito da grande desvalorização da taxa nominal de câmbio ocorrida no segundo semestre de 2002, a qual foi repassada para os preços domésticos por intermédio do chamado efeito *pass-through*, processo que acabou sendo propagado pelos mecanismos de indexação dos preços administrados (energia elétrica, telefonia, etc.). Em outras palavras, o Brasil teve uma combinação de inflação importada<sup>25</sup> com inflação de preços administrados. Nestas condições, a utilização de uma política de elevação de juros provocou frequentemente um resfriamento geral da economia, atingindo a *todos* os setores, resultando em altas taxas de desemprego e baixas taxas de investimento. (Sicú e Oliveira, 2003).

Resumindo, para compatibilizar o objetivo de expandir a demanda efetiva e estabilizar a inflação, o governo deve: (i) operar a política fiscal de modo a implementar programas sociais e promover investimentos, em particular em setores de infra-estrutura, tais como energia e rodovias/ferrovias; (ii) assegurar que a política monetária tenha um impacto positivo sobre o nível de atividade econômica, através de uma taxa de juros mais

---

<sup>23</sup> Como já assinalado, países em desenvolvimento, particularmente, podem enfrentar um problema estrutural em seu balanço de pagamentos, devido a Lei de Thirlwall.

<sup>24</sup> Hausmann, Pritchett e Rodrik (2004), analisando experiências de acelerações no crescimento (i.e, crescimento por pelo menos oito anos) encontraram que tais acelerações tendem a ser correlacionadas com aumentos no investimento e comércio exterior, e com depreciações na taxa de câmbio real.

<sup>25</sup> Inflação importada é aquela importada do exterior, ou seja, cuja influência sobre a trajetória de preços domésticos depende da variação do nível de preços internacionais e da variação do valor da taxa de câmbio. Quanto maior o grau de abertura da economia, maior a inflação importada potencial.

baixa; (iii) implementar um regime de câmbio flutuante administrado que objetive manter um câmbio real competitivo; (iv) operar a política industrial com o objetivo de integrar a economia brasileira ao cenário internacional, o que permitiria criar um contexto no qual o Brasil poderia incorporar inovações tecnológicas em setores relevantes e ser capaz de atrair investimentos diretos estrangeiros que permitam adicionar valor as exportações; (v) criar mecanismos anti-especulativos para regular os fluxos de capitais para evitar crises externas e aumentar a autonomia das políticas econômicas domésticas; (vi) introduzir iniciativas fiscais, tais como imposto de renda progressivo, programas de renda mínima e gastos sociais, com o objetivo de aprimorar o padrão de vida das populações de baixa renda. Tais políticas são necessárias para promover uma redistribuição da renda pessoal compatíveis com uma política de crescimento.

#### **4. Conclusão**

Este artigo procurou avaliar políticas econômicas voltadas para um crescimento econômico sustentado a partir de uma visão (pós)keynesiana. De acordo com esta visão, a economia de mercado exhibe normalmente elementos de instabilidade e não cria o nível de demanda agregada consistente com o pleno emprego. Conseqüentemente, em economias monetárias, o pleno emprego só pode ser alcançado por acidente ou através de políticas públicas. Partindo do pressuposto que o crescimento do produto e do emprego depende em boa medida da demanda efetiva da economia, torna-se necessário a adoção de um mix de políticas macroeconômicas que crie um ambiente de estabilidade econômica necessário para estimular as decisões de investimento dos empresários. Neste sentido, a coordenação entre as políticas monetária, fiscal e cambial é imprescindível para a eficácia da política econômica.

No caso brasileiro, procurou-se mostrar, a partir de um ótica keynesiana, que a superação do viés estagnacionista da economia brasileira passa pela adoção de políticas que criem condições para redução da taxa de juros doméstica, pela flexibilização na política fiscal e ainda por mecanismos que permitam o governo interferir na trajetória da taxa de câmbio, além de outras políticas setoriais estruturantes de mais longo prazo (como política industrial).

## Referências:

- Alves, Jr., A.J., Ferrari-Filho, F. e Paula, L.F. (1999-2000). The Post Keynesian Critique of Conventional Currency Crisis Models and Davidson's Proposal to Reform the International Monetary System. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 22, n. 2, pp. 209-227.
- Arestis, P. e Biefang-Frisancho Mariscal, I. (2000), Capital Shortages, Unemployment and Wages in the UK and Germany, *Scottish Journal of Political Economy*, v. 47, n., pp. 487-503.
- Arestis, P. e Sawyer, M. (1998). Keynesian economic policies for the new millennium. *The Economic Journal*, v. 108, pp. 181-195.
- Arestis, A., Paula, L.F. e Ferrari-Filho, F. (2007). *Assessing the economic policies of President Lula da Silva in Brazil: Has fear defeated hope?* In Arestis, P. e Sawyer, M. *Political Economy of Latin America: Recent Economic Performance*. Basingstoke: Palgrave MacMillan (no prelo).
- Carvalho, F. (1997). Economic policies for monetary economies: Keynes' economic policy proposals for an unemployment-free economy. *Revista de Economia Política*, v. 17, n. 4, pp. 31-51.
- Carvalho, F., Sicsú, J. e Paula, L.F. (2005). *Regime de Câmbio e Financiamento do Crescimento Econômico*. Relatório de Pesquisa BNDES. Rio de Janeiro: IE/UFRJ.
- Davidson, P. (1994). *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. Cheltenham, Edward Elgar.
- \_\_\_\_\_. (2002). *Financial Markets, Money and the Real World*. Cheltenham, Edward Elgar.
- Frenkel, R. (2004), Real exchange rate and employment: Argentina, Brazil, Chile and México. Paper prepared for the G24.
- Guérin, J.-L. e Lahrèche-Révil, A. (2003). *Exchange rate volatility and investment*. Mimeo.
- Hausmann, R., Pritchett, L. e Rodrik, D. (2004). Growth accelerations. *NBER Working Paper Series* n. 10566, junho.
- Hoff, C.R. e Souza, F. E.P. (2006). O regime cambial brasileiro: sete anos de flutuação, [www.ie.ufrj.br/conjuntura/artigos\\_academicos/index.php](http://www.ie.ufrj.br/conjuntura/artigos_academicos/index.php)
- IMF (2003). Public debt in emerging markets: is it too high? Washington, IMF.
- Keynes, J.M. (1964). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. New York: Harcourt Brace.
- \_\_\_\_\_. (1973). *The General Theory and After, Part I: Preparation. Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIII. London: Macmillan.

- \_\_\_\_\_. (1980). *Activities 1940-46 Shaping the Post World: Employment and Commodities. Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XXVII. London: Macmillan.
- \_\_\_\_\_. (1984). O fim do laissez-faire. In: Szmrecsányi, T. (org.). *John Maynard Keynes*. São Paulo: Ática.
- Kregel, J. (1994/95). The viability of economic policy and the priorities of economic policy. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 17, n. 2, pp. 261-277.
- Nakano, Y. (2005). O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros. *Revista Conjuntura Econômica*, vol. 59, n. 11, pp. 10-12.
- Paula, L.F. (2002). Controle de capitais: lições para o Brasil. In Benecke, D. e Nascimento, R. (org.). *Opções de Política Econômica para o Brasil*. Rio de Janeiro: Konrad Adenauer.
- Paula, L.F. (2006). Uma nova política macroeconômica: algumas proposições a partir de uma visão novo-desenvolvimentista. Policy-paper apresentado no 3º Fórum de Economia da Fundação Getúlio Vargas/SP, 31/7/2006.
- Paula, L.F. e, Jr., A.J. (2000). External financial fragility and the 1998-1999 Brazilian currency crisis. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 22, n. 4, pp. 589-617.
- Polanyi, K. (1980). *A Grande Transformação: as origens da nossa época*. Rio de Janeiro: Campus.
- Saad-Filho, A. e Morais, L. (2002). Neomonetarist dreams and realities: a review of the Brazilian experience. In P. Davidson (ed.), *A Post Keynesian Perspective on 21st Century Economic Problems*, pp. 29-55. Edward Elgar, Cheltenham.
- Sicsú, J. e Oliveira, S. (2003). Taxa de juros e controle da inflação no Brasil. In Sicsú, J., Oreiro, J.L. e Paula, L.F. (org.). *Agenda Brasil: Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços*. Barueri: Manole.
- Silva, A.M. e Pires, M.C. (2006). Dívida pública, poupança em conta corrente do governo e superávit primário: uma análise de sustentabilidade. *Texto para Discussão IPEA* n. 1196, junho.
- Stiglitz, J. (1999). More instruments and broader goals: moving toward the post-Washington consensus. *Revista de Economia Política*, v. 19, n. 1, pp. 94-120.
- Thirlwall, A.P. (2002). *The Nature of Economic Growth*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.